

动态报告/公司快评

传媒

武汉塑料 (000665)

推荐

有线网络

取得湖北省财政厅批文点评

(维持评级)

2010年10月20日

取得省财政厅批文，重组再进一步

分析师： 陈财茂 021-60933163

chencm@guosen.com.cn

SAC 执业编号：S0980210040007

事项：

武汉塑料收到湖北省财政厅同意楚天数字、楚天襄樊和楚天金纬参与重组的批文。

评论：

■ 获得省财政厅批文，重组再进一步

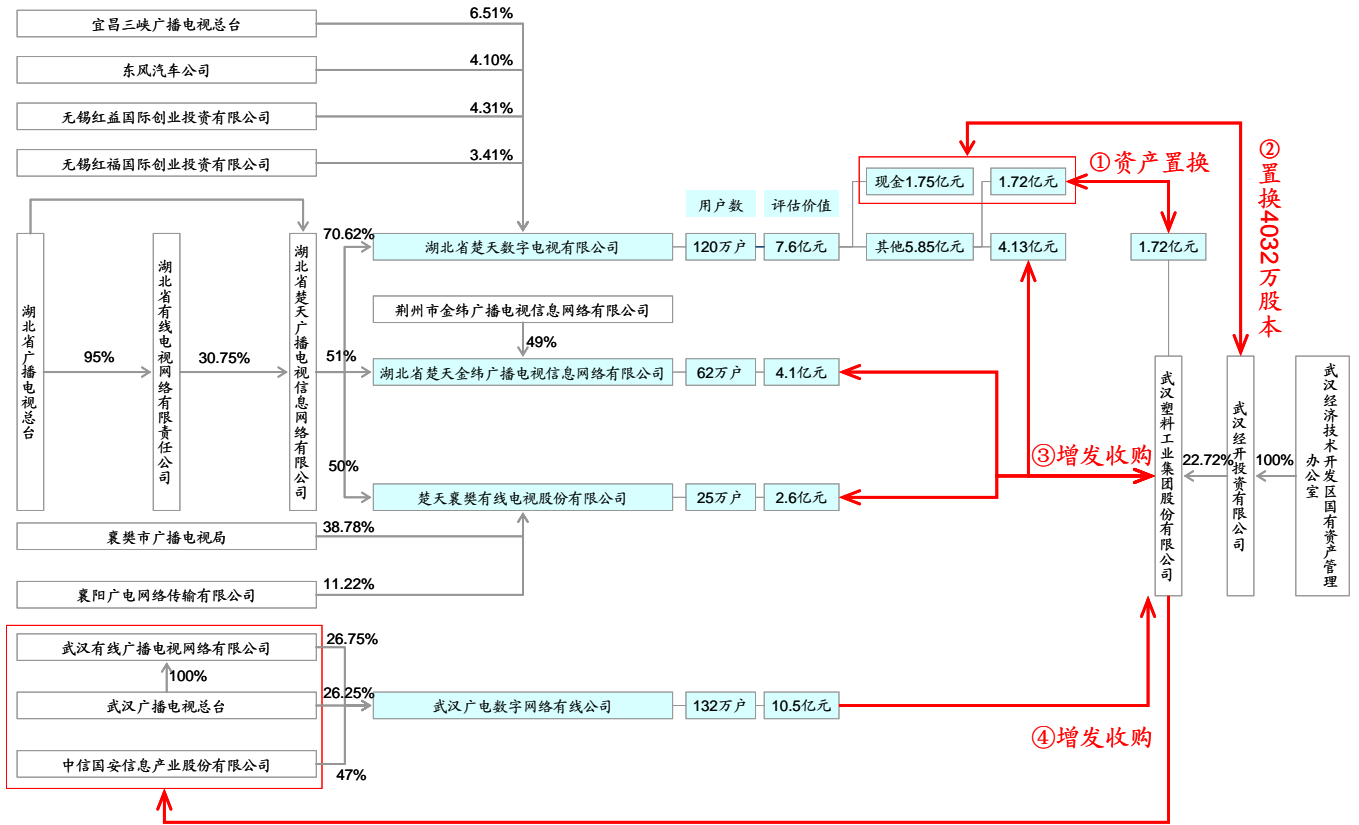
参与武汉塑料重组的资产包括四块：楚天数字、楚天襄樊和楚天数字和武汉广电，除武汉广电外，其它三块资产均隶属于省国资，因此，取得省财政厅批文是必备程序。我们对此点评如下：

- 1、在前期周期股快速上涨、小盘股大幅下跌的过程中，市场对武汉塑料的重组进展愈发担心，坊间甚至传言重组难以获得省财政厅的批文，而此次批文获得后，此等传言不攻自破。武汉塑料的重组仍在有序进行。
- 2、后续还需取得国务院国资委、股东大会、证监会的批准，由于市场对武汉塑料一贯的担心，对每个程序都仍旧存在担心，正因如此，武汉塑料的价值被严重低估。但是我们仍然看好公司后续的重组进程。原因有：（1）目前正处于文化体制改革的关键阶段，中央和地方政府给予了各级文化企业空前的支持。（2）三网融合的背景下，政府对有线网络公司的支持力度逐渐加大。（3）武汉塑料重组是湖北省政府重点上市项目。

■ 维持“推荐”评级

我们维持对武汉塑料的推荐评级，理由如下：（1）即使相对于第一步 340 万用户的注入，当前 14.13 元左右的价格就存在 27-63% 低估。（2）未来武汉塑料将作为湖北省网的整合平台，湖北省 2010 年上半年用户规模已经达到 840 万户，即还剩 500 万用户待注入，按照 700 元/户进行收购，2600 元/户进行估值，20 元/股价格增发，则省网整合后合理价值为 39 元。（3）湖北省用户每年保持了 10% 的增长，在目前的有线网络上市公司中速度最快。

图表 1: 武汉塑料重组分步拆解 (重组时 4 个步骤同时发生)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图表 2: A 股有线网络资产历次收购定价

公司	公告时间	收购资产类别	收购比例	收购价格 (百万)	PS	PE	PB	每户价值
东方明珠	2007-4	东方有线	10%	160		12.5	2.4	364
		太原有线	50%	220	2.4	..	1.7	677
歌华有线	2001-12/2002-2	北京远郊有线网络资产	100%	165	335
	2004-9	涿州有线网络	95%	12	3.3	12.4	1.2	459
广电网络	2006-4	陕西 11 地市有线网络资产	100%	1099	2.5	14.7	0.9	388
中信国安	2006-11	益阳国安广播电视宽带网络	49%	36	4.2	16.1	1.0	
	2007-12	安徽广电信息网络股份有限公司	19%	71	1.5	70.1	1.0	319
电广传媒	2007-12	湖南广播电视网络有限责任公司	38%	38	4.7	
	2006-4	湖南广播电视网络有限责任公司	62%	62	4.4	..	3.1	
天威视讯	2007-9	深圳南油广播电视站	100%	53	1.7	
武汉塑料	2010-5	湖北武汉、荆州、襄樊等地资产	100%	2480	3.8	19.7	1.5	732
mean					3.4	24.3	1.6	467.7
median					3.6	15.4	1.5	388.0

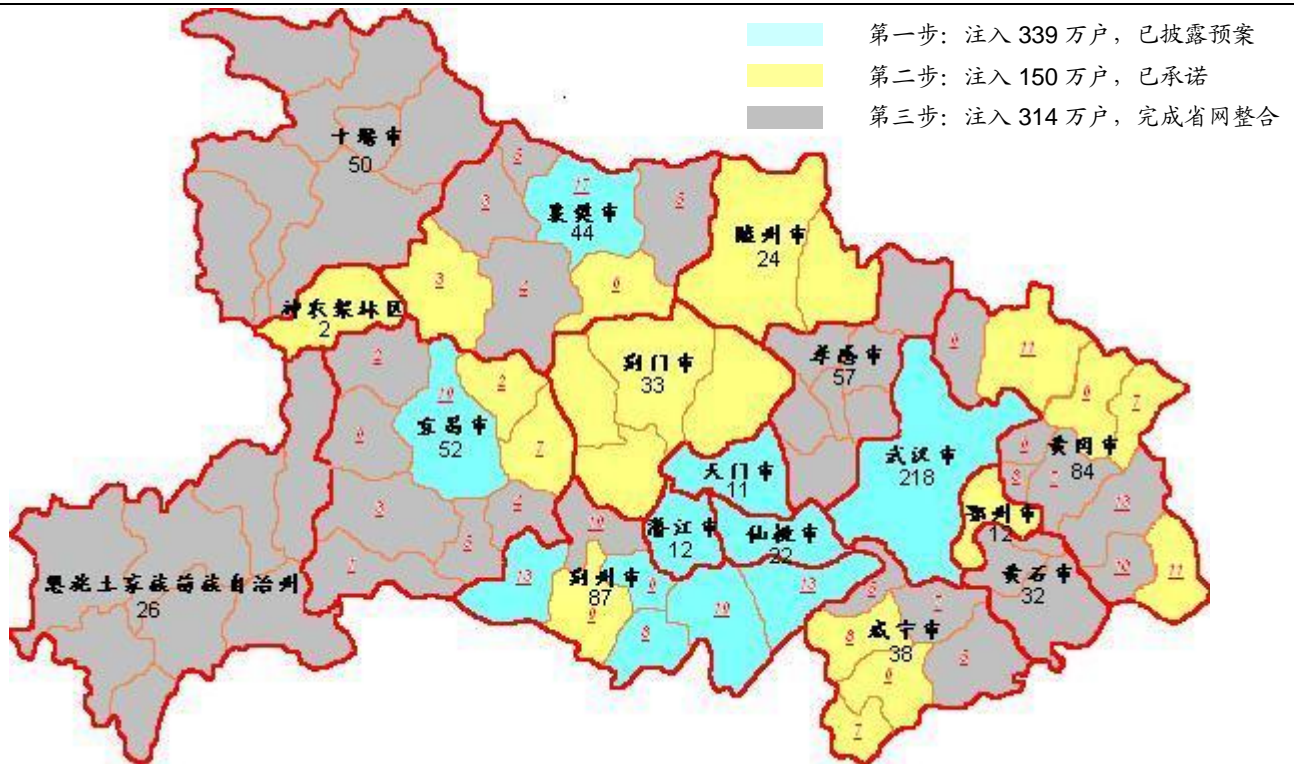
资料来源: 各公司公告 国信证券经济研究所

图表 3: A 股纯有线网络公司估值

公司	现价	总市值, 亿元	2010EPS	PE	用户/终端, 万	每户市值, 元/户	EV/EBITDA
天威视讯	24.30	64.9	0.34	70.9	108	6008	17.2
歌华有线	13.36	141.7	0.34	39.9	413	3430	16.3
广电网络	9.82	55.3	0.18	55.9	445	1245	16.3
均值				55.6		3561	16.6

资料来源: 公司公告, Wind 资讯, 国信证券研究所

图表 4: 湖北有线省网重组三步走



资料来源: 湖北广电局, 国信证券经济研究所

图表 5: 备考盈利预测-合并报表 (单位: 百万元)

备考-合并报表	2009	1H2010	2H2010E	2010E	2011E
营业收入	575.9	367.0	424.3	791.3	962.1
营业成本	305.1	180.3	254.4	434.6	564.8
营业税金及附加	14.3	12.9	14.8	27.7	33.6
销售费用	73.1	49.2	53.5	102.7	122.7
管理费用	75.1	43.3	65.5	108.8	135.8
财务费用	14.8	6.2	8.0	14.1	8.0
资产减值损失	0.1	4.2	0.0	4.2	0.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.6	0.2	0.4	0.6
营业利润	93.4	70.3	28.4	98.7	96.6
营业外收入	6.7	1.9	0.0	1.9	0.0
营业外支出	1.0	0.6	0.0	0.6	0.0
利润总额	99.1	71.6	28.4	100.0	96.6
所得税费用	3.5	1.1	0.0	1.1	0.0
净利润	95.6	72.6	28.4	101.0	96.6

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图表 6: 备考盈利预测-武汉广电 (单位: 百万元)

备考-武汉广电	2009	1H2010	2H2010E	2010E	2011E
营业收入	276.6	152.1	175.5	327.6	397.4
营业成本	133.0	73.9	83.8	157.7	201.7
营业税金及附加	8.4	5.4	6.2	11.5	13.9
销售费用	38.1	24.3	23.9	48.1	59.8
管理费用	32.0	13.2	25.2	38.4	46.2
财务费用	8.5	3.2	4.3	7.5	1.7
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	56.6	32.2	32.2	64.4	74.1
营业外收入	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外支出	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0
利润总额	57.7	32.1	32.2	64.3	74.1
所得税费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	57.7	32.1	32.2	64.3	74.1

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图表 7: 备考盈利预测-楚天数字 (单位: 百万元)

备考-楚天数字	2009	1H2010	2H2010E	2010E	2011E
营业收入	161.3	117.0	120.4	237.3	265.1
营业成本	90.6	54.4	65.9	120.3	133.2
营业税金及附加	3.8	4.2	4.2	8.4	9.3
销售费用	23.9	19.2	17.8	36.9	42.4
管理费用	16.6	11.5	17.2	28.7	37.6
财务费用	5.0	3.2	3.9	7.1	7.1
资产减值损失	0.0	2.9	0.0	2.9	0.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.6	0.7	1.2	0.6
营业利润	21.5	21.0	10.7	31.7	34.8
营业外收入	0.0	0.6	0.0	0.6	0.0
营业外支出	0.0	0.2	0.0	0.2	0.0
利润总额	21.5	21.4	10.7	32.1	34.8
所得税费用	3.6	0.7	0.0	0.7	0.0
净利润	17.9	22.2	10.7	32.9	34.8

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图表 8: 备考盈利预测-楚天金纬 (单位: 百万元)

备考-楚天金纬	2009	1H2010	2H2010E	2010E	2011E
营业收入	138.0	79.8	84.3	164.1	190.7
营业成本	81.5	42.7	52.6	95.4	116.2
营业税金及附加	2.2	2.7	2.9	5.7	6.6
销售费用	11.2	4.5	7.3	11.8	11.5
管理费用	26.5	15.8	14.3	30.1	34.7
财务费用	1.3	0.2	0.1	0.3	0.8
资产减值损失	0.0	1.2	0.0	1.2	0.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	15.3	13.1	7.3	20.3	22.4
营业外收入	5.5	1.2	0.0	1.2	0.0
营业外支出	0.9	0.3	0.0	0.3	0.0
利润总额	19.9	14.0	7.3	21.2	22.4
所得税费用	0.1	0.3	0.0	0.3	0.0
净利润	20.0	14.3	7.3	21.5	22.4

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。