



2009年3月30日

传媒综合

业绩回顾

金宇

分析员

jinyu@cicc.com.cn

时雪松

分析员

shixs@cicc.com.cn

中性

中信国安(000839.CH)

业绩低于预期，“主题”驱动股价

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	1,726	1,905	2,352	2,813
(+/-)		10%	23%	20%
主营业务利润	548	620	822	1,034
(+/-)		13%	33%	26%
营业利润	320	354	429	611
(+/-)		10%	21%	43%
净利润	325	356	407	558
(+/-)	-26%	9%	14%	37%
每股盈利(元)	0.21	0.23	0.26	0.36
市盈率	64.1	58.6	51.2	37.3
市净率	4.24	4.06	3.87	3.60
EV/EBITDA	70.7	67.0	48.8	37.8
净资产收益率	7.1%	8.9%	7.7%	10.0%
ROCE	4.7%	4.5%	5.0%	6.6%
每股经营现金流(元)	0.22	0.14	0.33	0.29

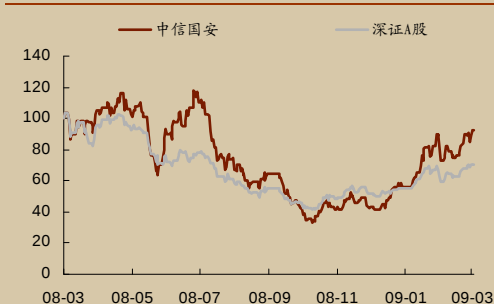
股票信息

当前股价	人民币13.36
股票代码	000839.CH
日成交量(百万股)	102
52周最高价/最低价	人民币17.3/4.69
总市值(百万元)	20,842
发行股数(百万股)	1560
其中:流通股(百万股)	1520
主要股东(持股比例)	中信国安有限公司(41.63%)

最近估值走势

%	一周	一月	三月	年初至今
000839.CH	+3.01	+2.61	+115.14	+104.28
[深证A股指数]	+3.46	+5.89	+35.47	+32.97
[中金传媒指数]	+3.79	+16.42	+37.76	+38.00

52周估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

08年业绩低于预期

公司08年实现收入19.05亿元，归属母公司所有者净利润实现3.56亿元，对应每股收益0.23元，同比增长9.4%，低于我们预期11.5%。公司业绩低于预期的主要原因是来自大通房产和鸿联95的亏损分别达到5,600万元和2,660万元。公司计划每股派发现金红利0.1元（含税）。依照新会计准则，公司将有线网络业务由比例合并改为权益核算，并对2007年财务报告进行了追溯调整。（图表1和图表2）

正面：

- **三大主业经营符合预期。**08年度，公司投资有线网络公司实现主营业务收入17.5亿元，同比增长27%，权益利润1.18亿元，同比增长22%。青海国安盐湖综合开发业务实现收入5.14亿元，净利润2.56亿元，同比分别增长60.1%和88.2%。控股子公司-盟固利电源技术有限公司（主要生产钴酸锂和锰酸锂电池正极材料）实现收入和净利润5.14亿元和1,626万元，同比分别增长64.2%和82.5%。三大主业经营均符合我们预期。
- **有线数字化平稳推进。**2008年，公司投资的有线网络入网用户数达到880万，数字电视用户400万。由于投资的大部分网络公司在数字化过程中提高了数字电视收视维护费，有效缓解了数字化转换带来的折旧压力，利润实现平稳增长。

负面：

- **盐湖资源综合开发进度总体低于预期。**2008年，公司建设了10万吨氯化钾项目，由于相对成熟，量产顺利，但市场寄予厚望的碳酸锂产量不到2,000吨。远低于公司万吨级的生产目标。年末青海国安在建工程规模13.6亿元，若转固和计算折旧将大幅降低青海国安的盈利能力。
- **债务较重，面临融资压力。**2008年年末，公司账面长短期负债30亿元，应付债券14亿元，账面现金20亿元；公司认股权证在今年9月份到期，若能全部行权，可融资近17亿元，一定程度上缓解资金压力。但考虑到17.7元的行权价格，若大市不配合，权证到期行权存在较大的不确定性。
- **收益增长质量不高。**鸿联95、房地产业务亏损幅度超出市场预期。08年收益增长主要来自减持联通股权获得的投资收益1.45亿元（税前）；盟固利收入和利润均实现不错增长，但1,600万元的净利润和3%的净利润率明显低于市场对电池正极材料高利润率的期待。

发展趋势：

- **1Q09 将维持平稳增长。**不考虑房地产业务亏损影响，我们预计公司三大主业“有线网络，盐湖综合开发和高新技术材料”有望维持平稳增长。预计公司 1 季度业绩在 0.04 至 0.05 元之间。
- **投资机会主要来自主题驱动。**2009 年以来，公司股价上涨幅度超过 100%，在业绩乏善可陈的情况下，股价历史和未来表现主要受益于新能源（混合动力车-锂电池-正极材料）主题。

盈利预测调整

由于 2008 年盈利和我们预测的差异主要来自于鸿联 95 和大通房产亏损，而我们在 2009-2010 年盈利预测中，已经上述业务做了审慎假设，因此我们维持公司 2009-2010 年盈利预测基本不变，分别为 0.26 元/股和 0.36 元/股。需要说明的是，由于公司不再按比例合并有线网络，我们相应调整了公司收入、成本以及投资收益。（见图表 2）

估值与建议：

当前股价对应 2009-2010 年 PE 分别为 51.2x 和 37.3x，估值远高于传媒和化工行业可比公司，维持“中性”评级。从价值投资角度，该股存在较高风险，但公司股价上涨主要受主题投资驱动，和业绩相关性不大，即期分析，我们不认为业绩低于预期会导致股价大幅回调。

投资风险：

- 股价上涨风险主要来自于（1）市场对新能源主题的持续狂热；（2）公司为确保权证行权，有可能注入相关资产，考虑到公司股东背景，运作能力不可小觑；（3）盐湖综合开发大幅好于预期或氯化钾、硫酸钾镁肥价格大幅高于我们预测。
- 股价下行风险主要来自于：（1）市场对新能源主题的追捧降温；（2）权证无法行权导致市场进一步调降对盐湖综合开发进度的预期。

图表 1：中信国安 08 年财务数据（季度数据比例合并有线网络，未作追溯调整）

单位(百万)	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08		2007-调整后	2008-新准则	QoQ
主要财务指标											
一、营业收入	401.5	484.1	590.4	845.4	506.3	621.2	659.9		1726.0	1905.1	10.4%
减：营业成本	224.6	300.6	365.5	528.0	302.0	363.0	417.3		1129.0	1221.0	8.1%
减：营业税费	8.3	9.5	12.0	34.5	11.4	15.2	11.6		49.3	64.2	30.3%
主营业务利润	168.7	174.0	212.9	282.9	193.0	243.0	231.0		547.8	619.9	13.2%
三项费用	135.5	139.1	160.3	181.6	153.6	171.9	175.2		435.3	518.8	19.2%
减：销售费用	32.0	36.7	47.1	51.3	42.3	47.0	44.4		132.6	160.4	20.9%
减：管理费用	70.4	61.7	67.2	83.1	69.9	72.5	78.5		152.6	183.6	20.3%
减：财务费用	33.1	40.7	46.1	47.2	41.4	52.4	52.3		150.1	174.8	16.5%
减：资产减值损失									17.4	32.5	
加：投资净收益	17.3	11.3	1.7	99.4	13.2	26.2	1.9		225.0	285.3	26.8%
二、营业利润	50.8	45.8	54.2	183.6	52.6	97.3	57.8		320.3	353.9	10.5%
加：营业外收入	0.8	7.0	3.6	13.4	11.3	1.8	31.4		23.2	41.0	76.4%
减：营业外支出	0.2	0.5	0.4	2.8	0.3	1.5	0.8		-0.5	6.2	-1327.2%
三、利润总额	51.4	52.3	57.4	194.2	63.5	97.6	88.4		344.0	388.6	13.0%
减：所得税	2.8	5.4	1.2	33.5	4.3	20.5	15.8		34.8	38.2	9.6%
四、净利润(含少数股东损益)	48.7	46.9	56.3	160.7	59.3	77.1	72.6		309.2	350.4	13.3%
减：少数股东损益	-3.5	3.8	-6.3	-6.6	0.3	-1.3	-0.8		-16.0	-5.4	-66.1%
净利润(不含少数股东损益)	52.1	43.2	62.6	167.4	59.0	78.4	73.4		325.3	355.9	9.4%
五、每股收益：	0.03	0.03	0.04	0.11	0.04	0.05	0.05		0.21	0.23	9.4%
营业税率	2.1%	2.0%	2.0%	4.1%	2.2%	2.5%	1.8%		2.9%	3.4%	0.5%
主营业务利润率	42.0%	35.9%	36.1%	33.5%	38.1%	39.1%	35.0%		31.7%	32.5%	0.8%
三项费用率	33.7%	28.7%	27.2%	21.5%	30.3%	27.7%	26.5%		25.2%	27.2%	2.0%
销售费用率	8.0%	7.6%	8.0%	6.1%	8.4%	7.6%	6.7%		7.7%	8.4%	0.7%
管理费用率	17.5%	12.7%	11.4%	9.8%	13.8%	11.7%	11.9%		8.8%	9.6%	0.8%
财务费用率	8.2%	8.4%	7.8%	5.6%	8.2%	8.4%	7.9%		8.7%	9.2%	0.5%
营业利润率	12.6%	9.5%	9.2%	21.7%	10.4%	15.7%	8.8%		18.6%	18.6%	0.0%
有效税率	5.4%	10.2%	2.0%	17.2%	6.7%	21.0%	17.9%		10.1%	9.8%	-0.3%
净利润率	13.0%	8.9%	10.6%	19.8%	11.7%	12.6%	11.1%		18.8%	18.7%	-0.2%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：中信国安主要子公司盈利情况

主要控股公司2008年经营情况(单位万元)	注册资本	总资产	归属于母公司所有者权益	归属于母公司所有者的净利润
青海中信国安科技发展有限公司	80,000	366,289	133,297	25,586
中信国安通信有限公司	141,013	185,306	170,024	16,430
中信国安信息科技有限公司	15,132	40,600	25,175	1,877
中信国安恒通科技开发有限公司	13,334	41,011	17,349	1,332
北京鸿联九五信息产业有限公司	6,000	24,798	14,818	-2,660
大通房地产开发有限公司	9,000	125,596	15,128	-5,601

资料来源：中金公司研究部

图表 3：中信国安盈利预测调整

	2009E			2010E		
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
营业收入	3,023	2,352	-22.2%	3,509	2,813	-19.8%
毛利率	45.3%	39.7%	-5.7%	47.7%	41.5%	-6.2%
三项费用率	29.2%	24.0%	-5.2%	27.8%	21.8%	-6.0%
有效税率	15.0%	12.5%	-2.5%	15.0%	14.0%	-1.0%
投资收益	50	170	240.0%	50	190	280.0%
净利润	411	407	-1.0%	581	558	-3.9%
每股收益	0.26	0.26	-1.0%	0.37	0.36	-3.9%

资料来源：中金公司研究部

图表 4：青海国安盈利预测假设

百万元	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
青海国安						
青海国安收入	33.7	163.4	320.0	514.0	736.6	984.9
毛利	23.6	119.0	240.0	385.5	552.5	738.7
净利润	17.3	78.2	127.7	230.7	330.7	471.6
综合毛利率	70.0%	72.8%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
综合净利润率	51.2%	47.9%	39.9%	44.9%	44.9%	47.9%
硫酸钾镁肥						
硫酸钾镁肥销售收入	33.7	125.4	244.2	265.5	265.5	241.4
销售量(吨)	40,000	135,000	240,000	150,000	150,000	150,000
单价(元/吨)	843	929	1,018	1,770	1,770	1,609
氯化钾						
硫酸钾镁肥销售收入				200.0	375.0	550.0
销售量(吨)				80,000	150,000	220,000
单价(元/吨)				2,500	2,500	2,500
碳酸锂销售						
碳酸锂销售收入		38.0	76.9	51.3	68.4	164.1
销售量(吨)		800	2,000	1,500	2,500	6,000
单价(元/吨)		47,481	38,462	34,188	27,350	27,350
粗硼酸						
粗硼酸销售收入				5.1	8.5	10.3
销售量(吨)				6,000	10,000	12,000
单价(元/吨)				855	855	855
氧化镁						
氧化镁销售收入			21	12	19	19
销售量(吨)			12,000	7,500	12,500	12,500
单价(元/吨)			1,709	1,538	1,538	1,538

资料来源：中金公司研究部

图表 5：中信国安主要盈利预测（2007A-2010E）

人民币（百万）		Y2007	Y2008A	Y2009E	Y2010E
主营业务收入	总计	1,726	1,905	2,352	2,813
	房地产开发及物业管理	265	69	100	100
	信息及服务	816	816	898	988
	产品销售	652	1,028	1,354	1,725
	高新材料	332	514	617	740
	青海国安	320	514	737	985
年同比增长	总计	-5.2%	10.4%	23.4%	19.6%
	房地产开发及物业管理	-7.4%	-74.1%	45.8%	0.0%
	信息及服务	-37.7%	0.1%	10.0%	10.0%
	产品销售	122.6%	57.6%	31.7%	27.5%
毛利率	总计	35%	36%	0%	0%
	房地产开发及物业管理	46%	39%	0%	0%
	信息及服务	26%	23%	0%	0%
	产品销售	40%	45%	48%	50%
运营指标	三项费用	-435	-519	-563	-613
	主营业务占比	25%	27%	24%	22%
	经营费用	-133	-160	-193	-219
	主营业务占比	7.7%	8.4%	8.2%	7.8%
	管理费用	-153	-184	-211	-249
	主营业务占比	8.8%	9.6%	9.0%	8.9%
	财务费用	-150	-175	-159	-144
	主营业务占比	8.7%	9.2%	6.8%	5.1%
其他指标	营业利润	320	354	429	611
	营业利润率	18.6%	18.6%	18.2%	21.7%
	投资收益	225.0	285.3	170.0	190.0
	所得税	-35	-38	-57	-90
净利指标	有效税率	10.1%	9.8%	12.5%	14.0%
	少数股东权益	3	5	6	7
	净利润	325.3	355.9	407.3	558.2
资产负债指标	净利润率	18.8%	18.7%	17.3%	19.8%
	每股盈利	0.21	0.23	0.26	0.36
	年同比增长	-66.3%	9.4%	14.5%	37.1%
	现金	1,739	2,151	1,134	-151
现金流指标	应收帐款	345	449	451	555
	存货	612	686	815	947
	长期投资	2,579	2,493	2,377	2,397
	短期债务	1,175	1,688	988	288
	长期债务	2,679	2,715	2,693	2,674
	经营现金流	1	218	518	446
债务指标	资本开支	612	-360	-700	-700
	付息债务(短期+长期)	3,854	4,403	3,681	2,962
	净债务/股东权益	43.6%	44.3%	52.6%	58.5%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

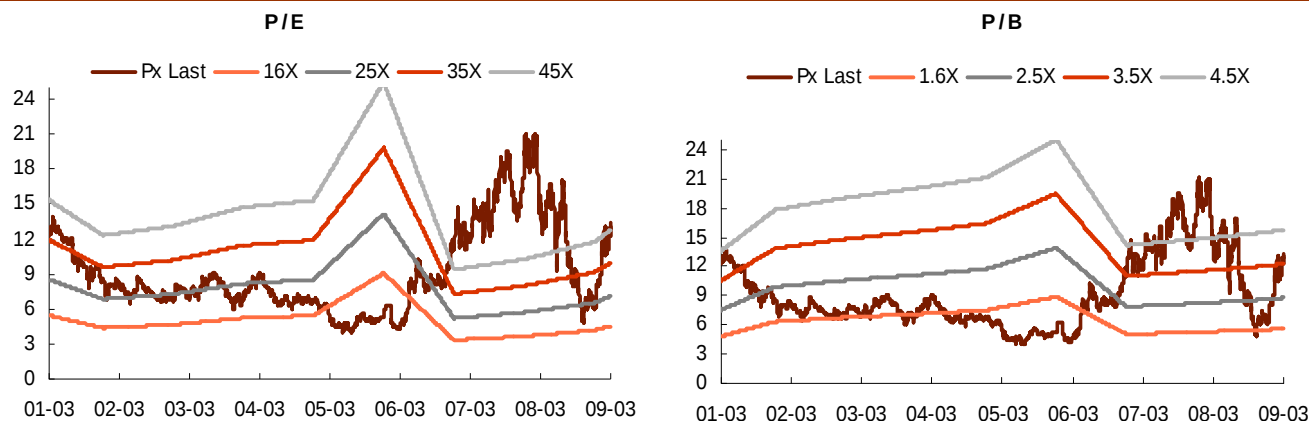
图表 6：中金覆盖传媒类上市公司估值水平对比（09/03/27）

公司列表	投资建议	P/E			P/B			EV/EBITDA			ROE			
		08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E	
中金研究-A股														
有线网络														
天威视讯	推荐	51.2	44.9	31.6	3.3	3.1	2.8	11.0	10.2	9.4	6.5%	6.9%	8.9%	
歌华有线	审慎推荐	33.1	43.8	40.9	2.5	2.4	2.3	14.0	13.3	12.2	7.7%	5.6%	5.7%	
广电网络	中性	70.0	44.1	34.5	2.6	2.5	2.4	11.0	14.4	12.8	3.8%	5.7%	6.9%	
报纸经营														
博瑞传播	推荐	26.9	23.5	21.1	5.1	4.4	3.8	17.6	15.2	13.4	18.8%	18.5%	17.9%	
新华传媒	推荐	34.4	30.0	25.6	4.3	3.8	3.3	28.0	22.5	19.2	12.6%	12.6%	12.9%	
华闻传媒	中性	35.0	34.2	30.3	2.8	2.6	2.4	12.5	12.6	10.5	7.9%	7.6%	8.0%	
粤传媒		-2380.0	42.8	31.0	Na	Na	Na	26.4	14.7	12.6				
图书出版														
时代出版	推荐	23.5	24.3	22.4	2.7	2.4	2.1	53.3	18.4	16.7	11.4%	9.9%	9.6%	
出版传媒	中性	48.3	43.9	40.3	3.4	3.2	2.9	49.5	43.3	38.2	7.0%	7.2%	7.3%	
电视广告经营														
中视传媒	中性	63.2	57.7	52.5	3.4	3.3	3.2	17.9	16.5	15.0	5.3%	5.7%	6.0%	
户外广告经营														
北巴传媒		56.5	30.4	18.1	3.2	3.8	Na	Na	Na	Na				
综合														
中信国安	中性	58.6	51.2	37.3	4.1	3.9	3.6	67.0	48.8	37.8	6.9%	7.6%	9.6%	
电广传媒	中性	221.0	93.7	64.8	3.7	3.6	3.4	22.7	19.3	16.7	1.7%	3.8%	5.3%	
东方明珠	中性	63.2	59.2	55.0	4.7	4.3	4.0	41.2	34.9	32.1	7.4%	7.3%	7.3%	
中值		48.3	43.8	34.5	3.4	3.4	3.2	24.6	17.5	15.9	7.0%	7.8%	9.2%	
Note: 黄色标记公司不在中金正式研究范围内，每股盈利采用万德平均预测均值														

Note: 黄色标记公司不在中金正式研究范围内，每股盈利采用万德平均预测均值

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 7：中信国安历史价格市盈率、市净率区间



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。