

中信国安 (000839) 广播与有线 垄断资源提升公司长期投资价值

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	14.30	元
------	----	------	---	-----	-------	---

投资要点:

- 公司主营有线电视运营与增值电信服务、钾肥与碳酸锂等盐湖资源综合开发、锂电池材料等业务。是国内广电系统之外的最大的有线网络运营商,拥有青海西台吉乃尔盐湖的开发权,是国内第三大钾肥生产企业。
- 西台吉乃尔盐湖是一个以液体矿为主的特大型矿床,现已探明的液体矿储量中氯化钾储量 2608 万吨、氯化锂储量 308 万吨、三氧化二硼储量 163 万吨、氯化镁 18597 万吨。钾肥将逐渐形成百万吨硫酸钾镁的规模,未来公司还将参与乌兹别克斯坦钾肥项目。
- 公司占据新能源产业链上游资源,目前碳酸锂产能 2 万吨,未来产能或将达到 5 万吨以上。公司将与成都开飞公司、日本丰田等新能源汽车领导厂商开展合作。公司所属中信国安盟固利电源技术有限公司是国内最大的锂电池正极材料钴酸锂和锰酸锂的生产厂家,同时也是国内外唯一大规模生产动力锂离子二次电池的厂家,形成了从锂电池材料和锂电池,到电动汽车研发与生产的完整产业链。公司碳酸锂业务前景看好,盈利能力将大幅提高。
- 公司目前总计参股投资了 7 个省 18 个市的有线电视网络,覆盖的入网用户数已超过 1760 万户,数字电视用户约 780 万户。未来网络区域整合以及数字转换将加快,公司有线电视业务将稳步增长。
- 预计公司 2009、2010、2011 年每股收益分别为 0.54、0.40、0.57 元。公司三大独占性资源:锂资源、钾肥资源和有线电视资源业务均具有长期的投资价值,考虑到公司未来钾肥产能扩张、参与乌兹别克斯坦钾肥项目、新能源产业对锂产品需求大幅增加以及盐湖资源综合利用镁项目等,公司未来业绩值得期待,给与公司推荐投资评级。

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	1726	1905	2117	2729	3300
营业收入增长率	-5.2%	10.4%	11.1%	28.9%	20.9%
净利润 (百万元)	325	356	838	630	884
净利润增长率	-26.4%	9.4%	135.6%	-24.9%	40.4%
EPS (元)	0.42	0.23	0.54	0.40	0.57
ROE	6.6%	6.9%	14.4%	10.2%	12.8%
P/E	72	66	28	37	26
P/B	4.8	4.6	4.0	3.8	3.4
EV/EBITDA	34	38	19	21	16

2009 年 12 月 17 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	18.70/5.96
上证指数/深圳成指	3255.21/13664.97
50 日均成交额(百万元)	626.86
市净率(倍)	4.37
股息率	0.70%

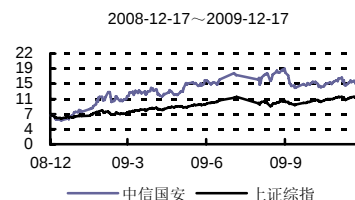
基础数据

流通股(百万股)	1567.41
总股本(百万股)	1567.93
流通市值(百万元)	22413.96
总市值(百万元)	22421.41
每股净资产(元)	3.27
净资产负债率	99.52%

股东信息

大股东名称	中信国安有限公司
持股比例	41.63%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员:	张晓辉 周海鸥
电 话:	021-51097188-1929
电 邮:	
联系人:	赵喜娟
电 话:	(86-21) 51097188-1952
电 邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址:	中国上海市浦东新区 379 号金穗大厦 15F (200120)

目录

第 1 部分 公司概况	3
第 2 部分 盐湖开发前景广阔	4
2.1 钾肥 规模不断壮大	5
2.2 碳酸锂 新能源产业战略资源	7
2.3 硼镁 未来新的增长点	10
第 3 部分 有线电视业务稳步增长	11
第 4 部分 盈利预测与投资建议	14

第 1 部分 公司概况

公司主要从事信息网络基础设施业务中的有线电视网、卫星通信网的投资建设，信息服务业中的增值电信业务、网络系统集成、应用软件开发，以及盐湖资源开发，新材料开发和生产，房地产开发及物业管理等业务。有线电视和盐湖资源综合开发是公司两大核心业务，公司是国内广电系统之外的最大的有线网络运营商，拥有青海西台吉乃尔盐湖的开发权，是国内第三大钾肥生产企业。

图 01：公司营业收入构成

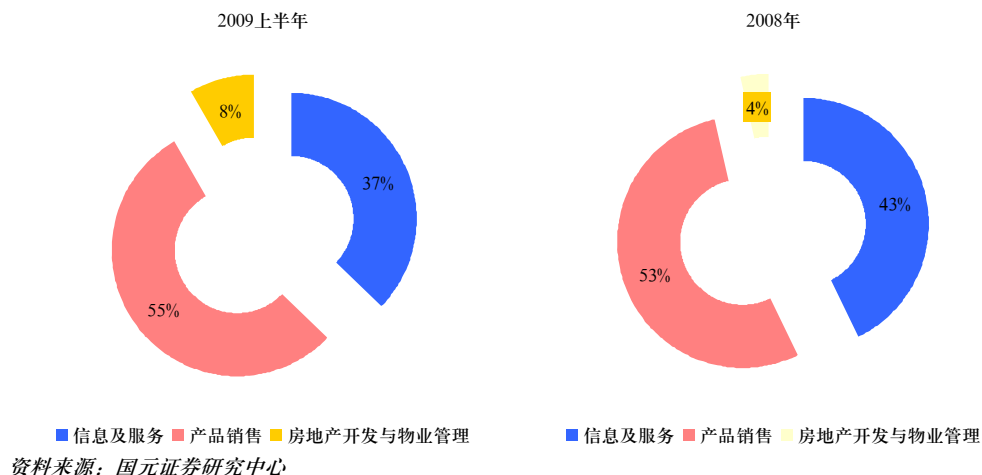


图 02：公司股权结构

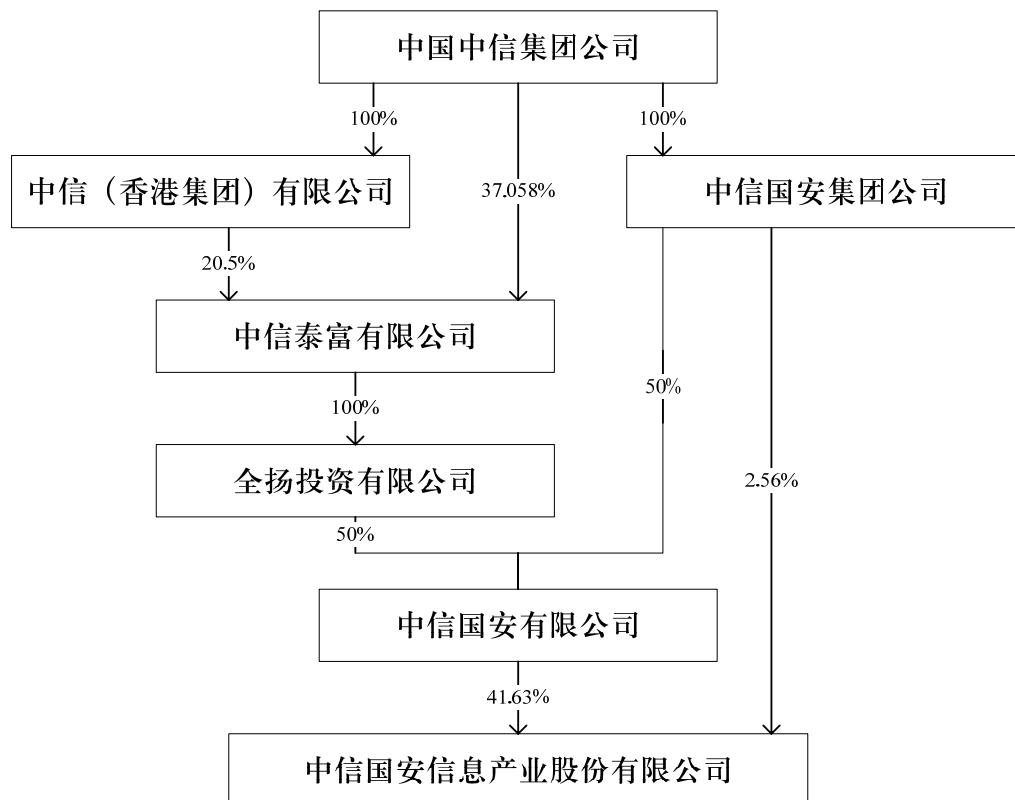
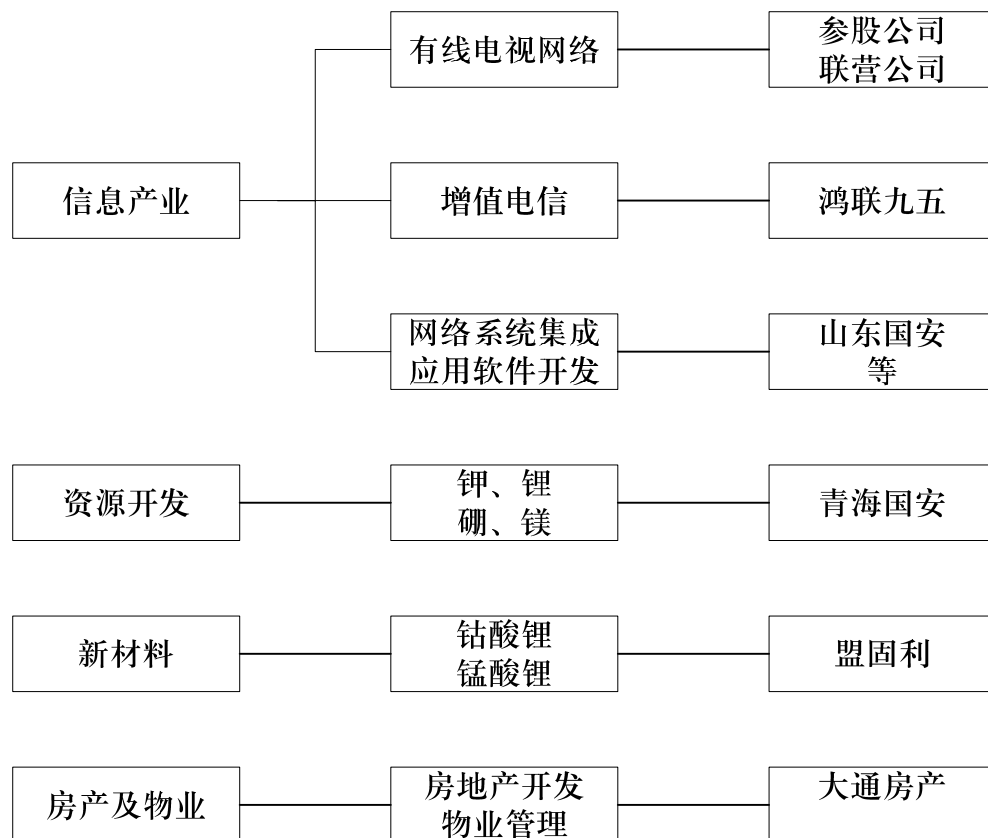


图 03：公司主营业务



资料来源：国元证券研究中心

第 2 部分 盐湖开发前景广阔

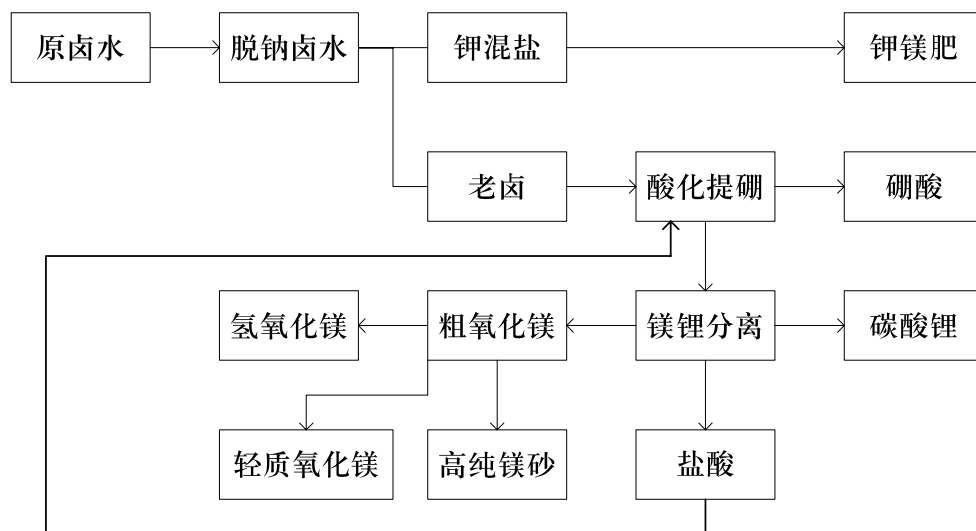
公司所属的青海中信国安科技发展有限公司主要从事青海西台吉乃尔盐湖钾、锂、硼、镁等资源的综合开发。青海西台吉乃尔盐湖面积 570 平方公里，蕴藏着丰富的钾、锂、硼、镁等高价元素。经国家矿产资源储量中心评审认定，该湖液体综合储量约折合氯化钾 2656 万吨、氯化锂 308 万吨、氧化硼 168 万吨、氯化镁 18597 万吨、氯化钠 24590 万吨，潜在经济价值达 1700 亿元。青海国安开发的盐湖资源综合开发项目属国家高新技术项目和国家产业振兴计划支持项目。作为西部大开发的重点企业，青海国安在东、西台吉乃尔盐湖资源综合开发进程中，先后自主研发并取得了 4 项科学技术成果，申报了 16 项国家发明专利，目前已取得了 9 项发明专利证书，形成硫酸盐型卤水钾、硼、锂、镁、资源综合利用成套技术成果。目前主要产品有碳酸锂、硫酸钾镁肥、氯化钾、硼酸、氧化镁等产品。

表 01：青海国安盈利情况 亿元

	2005	2006	2007	2008	1H2009
营业收入	0.34	1.63	3.2	5.14	3.78
净利润	0.17	0.72	1.36	2.56	1.8
利润增长率		324%	89%	88%	84%

资料来源：国元证券研究中心

图 04：盐湖资源开发业务流程图



资料来源：国元证券研究中心

2.1 钾肥 规模不断壮大

根据公司盐湖资源开发总体规划，在西台吉乃尔盐湖钾锂硼资源的开发中，公司计划建成年产硫酸钾镁肥 100 万吨、硼酸 5 万吨、碳酸锂 3.5 万吨的生产能力。目前钾肥已形成 30 万吨硫酸钾镁、10 万吨氯化钾产能。

硫酸钾镁肥是一种无氯根、含钾、含镁、含硫，具有多种优良性能的无公害肥料，既可以施用于水稻、玉米等基础农作物，也可以替代硫酸钾施用于喜钾作物如烟叶、果树等经济农作物，由于含有镁，施用于茶叶、橡胶、大豆等，具有特殊肥效作用。硫酸钾镁肥施用后，其利用率高达 80%，容易被农作物吸收。

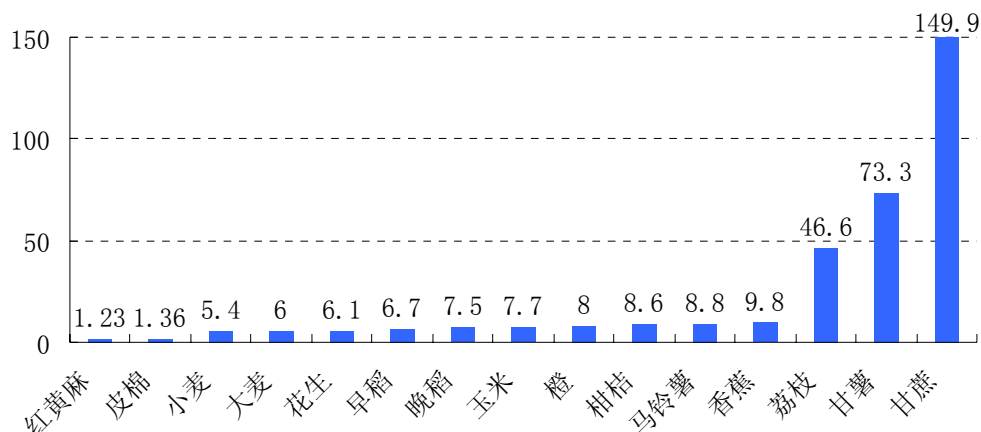
表 02：钾肥种类及养分含量

	氧化钾	硫	氧化镁
氯化钾	60%		
硫酸钾	50%	18%	
硫酸钾镁	22%—30%	17%—22%	10%—11%

资料来源：国元证券研究中心

《全国新增 1000 亿斤粮食生产能力规划（2009—2020 年）》为化肥行业发展提供巨大的市场空间，2020 年全国粮食消费量将达到 5725 亿公斤，按照保持国内粮食自给率 95% 测算，国内粮食产量应达到约 5450 亿公斤，比现有粮食生产能力增加近 450 亿公斤。未来 12 年间，需要再新增 500 亿公斤生产能力。目前稻谷、小麦、玉米平均单产约 425 公斤、300 公斤和 350 公斤，分别是单产排在前 10 位国家平均水平的 71%、60%和 67%。国内同一种植区内的同一作物，省际间单产差距也较大，有的相差 50 公斤以上。

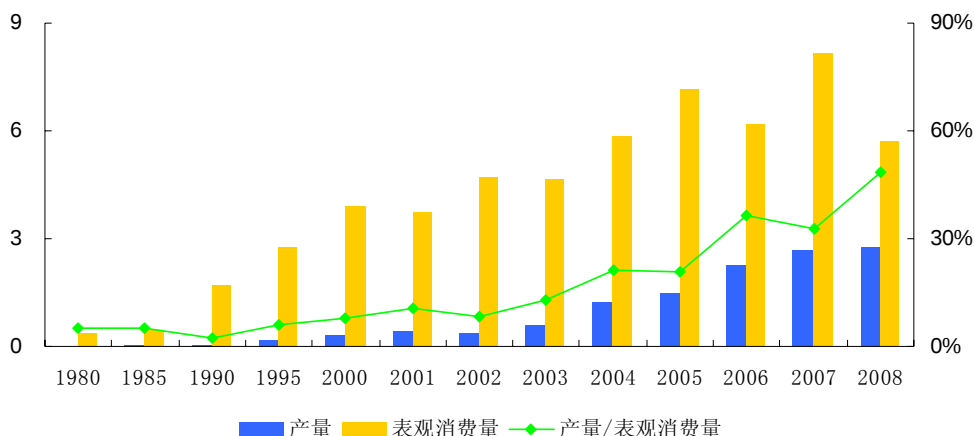
图 05：钾肥增产效果 公斤作物/K₂O



资料来源：国元证券研究中心

钾肥在肥料消费中比例不断上升，氮、磷、钾三种肥料消费结构由 1979 年的 1：0.27：0.04 达到 2005 年的 1：0.33：0.22。国内钾肥对外依存度超过 50%，2008 年国产钾肥 277.5 万吨，到 2011 年钾肥产量达到 400 万吨（折纯）。

图 06：钾肥产量及消费量



资料来源：国元证券研究中心

西台吉乃尔盐湖周边盐湖与西台吉乃尔盐湖同属硫酸镁亚型卤水盐湖，卤水中富含钾、硼、锂、镁及钠等多种组份，卤水组份、水质特征及开采条件与西台吉乃尔盐湖基本类似。针对西台吉乃尔盐湖周边盐湖的开发，公司进行了大量的试验和研究工作。未来项目建设规模为年产 70 万吨硫酸钾镁肥、3.5 万吨硼酸、2 万吨碳酸锂。

表 03：盐湖资源

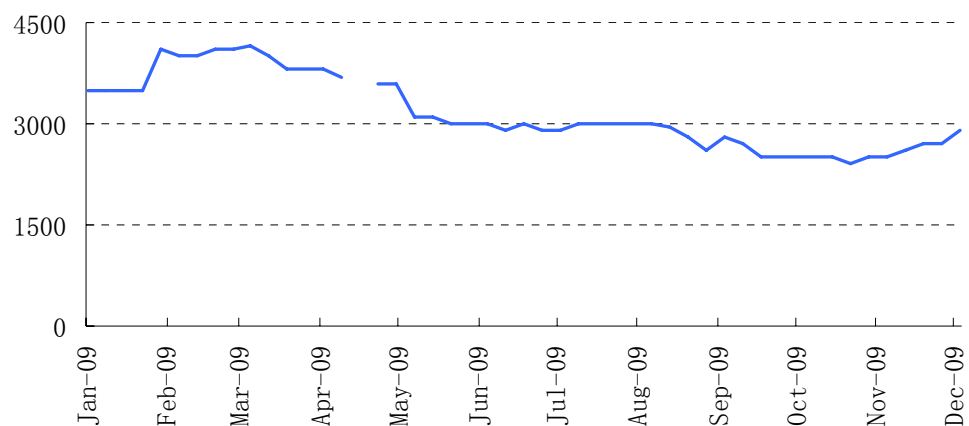
	钾	锂	晶间卤水品位 g/l
	氯化钾储量 万吨	氯化锂储量 万吨	
西台吉乃尔湖矿区	1917.8	308	2.57
东台吉乃尔湖矿区	338.6	284.78	3.12
柴达木一里坪	1638.5	178.3861	2.2

资料来源：格尔木昆仑经济开发区管委会信息中心、国元证券研究中心

公司正在与乌兹别克化工公司就乌兹别克德赫卡纳巴德钾肥二期项目相关事宜进行商谈，乌方已指定公司作为该项目钾肥产品销往中国的唯一代理商。公司为项目的实际合作方，德赫卡纳巴德钾肥厂二期项目属乌兹别克斯坦外经贸部向中国企业推荐的投资项目，为公司钾肥业务未来的新增长点。

伴随经济逐步复苏，为满足全球对粮食、饲料、纤维素及生物能源的需求就将需要大量的农产品。据经济合作和发展组织(OECD)、FAO 及粮食和农业政策研究所(FAPRI)，预计未来五年内全球绝大多数粮食库存将不会大幅增加，同时农产品价格将依然坚挺。目前，绝大多数农产品的国际价格要相对高于 2007/08 年度之前的水平。农产品价格上涨将拉动钾肥需求的上升，国内受到抑制的钾肥需求在 2010 年将得到释放，钾肥需求的上升将促使公司钾肥业务不断壮大。

图 07：俄红钾报价



资料来源：中华商务网、国元证券研究中心

2.2 碳酸锂 新能源产业战略资源

锂是最轻的碱金属元素，在玻璃陶瓷、石油化工、冶金、纺织、合成橡胶、润滑材料、医疗等传统领域得到了广泛应用，在航空航天、核能发电、电池能源领域的用量越来越大，被称为“21 世纪的能源金属”。

表 04：下游市场爆发性增长机遇

下游市场	应用产品品种	增长原因
电池	电动车电池	新能源材料
	锂电池负极材料	无线电通讯、飞机、潜艇、3C 产品等
核燃料	核聚变反应堆	1 个 1000mW 反应堆需金属锂 1000T
医药	新型合成药	专利到期，仿制药大量生产
合金	镁锂合金、铝锂合金	前景看好的航空航天材料
橡胶	SBS/SEBS	橡胶寿命延长 4 倍以上

资料来源：国元证券研究中心

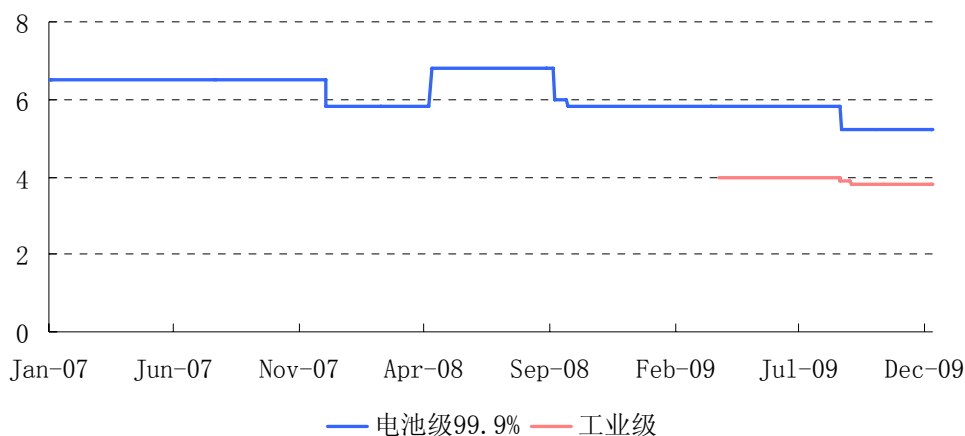
表 05：锂资源分布及产量

	产量		储量	储量基础
	2007	2008		
智利	11100	12000	3000000	3000000
澳大利亚	6910	6900	170000	220000
中国	3010	3500	540000	1100000
阿根廷	3000	3200		
加拿大	707	710	180000	360000
葡萄牙	570	570		
津巴布韦	300	300	23000	27000
巴西	180	180	190000	910000
玻利维亚				5400000
美国			38000	410000
全球	25800	27400	4100000	11000000

资料来源：USGS、国元证券研究中心

2008 年全球碳酸锂需求量约为 9.54 万吨，近 10 年的年复合增长率达 7%以上。行业的供求关系处于弱平衡状态，但按目前每部电动车所需的金属锂的配量来看，如果电动汽车大量推广，锂资源的供应量不足，目前的供需平衡将会被打破，价格将会大幅上涨。从全球范围来看，2008 年碳酸锂产品最重要的 4 大用途依次为电池工业、润滑剂业、陶瓷业和玻璃工业，所占的比例分别为 27%、12%、9%和 8%；2007 年碳酸锂产品最重要的 4 大用途也为电池工业、润滑剂业、陶瓷业和玻璃工业，所占的比例分别为 25%、12%、10%和 8%，2008 年电池工业耗用碳酸锂比重进一步增加。

图 07：碳酸锂价格



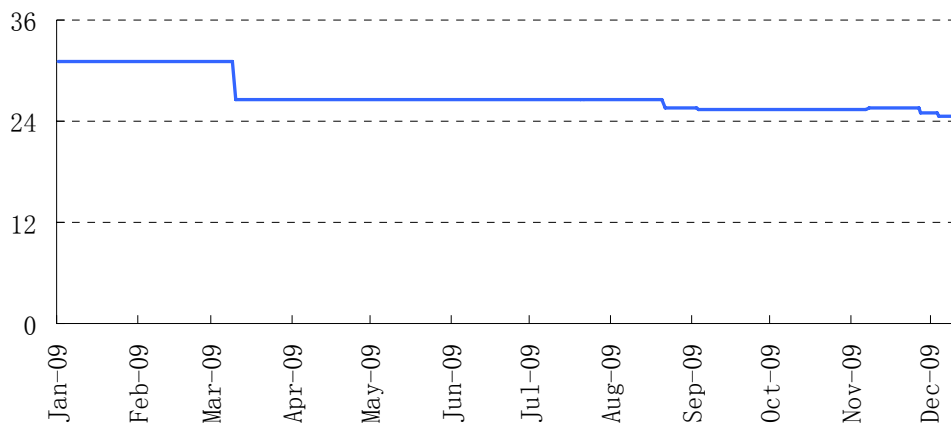
资料来源：中华商务网、国元证券研究中心

公司碳酸锂生产线年初进行了相关技术改造，生产线于 3 月份恢复投产后，目前月产能已经达到 500 吨左右，产能跃居国内领先水平，碳酸锂生产已进入连续、稳定的工业化

生产阶段。公司今年碳酸锂产量可达 5000 吨，明年预计可以达到 10000 吨，未来将达到 2 万吨以上。公司产品碳酸锂产品含量达 99.3% 以上，部分产品达到电池级。公司与成都开飞高能化学工业有限公司签署了合作意向书，在青海西台盐湖投资兴建电池级碳酸锂生产厂，2010 年产量不低于 5000 吨电池级碳酸锂生产规模。成都开飞为高纯碳酸锂、高纯氢氧化锂 2 个新能源电池电解质和电极关键材料系列产品国内最大生产和出口商。公司与日本丰田通商株式会社就碳酸锂及锂盐系列的下游产品，尤其是新能源应用方面的合作签署了合作意向书。目前工业级 99% 碳酸锂价格 3.6-3.8 万元/吨，电池级 99.5% 碳酸锂价格 4.2-4.4 万元/吨，电池级 99.9% 碳酸锂价格 5-5.2 万元/吨，公司碳酸锂业务前景看好，盈利能力将大幅提高。

公司所属中信国安盟固利电源技术有限公司主要从事锂离子二次电池关键材料和高能量密度动力锂离子二次电池的研发、生产与销售，是国内最大的锂电池正极材料钴酸锂和锰酸锂的生产厂家，同时也是国内外唯一大规模生产动力锂离子二次电池的厂家，形成了从锂电池材料和锂电池，到电动汽车研发与生产的完整产业链。公司具有产能钴酸锂 1500 吨、锰酸锂 3000 吨正极材料。

图 08：钴酸锂价格



资料来源：中华商务网、国元证券研究中心

电动及混合动力汽车是新能源汽车开发的热点，多数汽车巨头已考虑使用锂电池作为电动车的动力电池。锂离子电池由于具有价格和容量的优势，被认为是继镍氢电池之后动力电池的发展方向。

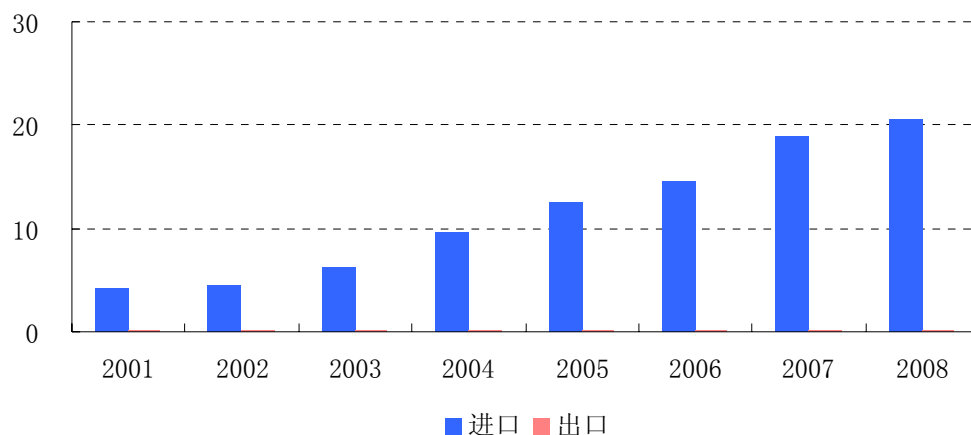
《汽车产业调整和振兴规划》针对新能源汽车中的电动车，已明确提出到 2011 年要形成 50 万辆产能的近期目标。科技部部长万钢在中国绿色能源汽车发展高峰论坛给出了中国新能源汽车的发展目标到 2012 年，国内有 10% 新生产的汽车将是节能与新能源汽车。2009 年 1-10 月中国汽车产量达 1087 万辆，《汽车产业调整和振兴规划》汽车产销量三年平均增长率达到 10%，预计 2012 年新能源汽车将超过年产 130 万辆的规模。130 万辆混合动力汽车将带动 6.8 万吨正极材料，5.3 万吨负极材料，5.2 万吨电解液的需求。到 2020 年我国新能源汽车占全部汽车的比例有望达到二分之一。

2.3 硼镁 未来新的增长点

目前公司盐湖开发产品以钾肥和碳酸锂为主，加强钾矿共生、伴生资源开发利用是未来盐湖开发的方向，硼、镁资源开发将进一步提高资源综合利用效益。

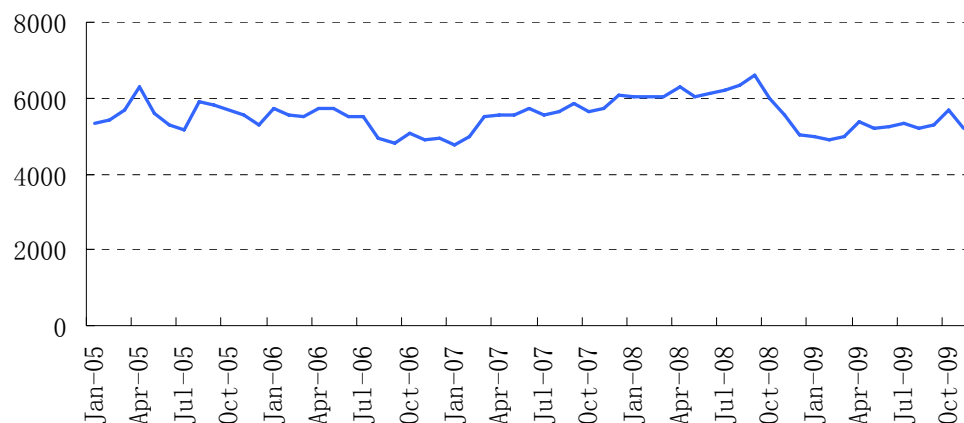
硼酸广泛地用于玻璃、冶金、医药、陶瓷、肥料、纺织、制革、油漆、颜料等工业部门。世界上大部分硼资源分布在西半球，我国硼矿探明储量约 5000 万吨，量少、品位低、杂质含量高，进口量一直呈上升趋势，2008 年进口 20.58 万吨。

图 08：硼酸进出口 万吨



资料来源：国元证券研究中心

图 09：硼酸价格



资料来源：国元证券研究中心

轻质氧化镁在化工领域应用较为广泛，主要用于橡胶的促进剂和填充剂、医药、肥料、高级绝热材料及食品、饲料添加剂、镁基润滑油和锅炉添加剂、水处理剂等。

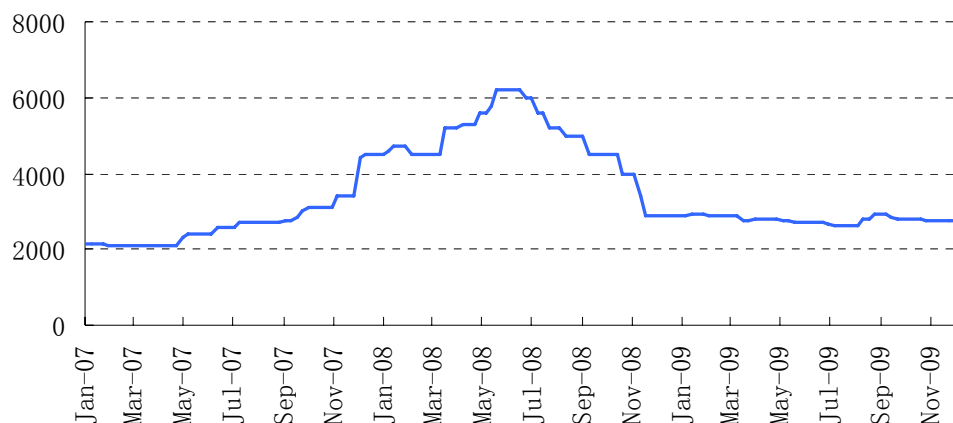
氢氧化镁在工业上主要有两方面的用途，其一用作含酸废气、废水处理、含重金属及有机物废液处理等的中和剂；其二用于高聚物填料，起到阻燃作用。

高纯镁砂具有良好的高温抗折强度、抗渣性能和抗腐蚀性能，主要用于冶金行业耐火材料的生产。广泛用于炼钢炉等的炉衬耐火材料，可显著提高炉衬的使用寿命，另外，应用于耐火砖、耐火（钳）锅等方面。工业锅炉（窑炉）改造工程属十大节能工程之一，

未来需求受益节能环保标准提高。

全世界钢铁行业每年消耗的各种规格的镁砂多达数千万吨。我国是钢铁生产大国，钢铁产量世界排名第一，2004 年我国钢铁产量已超过 2 亿吨，2005 达到 3 亿吨，故镁砂消耗量非常大，估计 700—800 万吨/年。目前国内镁砂企业几乎全部以菱镁矿为原料，其产品氧化镁含量大多在 95%左右，应用范围受到很大限制，每年需从国外进口大量的高纯镁砂。随着炼钢工业的发展，对镁砂的质量要求越来越高，特别是对 MgO 含量大于 99%的高纯镁砂需求量越来越大。

图 10：全球 MB 自由市场金属镁价格 美元/吨



资料来源：国元证券研究中心

公司原计划认股权证行权募集资金拟全部用于青海盐湖资源综合开发项目，重点进行西台吉乃尔盐湖周边盐湖资源综合开发和西台吉乃尔盐湖镁资源开发。西台吉乃尔盐湖周边盐湖资源综合开发项目建设规模为年产 70 万吨硫酸钾镁肥、3.5 万吨硼酸、2 万吨碳酸锂。西台吉乃尔盐湖镁资源开发项目建设规模为年产轻质氧化镁 5 万吨、氢氧化镁 10 万吨、高纯镁砂 5 万吨。由于公司认股权证实际行权募集资金仅为 1.39 亿元，项目实际进程将被延迟，镁资源开发将成为公司未来新的利润增长点。

第3部分 有线电视业务稳步增长

公司目前总计参股投资了 7 个省 18 个市的有线网络，覆盖的入网用户数已超过 1760 万户，数字电视用户约 780 万户。

表 06：有线电视业务盈利情况

	2004	2005	2006	2007	2008	1H2009
用户数 万	500	570	640	750	880	1760
数字用户		16	90	170	400	780
收入 亿	6.34	8.25	10.35	13.78	17.49	13.33
权益利润	0.73	0.79	0.78	0.96	1.18	0.87

资料来源：国元证券研究中心

全国有线电视用户每年增长超过 1000 万户，有线电视入户率指标来看，上海、北京、广东、江浙等发达地区在有线电视用户总量以及入户率上在国内处于领先水平，例如浙江省乡镇和行政村的有线电视联网率分别达到 99.5%和 95%以上。

表 07：全国有线电视发展情况

	2004	2005	2006	2007
用户数 万户	11605	12872	13995	15325
入户率	33%	35%	37%	40%

资料来源：广电总局、国元证券研究中心

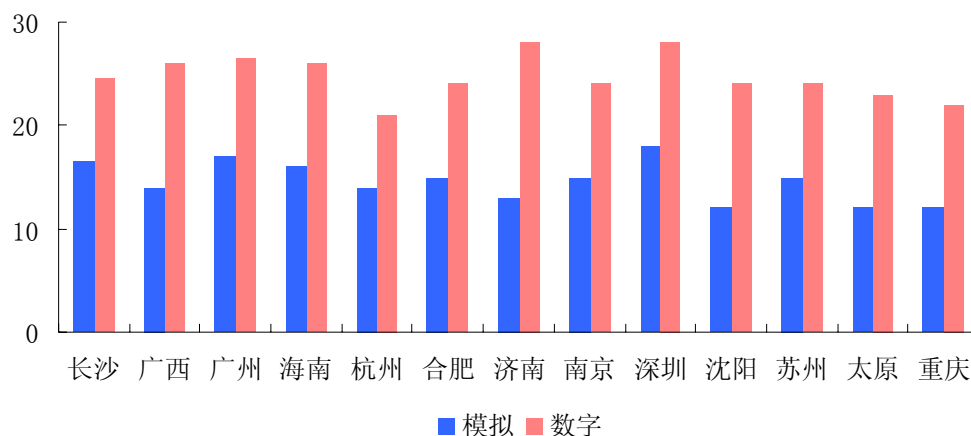
数字化转化提高盈利能力，目前数字用户每月基本收视费要高 10 元左右，截止今年 9 月，全国数字电视转换率已达到 36.4%。2004 年，美国卫星、有线、无线数字电视用户已超过家庭总用户的 50%，地面数字电视覆盖率超过 99%；英国的数字电视用户已超过 50%。《广播影视科技“十五”计划和 2010 年远景规划》明确提出：2010 年全面实现数字广播电视，2015 年停止模拟广播电视的播出。

表 08：各国停止模拟信号播出时间表

中国	日本	韩国	英国	德国	美国
2015	2012	2010	2010	2010	2006

资料来源：国元证券研究中心

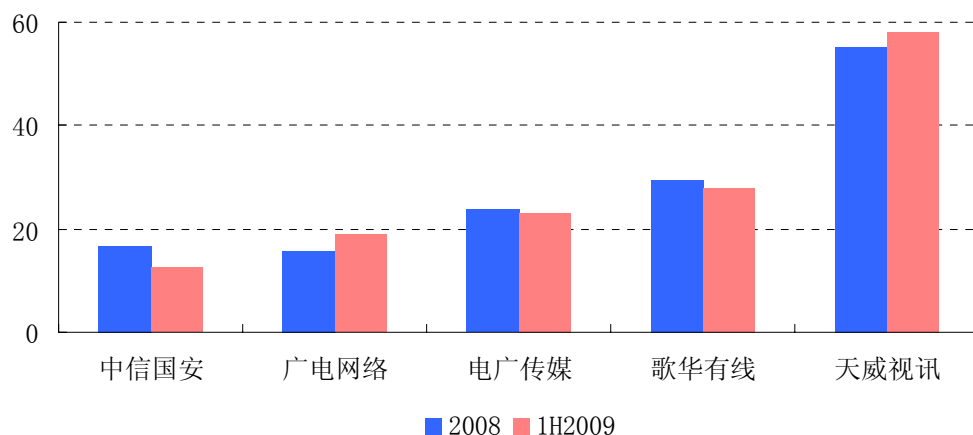
图 11：各地数字电视基本收视费提价前后比较



资料来源：国元证券研究中心

目前全国各地有线电视网络运营商的主要业务仍是有线电视接入服务，主要收入来源是基本收视维护费。有线电视进行数字化转换后，有线电视网络运营商开展扩展业务与增值业务，业务提供能力大大跃升，数字电视业务类型不断增多。有线电视网络的双向化，使有线电视运营商具备了提供交互业务的能力，宽带因特网接入、VOD、交互游戏、语音等新业务将不断提升有线电视网络运营能力，提高用户 ARPU 值。

图 12：上市公司 ARPU



资料来源：国元证券研究中心

《文化产业振兴规划》推进有线电视网络整合，鼓励通过并购、重组等方式，进行广电网络的区域整合和跨地区经营。《关于加快广播电视有线网络发展的若干意见》确保 2010 年底前各省基本完成整合。支持国有资本参与有线网络建设和数字化改造，大力培育实力雄厚、影响力大、核心竞争力强的大型有线网络运营企业。鼓励和支持有实力的省级有线网络公司跨省联合重组。到 2010 年，直辖市和东、中部地区地市以上城市要实现有线电视数字化，东、中部地区县级城市和西部地区大部分县级以上城市要基本完成有线电视数字化；到 2015 年，所有县级以上城市要基本完成有线电视数字化。加快有线网络向下一代广播电视网的演进，2010 年底，全国大中城市城区有线网络的平均双向用户覆盖率要达到 60%以上；2011 年底，大中城市城区平均双向用户覆盖率要达到 95%以上，其它城市平均双向用户覆盖率达到 50%以上；2012 年底，全国城市有线网络平均双向用户覆盖率要力争达到 80%以上。

上半年公司控股子公司中信国安通信有限公司对原持有的南京、武进等有线电视项目重组带来收益 3.76 亿元。2008 年公司参股投资的有限电视网络所在 7 个省的总户数占全国总户数的 39.9%，未来有线电视网络整合空间巨大。公司参股的有线电视网络项目均处在东、中部地区，2010 年前基本完成有线电视数字化，数字化大规模转换将加快，公司 ARPU 将得到大幅度提高。

表 09：江苏省外公司参股的有线电视网络

省份	网络个数	被投资单位名称
山东	1	威海广电宽带网络有限公司
安徽	1	合肥有线电视宽带网络有限公司
河南	1	河南周口国安广电信息网络有限公司
湖北	2	武汉广电网络有限公司
		荆州市视信网络有限公司
河北	4	沧州市广播电视信息网络有限责任公司
		秦皇岛渤海在线信息网络有限责任公司
		唐山有线电视综合信息网络有限责任公司

		承德市信广联有线电视宽带综合信息网络有限责任公司
湖南	5	岳阳市有线电视宽带网络有限公司
		浏阳国安广电宽带网络有限责任公司
		湘潭国安广播电视信息网络有限公司
		长沙国安广播电视宽带网络有限公司
		益阳国安广播电视宽带网络有限责任公司

资料来源：国元证券研究中心

第 4 部分 盈利预测与投资建议

盈利预测相关假设

盐湖开发业务，碳酸锂进入连续稳定化生产阶段，预计明年碳酸锂产量达 10000 吨，其中电池级达到 5000 吨，11 年碳酸锂产量进一步提高到 2 万吨，电池级达到 1 万吨，平均售价 4.5 万元/吨。不考虑公司钾肥产能扩大以及与乌兹别克斯坦合作项目对公司盈利的贡献，不考虑硼镁项目。

有线电视业务，江苏网络整合带来用户大量增加，上半年权益用户增长 40%左右，权益利润增长约 35%，未来网络区域整合以及数字转换将加快，预计公司未来几年网络保持 30%的增速。

假设公司其他业务保持稳定

表 10：盈利预测假设

		2007	2008	2009E	2010E	2011E
信息及服务	营业收入	816	816	712	770	830
	营业成本	603	625	498	539	581
产品销售	营业收入	652	1028	1285	1829	2327
	营业成本	389	562	681	861	997
地产及物业	营业收入	265	69	120	130	143
	营业成本	143	42	41	44	49
合计	营业收入	1733	1913	2117	2729	3300
	营业成本	1136	1229	1220	1444	1627
	毛利率	34.5%	35.8%	42.4%	47.1%	50.7%

资料来源：国元证券研究中心

预计公司 2009、2010、2011 年每股收益分别为 0.54、0.40、0.57 元。公司三大独占性

资源：锂资源、钾肥资源和有线电视资源业务均具有长期的投资价值，考虑到公司未来钾肥产能扩张，参与乌兹别克斯坦钾肥项目，新能源产业对锂产品需求大幅增加以及盐湖资源综合利用镁项目等，公司未来业绩值得期待，给与公司推荐投资评级。

表 11：相关行业估值 PE 水平

	2009E	2010E	2011E
有线电视			
天威视讯	61	50	30
歌华有线	40	35	29
广电网络	37	28	26
电广传媒	91	55	45
平均	57	42	33
新能源			
杉杉股份	65	42	
江苏国泰	40	32	25
平均	53	37	
钾肥			
盐湖钾肥	30	20	19
冠农股份	492	26	16
平均	261	23	18

资料来源：E 财讯、国元证券研究中心

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3961	4386	5551	6664	营业收入	1905	2117	2729	3300
现金	2151	2380	3060	3741	营业成本	1221	1220	1444	1627
应收账款	449	572	737	891	营业税金及附加	64	74	96	116
其他应收款	373	476	614	743	营业费用	160	148	191	231
预付账款	265	293	347	390	管理费用	184	212	273	330
存货	686	610	722	814	财务费用	175	148	167	184
其他流动资产	39	55	71	86	资产减值损失	33	0	0	0
非流动资产	6441	7398	7371	7410	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2493	3402	3402	3402	投资净收益	285	678	225	293
固定资产	1365	2277	2745	3003	营业利润	354	993	783	1106
无形资产	108	108	108	108	营业外收入	41	59	0	0
其他非流动资产	2475	1610	1116	897	营业外支出	6	1	0	0
资产总计	10402	11784	12922	14074	利润总额	389	1051	783	1106
流动负债	2311	2919	3677	4133	所得税	38	210	157	221
短期借款	1688	2017	2613	2928	净利润	350	840	627	885
应付账款	308	506	599	675	少数股东损益	-5	2	2	2
其他流动负债	315	396	465	530	归属母公司净利润	356	838	630	884
非流动负债	2798	2887	2887	2887	EBITDA	604	1247	1103	1472
长期借款	1301	1301	1301	1301	EPS (元)	0.23	0.54	0.40	0.57
其他非流动负债	1497	1586	1586	1586					
负债合计	5109	5806	6564	7020	主要财务比率				
少数股东权益	160	162	164	166	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	1560	1560	1560	1560	成长能力				
资本公积	1818	1818	1818	1818	营业收入	10.4%	11.1%	28.9%	20.9%
留存收益	1755	2437	2816	3511	营业利润	10.5%	180.7%	-21.1%	41.2%
归属母公司股东权益	5133	5815	6194	6889	归属于母公司净利润	9.4%	135.6%	-24.9%	40.4%
负债和股东权益	10402	11784	12922	14074	获利能力				
					毛利率(%)	35.9%	42.4%	47.1%	50.7%
					净利率(%)	18.7%	39.6%	23.1%	26.8%
					ROE(%)	6.9%	14.4%	10.2%	12.8%
					ROIC(%)	9.9%	19.0%	14.8%	18.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	49.1%	49.3%	50.8%	49.9%
					净负债比率(%)	58.51%	57.15%	59.62%	60.24%
					流动比率	1.71	1.50	1.51	1.61
					速动比率	1.42	1.29	1.31	1.42
					营运能力				
					总资产周转率	0.18	0.19	0.22	0.24
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	3.33	3.00	2.61	2.55
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.23	0.54	0.40	0.57

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	218	551	404	667
净利润	350	840	627	885
折旧摊销	76	106	152	182
财务费用	175	148	167	184
投资损失	-285	-678	-225	-293
营运资金变动	-116	44	-356	-324
其他经营现金流	18	90	38	33
投资活动现金流	47	-384	99	71
资本支出	360	141	181	222
长期投资	150	921	-56	0
其他投资现金流	557	678	225	293
筹资活动现金流	150	62	177	-58

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn