



**CICC**  
中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

## 业绩回顾

2010年2月8日

传媒

研究部

分析员：金宇 jinyu@cicc.com.cn

中性

联系人：钟文明 zhongwm@cicc.com.cn

杨磊 yanglei3@cicc.com.cn

中信国安(000839.CH)

### 09年业绩符合预期，投资收益为贡献主体

#### 主要财务信息

| (百万元)      | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入     | 1,726 | 1,905 | 1,968 | 2,238 | 2,522 |
| (+/-)      |       | 10%   | 3%    | 14%   | 13%   |
| 主营业务利润     | 548   | 620   | 538   | 590   | 680   |
| (+/-)      |       | 13%   | -13%  | 10%   | 15%   |
| 营业利润       | 320   | 354   | 687   | 332   | 409   |
| (+/-)      |       | 10%   | 94%   | -52%  | 23%   |
| 净利润        | 325   | 356   | 612   | 332   | 396   |
| (+/-)      | -26%  | 9%    | 72%   | -46%  | 19%   |
| 每股盈利(元)    | 0.21  | 0.23  | 0.39  | 0.21  | 0.25  |
| 市盈率        | 67.4  | 61.3  | 35.8  | 66.0  | 55.4  |
| 市净率        | 4.45  | 4.25  | 3.81  | 3.69  | 3.55  |
| EV/EBITDA  | 74.0  | 69.8  | 67.8  | 63.9  | 56.2  |
| 净资产收益率     | 7.1%  | 8.9%  | 11.1% | 5.7%  | 6.5%  |
| 每股经营现金流(元) | 0.22  | 0.14  | 0.24  | 0.13  | 0.17  |

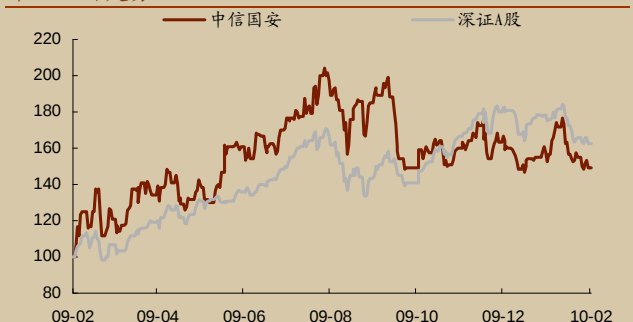
#### 股票信息

| A股          |                  |
|-------------|------------------|
| 当前股价        | 人民币13.98         |
| 股票代码        | 000839.CH        |
| 日成交量(百万股)   | 19               |
| 52周最高价/最低价  | 人民币19.4/9.5      |
| 总市值(百万元)    | 21,920           |
| 发行股数(百万股)   | 1568             |
| 其中：流通股(百万股) | 1567             |
| 主要股东(持股比例)  | 中信国安有限公司(41.42%) |

#### 最近估值走势

| %           | 一周    | 一月    | 三月    | 年初至今  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| [000839.CH] | -3.92 | -5.73 | -7.05 | -4.05 |
| [深证A股指数]    | -2.06 | -8.83 | -2.45 | -8.68 |
| [中金传媒指数]    | -2.88 | +0.50 | +7.04 | +4.18 |

#### 最近股价走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

#### 2010年业绩符合预期：

公司09年实现收入19.7亿元，同比增长3.3%；实现净利润6.1亿元，折合每股收益0.39元，同比增长71.9%。如果扣除江苏省有线网一次性评估增值对净利润增厚的影响(3.4亿元)，09年业绩同比下滑24%，业绩下滑的主要原因为钾肥价格回落和折旧增加。由于公司已经发布过业绩预告，故符合市场预期。

#### 正面：

- **有线网络投资收益颇丰。**截至报告期末，公司参与投资的有线网络用户数超过2000万，数字电视用户数超过1000万。除了09年江苏省网改制评估增值收益外，有线网络覆盖用户数和盈利能力均有所提升，导致公司权益利润达到1.84亿元，同比增长55.93%。

#### 负面：

- **钾肥价格大幅回落。**09年钾肥价格下降幅度较大，虽然公司加强了相关产品的生产和销售，但盈利能力仍然出现下滑。青海国安实现收入6.87亿元，同比增长33.66%，实现净利润2.06亿元，同比下滑19.3%。
- **折旧成本上升。**本报告期，公司新增在建工程转固17亿元左右，导致本年折旧支出达到1.1亿元，同比增长79%。公司毛利率也因此下降3.9个点，仅录得32.1%。
- **房地产和盟固利业务亏损。**09年度，大通房地产亏损4800万，恒通科技（盟固利公司）亏损1500万。

#### 发展趋势：

(1) 预计钾肥价格难以大幅回升和折旧压力上升对公司的影响，在2010年将继续存在。(2) 认股权证行权募集资金的不足，恐将影响公司盐湖后续开发和资源整合的进程。

#### 估值与建议：

考虑钾肥价格难以大幅回升和公司折旧上升因素的影响，我们下调10-11年EPS至0.21元和0.25元，下调幅度分别为10%和12%，当前股价对应2010年PE为66x，估值水平处于板块的高端，维持中性评级。

图表 1：利润表和现金流量表指标季度变化

| 单位(百万)         | 1Q08   | 2Q08   | 3Q08   | 4Q08    | 1Q09   | 2Q09   | 3Q09   | 4Q09    | QoQ     | YoY      | 2008     | 2009     | YoY     |
|----------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|----------|----------|----------|---------|
| <b>利润表指标</b>   |        |        |        |         |        |        |        |         |         |          |          |          |         |
| 一、营业收入         | 354.8  | 448.9  | 469.2  | 632.3   | 341.9  | 614.6  | 433.6  | 578.2   | 33.4%   | -8.6%    | 1905.1   | 1968.3   | 3.3%    |
| 减：营业成本         | 227.3  | 275.9  | 308.6  | 409.2   | 204.5  | 316.3  | 313.3  | 503.3   | 60.6%   | 23.0%    | 1221.0   | 1337.4   | 9.5%    |
| 减：营业税费         | 7.2    | 10.2   | 7.0    | 39.8    | 9.0    | 31.8   | 8.1    | 44.2    | 447.4%  | 11.0%    | 64.2     | 93.0     | 44.9%   |
| 主营业务利润         | 120.3  | 162.8  | 153.6  | 183.3   | 128.4  | 266.5  | 112.2  | 30.8    | -72.6%  | -83.2%   | 619.9    | 537.9    | -13.2%  |
| 加：三项费用         | 113.4  | 128.2  | 125.1  | 152.1   | 124.7  | 140.0  | 140.7  | 94.2    | -33.0%  | -38.1%   | 518.8    | 499.7    | -3.7%   |
| 减：销售费用         | 35.2   | 40.1   | 36.4   | 48.7    | 30.5   | 38.6   | 30.2   | 13.2    | -56.1%  | -72.8%   | 160.4    | 112.5    | -29.9%  |
| 减：管理费用         | 42.2   | 42.4   | 41.9   | 57.2    | 50.4   | 56.4   | 48.3   | 29.1    | -39.8%  | -49.2%   | 183.6    | 184.2    | 0.3%    |
| 减：财务费用         | 36.0   | 45.8   | 46.8   | 46.3    | 43.8   | 45.0   | 62.3   | 51.9    | -16.6%  | 12.2%    | 174.8    | 203.0    | 16.1%   |
| 经营性利润          | 6.9    | 34.5   | 28.5   | 31.1    | 3.7    | 126.5  | -28.5  | -63.5   | 123.0%  | -303.9%  | 101.1    | 38.2     | -62.2%  |
| 减：资产减值损失       | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 32.5    | 0.0    | 0.0    | 0.3    | 6.7     | 2403.6% | -79.3%   | 32.5     | 7.0      | -78.5%  |
| 加：投资净收益        | 43.4   | 57.6   | 30.7   | 153.6   | 42.7   | 516.2  | 32.5   | 64.2    | 97.7%   | -58.2%   | 285.3    | 655.7    | 129.8%  |
| 二、营业利润         | 50.3   | 92.2   | 59.3   | 152.1   | 46.4   | 642.7  | 3.7    | -6.0    | -259.9% | -103.9%  | 353.9    | 686.9    | 94.1%   |
| 加：营业外收入        | 10.5   | 1.6    | 28.7   | 0.2     | 27.5   | 7.2    | 9.4    | 23.3    | 147.9%  | 12160.6% | 41.0     | 67.4     | 64.4%   |
| 减：营业外支出        | 0.2    | 1.1    | 0.7    | 4.2     | 0.2    | 0.0    | 0.8    | 0.2     | -72.0%  | -94.7%   | 6.2      | 1.2      | -80.3%  |
| 三、利润总额         | 60.6   | 92.6   | 87.3   | 148.2   | 73.7   | 649.9  | 12.4   | 17.1    | 38.3%   | -88.5%   | 388.6    | 753.0    | 93.8%   |
| 减：所得税          | 3.0    | 19.1   | 14.5   | 1.6     | 9.1    | 126.0  | 7.8    | -8.1    | -202.8% | -592.8%  | 38.2     | 134.9    | 253.3%  |
| 四、净利润(含少数股东损益) | 57.6   | 73.5   | 72.8   | 146.5   | 64.7   | 523.9  | 4.5    | 25.1    | 457.1%  | -82.8%   | 350.4    | 618.2    | 76.4%   |
| 减：少数股东损益       | -2.0   | -4.3   | -0.6   | 1.5     | -1.7   | 2.3    | 1.0    | 4.8     | 403.2%  | 225.9%   | -5.4     | 6.4      | -217.9% |
| 净利润(不含少数股东损益)  | 59.6   | 77.8   | 73.4   | 145.1   | 66.4   | 521.5  | 3.6    | 20.3    | 471.6%  | -86.0%   | 355.9    | 611.8    | 71.9%   |
| 五、每股收益：        | 0.04   | 0.05   | 0.05   | 0.09    | 0.04   | 0.33   | 0.00   | 0.01    | 471.6%  | -86.0%   | 0.23     | 0.39     | 71.9%   |
| <b>盈利比率指标</b>  |        |        |        |         |        |        |        |         |         |          |          |          |         |
| 毛利率            | 35.9%  | 38.5%  | 34.2%  | 35.3%   | 40.2%  | 48.5%  | 27.7%  | 13.0%   | -14.8%  | -22.3%   | 35.9%    | 32.1%    | -3.9%   |
| 三费率            | 32.0%  | 28.6%  | 26.7%  | 24.1%   | 36.5%  | 22.8%  | 32.4%  | 16.3%   | -16.2%  | -7.8%    | 27.2%    | 25.4%    | -1.8%   |
| 销售费用率          | 9.9%   | 8.9%   | 7.8%   | 7.7%    | 8.9%   | 6.3%   | 7.0%   | 2.3%    | -4.7%   | -5.4%    | 8.4%     | 5.7%     | -2.7%   |
| 管理费用率          | 11.9%  | 9.4%   | 8.9%   | 9.0%    | 14.8%  | 9.2%   | 11.1%  | 5.0%    | -6.1%   | -4.0%    | 9.6%     | 9.4%     | -0.3%   |
| 财务费用率          | 10.1%  | 10.2%  | 10.0%  | 7.3%    | 12.8%  | 7.3%   | 14.4%  | 9.0%    | -5.4%   | 1.7%     | 9.2%     | 10.3%    | 1.1%    |
| 经营性利润率         | 1.9%   | 7.7%   | 6.1%   | 4.9%    | 1.1%   | 20.6%  | -6.6%  | -11.0%  | -4.4%   | -15.9%   | 5.3%     | 1.9%     | -3.4%   |
| 营业利润率          | 14.2%  | 20.5%  | 12.6%  | 24.1%   | 13.6%  | 104.6% | 0.9%   | -1.0%   | -1.9%   | -25.1%   | 18.6%    | 34.9%    | 16.3%   |
| 净利润率           | 16.8%  | 17.3%  | 15.6%  | 22.9%   | 19.4%  | 84.9%  | 0.8%   | 3.5%    | 2.7%    | -19.4%   | 18.7%    | 31.1%    | 12.4%   |
| 有效税率           | 4.9%   | 20.6%  | 16.6%  | 1.1%    | 12.3%  | 19.4%  | 63.5%  | -47.2%  | -110.7% | -48.3%   | 9.8%     | 17.9%    | 8.1%    |
| <b>现金流量指标</b>  |        |        |        |         |        |        |        |         |         |          |          |          |         |
| 经营性现金流         | -173.1 | 142.5  | 153.5  | 94.8    | -178.7 | 346.8  | -268.2 | 477.9   | -278.2% | 404.4%   | 217.7    | 377.8    | 73.5%   |
| 每股经营性现金流       | -0.1   | 0.1    | 0.1    | 0.1     | -0.1   | 0.2    | -0.2   | 0.3     | -278.2% | 404.4%   | 0.1      | 0.2      | 73.5%   |
| 工资支出           | -53.2  | -39.5  | -47.7  | -81.4   | -65.9  | -46.3  | -72.9  | -71.3   | -2.3%   | -12.4%   | -221.7   | -256.4   | 15.6%   |
| 投资性现金流         | -96.9  | -263.0 | -4.3   | 411.5   | 113.4  | -153.1 | -56.7  | -75.4   | 33.0%   | -118.3%  | 47.3     | -171.9   | -463.3% |
| 资本支出           | -99.2  | -93.4  | -59.7  | -107.7  | -56.7  | 54.8   | -104.1 | -92.2   | -11.4%  | -14.4%   | -360.0   | -198.3   | -44.9%  |
| 融资性现金流         | 230.6  | 254.1  | 206.7  | -541.6  | 252.0  | -257.6 | -143.3 | -489.9  | 241.7%  | -9.5%    | 149.9    | -638.8   | -526.3% |
| 银行借款           | 642.0  | 575.6  | 620.6  | 1386.0  | 990.0  | 410.0  | 295.0  | 630.0   | 113.6%  | -54.5%   | 3,224.2  | 2,325.0  | -27.9%  |
| 偿还借款           | -390.0 | -159.2 | -315.0 | -1875.1 | -683.1 | -460.1 | -509.3 | -1090.1 | 114.0%  | -41.9%   | -2,739.4 | -2,742.5 | 0.1%    |
| 汇率变动的影响        | 0.0    | -2.2   | -0.3   | -0.1    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0     | 20.6%   | -89.1%   | -2.6     | -0.0     | -98.9%  |
| 合计现金流量         | -39.4  | 131.4  | 355.7  | -35.4   | 186.6  | -64.0  | -468.3 | -87.4   | -81.3%  | 146.6%   | 412.3    | -433.0   | -205.0% |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 资产负债表指标季度变化

| 单位(百万)          | 2008   | 1Q09   | 2Q09   | 3Q09   | 4Q09   | QoQ    | YoY    |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>资产负债指标</b>   |        |        |        |        |        |        |        |
| 货币资金            | 2,151  | 2,338  | 2,274  | 1,805  | 1733   | -4.0%  | -19.4% |
| 交易性金融资产         | -      | -      | -      | 0      | 0      | 113.9% | nm     |
| 应收票据            | 39     | 18     | 32     | 36     | 109    | 200.3% | 184.4% |
| 应收账款            | 449    | 531    | 528    | 541    | 441    | -18.5% | -1.7%  |
| 预付款项            | 265    | 181    | 224    | 199    | 103    | -48.5% | -61.2% |
| 其他应收款           | 373    | 377    | 365    | 352    | 87     | -75.1% | -76.5% |
| 存货              | 686    | 721    | 758    | 882    | 852    | -3.4%  | 24.2%  |
| 流动资产合计          | 3,961  | 4,165  | 4,180  | 3,816  | 3326   | -12.8% | -16.0% |
| 可供出售金融资产        | 40     | 57     | 63     | 56     | 71     | 27.0%  | 76.8%  |
| 长期股权投资          | 2,493  | 2,756  | 3,403  | 3,402  | 3457   | 1.6%   | 38.7%  |
| 投资性房地产          | 130    | 129    | 128    | 127    | 126    | -0.8%  | -3.2%  |
| 固定资产            | 1,365  | 1,352  | 2,423  | 2,376  | 2999   | 26.2%  | 119.7% |
| 在建工程            | 1,755  | 1,751  | 965    | 1,054  | 524    | -50.3% | -70.1% |
| 非流动资产合计         | 6,441  | 6,600  | 7,281  | 7,369  | 7492   | 1.7%   | 16.3%  |
| 资产合计            | 10,402 | 10,766 | 11,461 | 11,186 | 10818  | -3.3%  | 4.0%   |
| 短期借款            | 1,688  | 2,000  | 1,960  | 1,750  | 1290   | -26.3% | -23.6% |
| 应付账款            | 308    | 255    | 335    | 346    | 428    | 23.7%  | 39.1%  |
| 一年内到期的非流动负债     | -      | -      | -      | -      | 0      | nm     | nm     |
| 流动负债合计          | 2,311  | 2,581  | 2,816  | 2,413  | 1988   | -17.6% | -14.0% |
| 长期借款            | 1,301  | 1,301  | 1,301  | 1,301  | 1301   | 0.0%   | 0.0%   |
| 应付债券            | 1,414  | 1,432  | 1,451  | 1,450  | 1470   | 1.4%   | 4.0%   |
| 非流动负债合计         | 2,798  | 2,812  | 2,899  | 2,889  | 2906   | 0.6%   | 3.9%   |
| 负债合计            | 5,109  | 5,393  | 5,715  | 5,302  | 4894   | -7.7%  | -4.2%  |
| 归属于母公司所有者权益     | 5,133  | 5,214  | 5,586  | 5,723  | 5758   | 0.6%   | 12.2%  |
| <b>资产负债比率指标</b> |        |        |        |        |        |        |        |
| 现金资产比率          | 20.7%  | 21.7%  | 19.8%  | 16.1%  | 16.0%  | -0.1%  | -4.7%  |
| 固定资产比率          | 13.1%  | 12.6%  | 21.1%  | 21.2%  | 21.2%  | 0.0%   | 8.1%   |
| 有息负债            | 4402.6 | 4733.3 | 4712.1 | 4500.9 | 4060.7 | -9.8%  | -7.8%  |
| 每股净资产           | 3.3    | 3.3    | 3.6    | 3.6    | 3.7    | 0.6%   | 12.2%  |
| 全面摊薄ROE         | 6.9%   | 1.3%   | 9.3%   | 0.1%   | 0.4%   | 0.3%   | -6.6%  |

资料来源: 资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 3: 主要盈利预测调整

|       | 2010E |       |        | 2011E |       |        |
|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
|       | 调整前   | 调整后   | 调整幅度   | 调整前   | 调整后   | 调整幅度   |
| 营业收入  | 2185  | 2238  | 2.4%   | 2463  | 2522  | 2.4%   |
| 毛利率   | 37.7% | 31.1% | -6.6%  | 38.2% | 31.7% | -6.5%  |
| 三项费用率 | 26.4% | 23.2% | -3.3%  | 24.2% | 21.4% | -2.8%  |
| 投资收益  | 220.0 | 260.0 | 18.2%  | 220.0 | 270.0 | 22.7%  |
| 净利润   | 370   | 332   | -10.3% | 447   | 396   | -11.6% |
| 每股收益  | 0.24  | 0.21  | -10.3% | 0.29  | 0.25  | -11.6% |

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4：主要子公司盈利对比

| 人民币 百万         | 注册资本  | 2008  |             |               | 2009  |             |               | 同比 %   |             |               |
|----------------|-------|-------|-------------|---------------|-------|-------------|---------------|--------|-------------|---------------|
|                |       | 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 | 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 | 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 | 800   | 3,663 | 1,333       | 256           | 4,006 | 1,545       | 206           | 9.4%   | 15.9%       | -19.3%        |
| 中信国安通信有限公司     | 1,410 | 1,853 | 1,700       | 164           | 2,423 | 1,997       | 419           | 30.8%  | 17.5%       | 154.9%        |
| 中信国安信息科技有限公司   | 151   | 406   | 252         | 19            | 479   | 284         | 48            | 18.1%  | 12.6%       | 154.9%        |
| 中信国安恒通科技开发有限公司 | 133   | 410   | 173         | 13            | 330   | 161         | -15           | -19.4% | -7.3%       | -215.2%       |
| 北京鸿联九五信息产业有限公司 | 60    | 248   | 148         | -27           | 228   | 154         | 6             | -8.1%  | 4.0%        | -122.1%       |
| 大通房地产开发有限公司    | 90    | 1,256 | 151         | -56           | 900   | 104         | -48           | -28.3% | -31.5%      | -14.9%        |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5：公司主要历史和预测财务数据 (2007A-2011E)

| 人民币 (百万) |             | Y2007  | Y2008A | Y2009E | Y2010E | Y2011E |
|----------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入   | 总计          | 1,726  | 1,905  | 1,968  | 2,238  | 2,522  |
|          | 房地产开发及物业管理  | 265    | 69     | 123    | 130    | 136    |
|          | 信息及服务       | 816    | 816    | 816    | 898    | 987    |
|          | 产品销售        | 652    | 1,028  | 1,029  | 1,211  | 1,399  |
|          | 高新材料        | 332    | 514    | 342    | 376    | 414    |
|          | 青海国安        | 320    | 514    | 687    | 834    | 985    |
| 年同比增长    | 总计          | -5.2%  | 10.4%  | 3.3%   | 13.7%  | 12.7%  |
|          | 房地产开发及物业管理  | -7.4%  | -74.1% | 79.9%  | 5.0%   | 5.0%   |
|          | 信息及服务       | -37.7% | 0.1%   | 0.0%   | 10.0%  | 10.0%  |
|          | 产品销售        | 122.6% | 57.6%  | 0.1%   | 17.6%  | 15.5%  |
| 毛利率      | 总计          | 35%    | 36%    | 32%    | 31%    | 32%    |
|          | 房地产开发及物业管理  | 46%    | 39%    | 54%    | 54%    | 54%    |
|          | 信息及服务       | 26%    | 23%    | 17%    | 17%    | 17%    |
|          | 产品销售        | 40%    | 45%    | 41%    | 39%    | 40%    |
| 运营指标     | 三项费用        | -435   | -519   | -500   | -518   | -540   |
|          | 主营业务占比      | 25%    | 27%    | 25%    | 23%    | 21%    |
|          | 经营费用        | -133   | -160   | -113   | -128   | -144   |
|          | 主营业务占比      | 7.7%   | 8.4%   | 5.7%   | 5.7%   | 5.7%   |
|          | 管理费用        | -153   | -184   | -184   | -204   | -227   |
|          | 主营业务占比      | 8.8%   | 9.6%   | 9.4%   | 9.1%   | 9.0%   |
|          | 财务费用        | -150   | -175   | -203   | -186   | -170   |
|          | 主营业务占比      | 8.7%   | 9.2%   | 10.3%  | 8.3%   | 6.7%   |
| 其他指标     | 营业利润        | 320    | 354    | 687    | 332    | 409    |
|          | 营业利润率       | 18.6%  | 18.6%  | 34.9%  | 14.8%  | 16.2%  |
|          | 投资收益        | 225.0  | 285.3  | 655.7  | 260.0  | 270.0  |
|          | 所得税         | -35    | -38    | -135   | -60    | -71    |
| 净利指标     | 有效税率        | 10.1%  | 9.8%   | 17.9%  | 15.0%  | 15.0%  |
|          | 少数股东权益      | 3      | 5      | -6     | -7     | -9     |
|          | 净利润         | 325.3  | 355.9  | 611.8  | 331.9  | 395.5  |
|          | 净利率         | 18.8%  | 18.7%  | 31.1%  | 14.8%  | 15.7%  |
| 资产负债指标   | 每股盈利        | 0.21   | 0.23   | 0.39   | 0.21   | 0.25   |
|          | 年同比增长       | -66.5% | 10.0%  | 71.0%  | -45.7% | 19.2%  |
|          | 现金          | 1,739  | 2,151  | 1,733  | 1,286  | 512    |
|          | 应收帐款        | 345    | 449    | 441    | 441    | 498    |
|          | 存货          | 612    | 686    | 852    | 983    | 1,098  |
|          | 长期投资        | 2,579  | 2,493  | 3,582  | 3,187  | 3,197  |
| 现金流指标    | 短期债务        | 1,175  | 1,688  | 1,290  | 892    | 494    |
|          | 长期债务        | 2,679  | 2,715  | 2,771  | 2,827  | 2,883  |
|          | 经营现金流       | 1      | 218    | 378    | 115    | 166    |
|          | 资本开支        | 612    | -360   | -198   | -532   | -532   |
| 债务指标     | 付息债务(短期+长期) | 3,854  | 4,403  | 4,061  | 3,719  | 3,377  |
|          | 净债务/股东权益    | 44.0%  | 44.8%  | 40.4%  | 41.0%  | 46.4%  |

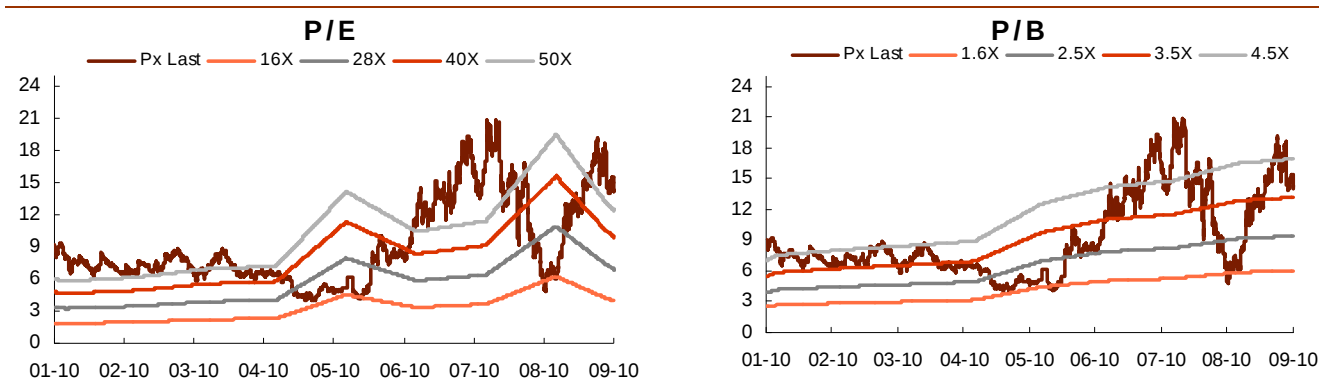
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 6: 可比公司估值

| 公司列表           | 股价货币 | 股价<br>(2010-2-7) | 总市值<br>(百万元) | 投资建议 | 09E         | P/E<br>10E  | 11E         | 09E        | P/B<br>10E | 11E        | 09E         | EV/EBITDA<br>10E | 11E         |
|----------------|------|------------------|--------------|------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|------------------|-------------|
| <b>中金研究-A股</b> |      |                  |              |      |             |             |             |            |            |            |             |                  |             |
| <b>有线网络</b>    |      |                  |              |      |             |             |             |            |            |            |             |                  |             |
| 歌华有线           | CNY  | 14.18            | 15,035       | 审慎推荐 | 45.6        | 45.4        | 40.5        | 3.2        | 3.1        | 3.0        | 17.7        | 16.3             | 13.5        |
| 天威视讯           | CNY  | 21.8             | 5,821        | 审慎推荐 | 74.6        | 51.0        | 34.0        | 4.7        | 4.4        | 4.0        | 17.0        | 16.0             | 14.4        |
| 广电网络           | CNY  | 12.58            | 5,452        | 中性   | 63.4        | 51.2        | 46.4        | 4.5        | 4.2        | 3.9        | 16.1        | 14.8             | 13.7        |
| <b>报纸经营</b>    |      |                  |              |      |             |             |             |            |            |            |             |                  |             |
| 博瑞传播           | CNY  | 27.64            | 10,373       | 推荐   | 38.2        | 30.6        | 26.3        | 8.4        | 6.9        | 5.8        | 26.5        | 21.2             | 18.0        |
| 新华传媒           | CNY  | 11.88            | 10,344       | 中性   | 44.8        | 41.5        | 38.2        | 4.4        | 4.0        | 3.6        | 34.3        | 30.3             | 27.9        |
| 华闻传媒           | CNY  | 7.6              | 10,337       | 中性   | 60.7        | 53.8        | 50.2        | 4.6        | 4.3        | 4.0        | 23.4        | 19.2             | 16.4        |
| <b>图书出版</b>    |      |                  |              |      |             |             |             |            |            |            |             |                  |             |
| 时代出版           | CNY  | 18.64            | 7,281        | 推荐   | 29.7        | 26.8        | 24.6        | 3.5        | 3.1        | 2.7        | 24.2        | 22.4             | 20.8        |
| 出版传媒           | CNY  | 13.39            | 7,377        | 中性   | 58.4        | 50.5        | 46.2        | 5.0        | 4.7        | 4.3        | 45.1        | 38.0             | 34.2        |
| 鑫新股份           | CNY  | 16.52            | 3,098        | 无评级  | 42.2        | 38.7        | Na          | 3.3        | 3.0        | Na         | Na          | Na               | Na          |
| 皖新传媒           | CNY  | 11.8             |              | 无评级  | 34.9        | 31.1        | 28.5        | 4.0        | 3.2        | 2.9        | Na          | Na               | Na          |
| <b>电视广告</b>    |      |                  |              |      |             |             |             |            |            |            |             |                  |             |
| 电广传媒           | CNY  | 20.43            | 8,302        | 中性   | 115.3       | 66.1        | 59.0        | 4.8        | 4.5        | 4.2        | 23.2        | 21.4             | 19.7        |
| 中视传媒           | CNY  | 19.23            | 4,552        | 中性   | 61.8        | 56.5        | 50.3        | 4.7        | 4.4        | 4.2        | 37.8        | 32.0             | 26.1        |
| <b>户外广告</b>    |      |                  |              |      |             |             |             |            |            |            |             |                  |             |
| 北巴传媒           | CNY  | 12.87            | 5,189        | 推荐   | 36.3        | 24.9        | 21.5        | 5.1        | 4.2        | 3.5        | 16.1        | 14.2             | 11.8        |
| <b>动漫</b>      |      |                  |              |      |             |             |             |            |            |            |             |                  |             |
| 奥飞动漫           | CNY  | 42.05            | 6,728        | 中性   | 64.9        | 49.4        | 38.1        | 5.4        | 5.0        | 4.5        | 44.1        | 34.0             | 26.3        |
| <b>影视娱乐</b>    |      |                  |              |      |             |             |             |            |            |            |             |                  |             |
| 华谊兄弟           | CNY  | 43.96            | 7,385        | 中性   | 88.3        | 54.7        | 38.9        | 5.2        | 4.7        | 4.2        | 47.9        | 35.7             | 25.0        |
| <b>综合</b>      |      |                  |              |      |             |             |             |            |            |            |             |                  |             |
| 中信国安           | CNY  | 13.98            | 21,920       | 中性   | 35.8        | 66.0        | 55.4        | 3.8        | 3.7        | 3.6        | 67.8        | 64.2             | 56.7        |
| 东方明珠           | CNY  | 12.49            | 39,797       | 中性   | 85.9        | 78.1        | 73.9        | 6.1        | 5.7        | 5.3        | 53.7        | 48.0             | 44.6        |
| <b>中值</b>      |      |                  |              |      | <b>59.5</b> | <b>50.7</b> | <b>40.5</b> | <b>4.7</b> | <b>4.3</b> | <b>4.0</b> | <b>30.4</b> | <b>26.3</b>      | <b>22.9</b> |

资料来源: 公司资料, 彭博资讯, Wind, 中金公司研究部

图表 7: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

## 北京

**中国国际金融有限公司**  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (8610) 6505-1166  
传真: (8610) 6505-1156

## 上海

**中国国际金融有限公司上海分公司**  
上海市陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5888-8976

## 香港

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

## 香港

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

## 新加坡

**中国国际金融(新加坡)有限公司**  
新加坡百得利路6号39层4号  
邮编: 049909  
电话: (65) 6572-1999  
传真: (65) 6327-1278

## 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (8610) 8567-9238  
传真: (8610) 8567-9235

## 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B  
邮编: 200020  
电话: (8621) 6386-1195  
传真: (8621) 6386-1180

## 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼107、201  
邮编: 518048  
电话: (86755) 8832-2388  
传真: (86755) 8254-8243

## 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城  
欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86571) 8849-8000  
传真: (86571) 8735-7743

## 南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号  
绿地广场2层  
邮编: 210008  
电话: (8625) 8316-8988  
传真: (8625) 8316-8397

## 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (8620) 8396-3968  
传真: (8620) 8516-8198



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。