

中信国安 (000839): 综合毛利率下降, 投资收益拉动业绩增长 中性 (维持)

传媒行业

当前股价: 13.98 元

报告日期: 2010 年 2 月 7 日

主要财务指标 (单位: 亿元)

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	19.05	19.68	20.96	23.10
(+/-)	-17.9%	3.3%	6.5%	10.2%
营业利润	3.54	6.87	3.54	4.15
(+/-)	5.8%	94.1%	-48.5%	17.4%
归属于母公司的净利润	3.56	6.12	3.57	4.08
(+/-)	9.4%	71.9%	-41.7%	14.5%
每股收益 (元)	0.23	0.39	0.23	0.26
净资产收益率	6.9%	10.6%	5.8%	6.3%
市盈率 (倍)	61	36	61	54

公司基本情况 (2009 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通 A 股 (万股)	156,793/156,741
流通市值 (亿元)	219.12
每股净资产 (元)	3.67
资产负债率 (%)	45.24%

股价表现 (最近一年)



天相传媒组

010-66045559 zoug@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009 年公司实现营业收入 19.68 亿元, 同比增长 3.31%; 营业利润 6.87 亿元, 同比增长 94.11%; 归属母公司所有者净利润 6.12 亿元, 同比增长 71.90%; 每股收益 0.392 元。2009 年度利润分配预案: 每 10 股派 1 元 (含税)。
- 2009 年第四季度实现营业收入 5.78 亿元, 同比增长 391.30%; 营业利润 -600 万元, 同比下降 104.11%; 归属母公司所有者净利润 2,030 万元, 同比下降 86.00%; 单季度每股收益 0.013 元。
- **营业收入小幅增长、非经常性损益拉动净利润大幅增长。**报告期内, 公司信息服务 (有线运营、网络增值服务) 实现营业收入 8.1 亿元, 同比略降 0.03 个百分点; 盐湖产品、新能源产品销售收入 10.3 亿元, 同比略增 0.1 个百分点; 房地产开发及物业管理业务收入 1.2 亿元, 同比增长 80%, 成为 2009 年公司营业收入增长的主要贡献点。净利润的增长主要得益于: 公司控股子公司中信国安通信所投江苏省广播电视信息网络的股权 (资产) 评估增值带来的 3.76 亿元非经常性投资收益。若剔除此影响, 公司主营业务盈利状况尚不及 2008 年, 2009 年公司综合毛利率下降也印证了这一判断。
- **综合毛利率同比下降 3.9 个百分点。**2009 年公司综合毛利率 32.05%, 同比下降 3.9 个百分点; 从单季度数据来看, 2009 年 1 季度为 40.18%、二季度 48.53%、三季度 27.75%、四季度 12.98%, 呈现出逐季大幅下滑趋势。
- **期间费用率同比下降近 2 个百分点。**2009 年公司期间费用率 25.39%, 同比下降 1.85 个百分点。其中, 销售费用率 5.72%, 同比下降 2.70 个百分点; 管理费用率 9.36%, 同比下降 0.28 个百分点; 财务费用率 10.31%, 同比提升 1.13 个百分点。
- **现金收益质量略好于上年。**2009 年公司每股经营性现金流 0.24 元, 比上年同期提高了 0.1 元/股; “销售收入、提供劳务收到现金/营业收入” 比率 106.20%, “经营性现金流量净额/净利润” 比率 61.75%, 均比上年同期略有提升。
- 公司参股了 7 省 18 市有线网络公司, 覆盖有线电视及数字电视用户规模居国内同行前列, 尽管公司有线网络运营业务属于参股经营, 但仍将有望从 “三网合一” 所带来的产业投资机会中获益。公司碳酸锂步入稳定的工业化生产阶段, 2009 年生产规模突破 5,000 吨; 盐田建设方面也取得进展, 建成了二期 40 口井并投入使用, 为 2010 年原材料供应提供了可靠保证; 但盐湖资源开发相关产品价格下降、折旧压力上升对公司的影响短期内难有改观。
- 我们预计公司 2010-2011 年每股收益分别为 0.23 元、0.26 元, 按 2 月 5 日收盘价测算, 对应的动态市盈率分别为 61 倍、54 倍, 维持公司 “中性” 的投资评级。



附录：公司 2009 年财务数据分析

1、 利润构成分析

表 1 利润构成（2009 年季度累计同比）

单位：万元	2008 年				2009 年				同比增长				利润构成			
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	2009 年 1Q	2009 年 1-2Q	2009 年 1-3Q	2009 年 1-4Q	2009 年 1Q	2009 年 1-2Q	2009 年 1-3Q	2009 年 1-4Q
1、利润总额	6,355	16,114	24,953	38,861	7,373	72,359	73,594	75,301	16.0%	349.1%	194.9%	93.8%	100	100	100	100
2、营业利润	5,260	14,989	20,766	35,386	4,641	68,913	69,287	68,687	-11.8%	359.7%	233.7%	94.1%	63.0	95.2	94.1	91.2
3、公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0	0	0					0.0	0.0	0.0	0.0
4、投资净收益	1,324	3,940	4,133	28,529	4,273	55,898	59,147	65,570	222.8%	1318.9%	1331.2%	129.8%	58.0	77.3	80.4	87.1
5、营业外收支净额	1,095	1,124	4,187	3,474	2,732	3,446	4,307	6,614	149.6%	206.5%	2.9%	90.4%	37.0	4.8	5.9	8.8

数据来源：上市公司定期报告 天相整理

表 2 利润构成（2009 年单季度同比）

单位：万元	2008 年				2009 年				同比增长				利润构成			
	1季度	2季度	3季度	4季度	1季度	2季度	3季度	4季度	2009 年 1季度	2009 年 2季度	2009 年 3季度	2009 年 4季度	2009 年 1季度	2009 年 2季度	2009 年 3季度	2009 年 4季度
1、利润总额	6,355	9,759	8,839	13,908	7,373	64,986	1,235	1,707	16.0%	565.9%	-86.0%	-87.7%	100	100	100	100
2、营业利润	5,260	9,729	5,777	14,620	4,641	64,272	375	-600	-11.8%	560.6%	-94%	-104%	63.0	98.9	30.3	-35.2
3、公允价值变动净收益	0	0	0	0	0								0.0			
4、投资净收益	1,324	2,616	193	24,397	4,273	51,625	3,249	6,423	222.8%	1873.6%	1581.4%	-73.7%	58.0	79.4	263.0	376.3
5、营业外收支净额	1,095	30	3,062	-712	2,732	715	861	2,307	149.6%	2296.0%	-71.9%	-424.0%	37.0	1.1	69.7	135.2

数据来源：上市公司定期报告 天相整理

2、 收入与成本费用分析

表 3 收入与成本费用（2009 年季度累计同比）

单位：万元	2008 年				2009 年				同比增长				成本费用构成			
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	2009 年 1Q	2009 年 1-2Q	2009 年 1-3Q	2009 年 1-4Q	2009 年 1Q	2009 年 1-2Q	2009 年 1-3Q	2009 年 1-4Q
1、营业收入	50,633	112,756	178,745	190,514	34,187	95,644	139,003	196,825	-32.5%	-15.2%	-22.2%	3.3%	100	100	100	100
2、成本费用	45,560	99,047	158,290	173,983	32,922	78,554	123,953	183,705	-27.7%	-20.7%	-21.7%	5.6%	96.3	82.1	89.2	93.3
3、营业成本	30,197	66,493	108,218	122,099	20,450	52,081	83,410	133,738	-32.3%	-21.7%	-22.9%	9.5%	59.8	54.5	60.0	67.9
4、期间费用	15,363	32,554	50,072	51,884	12,472	26,473	40,543	49,967	-18.8%	-18.7%	-19.0%	-3.7%	36.5	27.7	29.2	25.4
其中：销售费用	4,234	8,936	13,377	16,039	3,051	6,911	9,926	11,251	-27.9%	-22.7%	-25.8%	-29.9%	8.9	7.2	7.1	5.7
管理费用	6,991	14,237	22,087	18,360	5,044	10,688	15,516	18,421	-27.8%	-24.9%	-29.8%	0.3%	14.8	11.2	11.2	9.4
财务费用	4,138	9,381	14,608	17,484	4,376	8,875	15,101	20,295	5.8%	-5.4%	3.4%	16.1%	12.8	9.3	10.9	10.3

数据来源：上市公司定期报告 天相整理

表 4 收入与成本费用（2009 年单季度同比）

单位：万元	2008 年				2009 年				同比增长				成本费用构成			
	1季度	2季度	3季度	4季度	1季度	2季度	3季度	4季度	2009 年 1季度	2009 年 2季度	2009 年 3季度	2009 年 4季度	2009 年 1季度	2009 年 2季度	2009 年 3季度	2009 年 4季度
1、营业收入	50,633	62,124	65,988	11,769	34,187	61,457	43,360	57,822	-32.5%	-1.1%	-34.3%	391.3%	100	100	100	100
2、成本费用	45,560	53,487	59,243	15,693	32,922	45,632	45,399	59,751	-27.7%	-14.7%	-23.4%	280.7%	96.3	74.3	104.7	103.3
3、营业成本	30,197	36,296	41,725	13,882	20,450	31,631	31,329	50,328	-32.3%	-12.9%	-24.9%	262.5%	59.8	51.5	72.3	87.0
4、期间费用	15,363	17,191	17,518	1,811	12,472	14,001	14,070	9,424	-18.8%	-18.6%	-19.7%	420.2%	36.5	22.8	32.4	16.3
其中：销售费用	4,234	4,702	4,441	2,662	3,051	3,860	3,016	1,324	-27.9%	-17.9%	-32.1%	-50.3%	8.9	6.3	7.0	2.3
管理费用	6,991	7,246	7,849	-3,727	5,044	5,643	4,828	2,905	-27.8%	-22.1%	-38.5%	-178.0%	14.8	9.2	11.1	5.0
财务费用	4,138	5,243	5,227	2,876	4,376	4,498	6,226	5,194	5.8%	-14.2%	19.1%	80.6%	12.8	7.3	14.4	9.0

数据来源：上市公司定期报告 天相整理

3、盈利能力及所得税分析

表 5 盈利能力及所得税（2009 年季度累计同比）

单位：万元	2008年				2009年				同比增长			
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	2009年 1Q	2009年 1-2Q	2009年 1-3Q	2009年 1-4Q
1、综合毛利率%	40.36%	41.03%	39.46%	35.91%	40.18%	45.55%	39.99%	32.05%	-0.2	4.5	0.5	-3.9
2、利润总额	6,355	16,114	24,953	38,861	7,373	72,359	73,594	75,301	16.0%	349.1%	194.9%	93.8%
3、所得税	425	2,476	4,057	3,817	908	13,507	14,291	13,485	113.4%	445.5%	252.3%	253.3%
4、所得税 / 利润总额%	6.69%	15.37%	16.26%	9.82%	12.31%	18.67%	19.42%	17.91%	5.6	3.3	3.2	8.1
5、归属于母公司的净利润	6,510	13,742	21,082	35,587	6,636	58,790	59,145	61,175	1.9%	327.8%	180.5%	71.9%
6、净利润率%	12.86%	12.19%	11.79%	18.68%	19.41%	61.47%	42.55%	31.08%	6.6	49.3	30.8	12.4

数据来源：上市公司定期报告 天相整理

表 6 盈利能力及所得税（2009 年单季度同比）

单位：万元	2008年				2009年				同比增长			
	1季度	2季度	3季度	4季度	1季度	2季度	3季度	4季度	2009年 1季度	2009年 2季度	2009年 3季度	2009年 4季度
1、综合毛利率%	40.36%	41.57%	36.77%	-17.95%	40.18%	48.53%	27.75%	12.96%	-0.2	7.0	-9.0	30.9
2、利润总额	6,355	9,759	8,839	13,908	7,373	64,986	1,235	1,707	16.0%	565.9%	-86.0%	-87.7%
3、所得税	425	2,051	1,580	-240	908	12,600	784	-806	113.4%	514.3%	-50.4%	236.5%
4、所得税 / 利润总额%	6.69%	21.02%	17.88%	-1.72%	12.31%	19.39%	63.46%	-47.22%	5.6	-1.6	45.6	-45.5
5、归属于母公司的净利润	6,510	7,232	7,340	14,505	6,636	52,154	355	2,030	1.9%	621.1%	-95.2%	-86.0%
6、净利润率%	12.86%	11.64%	11.12%	123.25%	19.41%	84.86%	0.82%	3.51%	6.6	73.2	-10.3	-119.7

数据来源：上市公司定期报告 天相整理

4、盈利收益质量分析

表 7 公司盈利收益质量分析

	2007年	2008年	2009年
1、经营活动产生的现金流量净额（万元）	34,744	21,770	37,778
2、每股经营活动产生的现金流量（元/股）	0.45	0.14	0.24
3、销售收入, 提供劳务收到现金/营业收入（%）	102.5%	105.1%	106.2%
4、经营性现金流量净额/净利润（%）	106.8%	61.2%	61.8%

数据来源：上市公司定期报告 天相整理

5、盈利预测

表 8 2010~2011 年公司盈利预测 (单位: 万元)

	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E
一、营业收入	190,514	196,825	209,600	231,000
同比增长 (%)	-17.93%	3.31%	6.49%	10.21%
减: 营业成本	122,099	133,738	140,432	152,460
综合毛利率 (%)	35.91%	32.05%	33.00%	34.00%
营业税金及附加	6,420	9,066	10,030	10,956
资产减值损失	3,254	701	0	0
减: 期间费用	51,884	49,967	51,771	54,054
期间费用率 (%)	27.23%	25.39%	24.70%	23.40%
其中: 销售费用	16,039	11,251	11,528	12,012
管理费用	18,360	18,421	19,283	20,790
财务费用	17,484	20,295	20,960	21,252
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	28,529	65,570	28,000	28,000
二、营业利润	35,386	68,687	35,366	41,530
营业利润率 (%)	18.57%	34.90%	16.87%	17.98%
加: 营业外收支净额	3,474	6,614	7,000	7,000
三、利润总额	38,861	75,301	42,366	48,530
减: 所得税	3,817	13,485	6,355	7,280
实际所得税率 (%)	9.82%	17.91%	15.00%	15.00%
四、净利润	35,044	61,816	36,011	41,251
归属母公司所有者净利润	35,587	61,175	35,651	40,838
同比增长 (%)	9.41%	71.90%	-41.72%	14.55%
净利润率 (%)	18.68%	31.08%	17.01%	17.68%
少数股东损益	-544	641	360	413
每股收益 (元/股)	0.23	0.39	0.23	0.26
每股净资产 (元/股)	3.29	3.67	3.90	4.16
净资产收益率 (%)	6.93%	10.62%	5.83%	6.26%

数据来源: 上市公司定期报告 天相投顾预测

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100