

方正证券研究所证券研究报告

有色新材料与新能源汽车分析师：

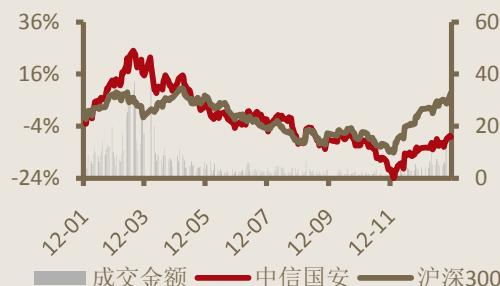
刘伟渊

执业证书编号：S1220512080001

TEL: 010-68584839

Email: liuweiyuan0@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入	1771.71	2228.38	3130.76	3629.01
(+/-)	-11.87%	25.78%	40.49%	15.91%
净利润	146.25	244.78	432.72	567.04
(+/-)	-43.80%	67.37%	76.78%	31.04%
EPS(元)	0.09	0.16	0.28	0.36
P/E	69.58	36.96	20.91	15.95

相关研究

资源 信息服务和地产三驾马车齐头并进

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责声明

资源综合开发 有线稳定增长

中信国安(000839)

公司研究跟踪报告

2013.01.30 买入

有色金属行业

投资要点

※资源综合开发利用，储备新增长点

青海公司最主要产品是氯化钾和硫酸钾镁，约占公司营收 90%以上。目前具备 2 万吨工业级碳酸锂产能，其中一些产品已经达到或超过电池级标准。公司综合利用盐湖资源，对副产品进行精加工，成本优势明显。新建万吨级精硼酸生产线，试生产产品已经实现销售；氧化镁未来空间广阔。我们认为，青海公司 2012 年扭亏是大概率事件；此外，碳酸锂、精硼酸、氧化镁已成为公司潜在的利润增长点。

※玻利维亚科伊巴萨盐湖禀赋优良储量巨大

我们认为，锂资源有望成为下一个“稀土”。中信集团与玻利维亚政府合作开发科伊巴萨盐湖，项目实施及收益归上市公司。科伊巴萨盐湖系玻第二大盐湖，公开资料显示锂金属资源储量 20 万吨，钾金属储量 700 万吨，若仅折合碳酸锂及氯化钾价值约 850 亿元，但实际储量有望超过该数值，目前正在详尽勘探中。该盐湖镁锂比约 30，提锂方面具有禀赋优势。我们认为公司有望 3 年内在玻建厂开发，成为盐湖产品利润增长的新动力。

※有线电视投资收益稳增，电信增值业务有望快速增长

公司主要投资地方省网的有线电视业务，已成为广电系统外最大的有线电视运营商，每年投资收益以 10%-20% 增速稳定增长，我们预计权益收益在 2012-2014 年将分别达到 3、3.3、3.63 亿元。公司的有线电视、数字电视用户规模继续居国内同行业上市公司领先地位。在移动智能终端的大规模普及浪潮下，公司的增值业务也有望快速增长。

※盈利预测与投资建议，给予“买入”评级

从简化的角度出发，我们把公司的主营业务的估值分为三大模块：1、盐湖资源产品估值，2、有线电视业务估值，3、其他业务估值。估算的结果分别是：资源产品业务估值在 37.43-50.76 亿元、有线电视业务估值在 61.38-75.72 亿元，其他业务净资产约 21.25 亿元，以净资产作为估值；公司整体估值在 120.06-147.73 亿元之间。

我们预测，公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 0.16、0.28、0.36 元，给予公司“买入”评级。

※风险提示

西台盐湖生产不及预期；玻利维亚盐湖探矿及开采不及预期。

图表 1 分产品业务预测

图例： 确定值 预测值 计算值

分产品	销售额(元)	成本(元)	毛利(元)	毛利率
一、信息及服务				
2011A	1,087,015,643.13	878,938,666.49	208,076,976.64	19.14%
2012H	507,095,119.84	429,991,010.86	77,104,108.98	15.21%
2012E	1,195,717,207.44	992,445,282.18	203,271,925.27	17.00%
2013E	1,315,288,928.19	1,078,536,921.11	236,752,007.07	18.00%
2014E	1,446,817,821.01	1,171,922,435.01	274,895,385.99	19.00%
二、资源开发产品				
2011A	335,380,689.48	189,114,234.74	146,266,454.74	43.61%
2012H	338,000,000.00	191,600,000.00	146,400,000.00	43.31%
2012E	217,167,778.55	115,755,301.41	101,412,477.14	46.70%
2013E	668,000,000.00	364,000,000.00	304,000,000.00	45.51%
2014E	1,410,000,000.00	686,400,000.00	723,600,000.00	51.32%
其中， 钼肥				
2011A	300,000,000.00	165,000,000.00	135,000,000.00	45.00%
2012H				
2012E	500,000,000.00	250,000,000.00	250,000,000.00	50.00%
2013E	1,188,000,000.00	534,600,000.00	653,400,000.00	55.00%
2014E	1,400,000,000.00	560,000,000.00	840,000,000.00	60.00%
其中， 精硼酸				
2012H				
2012E	12,000,000.00	8,400,000.00	3,600,000.00	30.00%
2013E	60,000,000.00	42,000,000.00	18,000,000.00	30.00%
2014E	60,000,000.00	42,000,000.00	18,000,000.00	30.00%
其中， 碳酸锂				
2012H				30.00%
2012E	120,000,000.00	84,000,000.00	36,000,000.00	30.00%
2013E	126,000,000.00	88,200,000.00	37,800,000.00	30.00%
2014E	215,000,000.00	150,500,000.00	64,500,000.00	30.00%
三、新能源技术产品				
2011A	310,734,244.71	280,675,130.61	30,059,114.10	9.67%
2012H	148,649,525.00	130,014,526.76	18,634,998.24	12.54%
2012E	341,807,669.18	290,536,518.80	51,271,150.38	15.00%
2013E	375,988,436.10	312,070,401.96	63,918,034.14	17.00%
2014E	413,587,279.71	330,869,823.77	82,717,455.94	20.00%
四、工程建设、物业管理及房地产开发				
2011A	27,274,534.31	11,486,576.88	15,787,957.43	57.89%
2012H	4,319,150.00	1,054,081.83	3,265,068.17	75.60%
2012E	8,638,300.00	2,591,490.00	6,046,810.00	70.00%

2013E	9,502,130.00	2,850,639.00	6,651,491.00	70.00%
2014E	10,452,343.00	3,135,702.90	7,316,640.10	70.00%
五、总和				
2011A	1,760,405,111.63	1,360,214,608.72	400,190,502.91	22.73%
2012H	877,231,573.39	676,814,920.86	200,416,652.53	22.85%
2012E	2,214,163,176.62	1,649,573,290.98	564,589,885.64	25.50%
2013E	3,110,779,494.29	2,079,857,962.08	1,030,921,532.21	33.14%
2014E	3,605,857,443.72	2,294,427,961.68	1,311,429,482.03	36.37%

资料来源：公司公告；方正证券研究所

图表2 可比公司估值比较

		股价	EPS			PE		
			1月30日	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E
有线电视板块								
000917	电广传媒	10.81	0.51	0.59	0.69	21.29	18.45	15.68
002238	天威视讯	11.82	0.42	0.47	0.50	27.99	24.99	23.66
600037	歌华有线	6.79	0.28	0.32	0.37	24.16	21.39	18.42
601929	吉视传媒	7.14	0.23	0.28	0.32	31.71	25.09	22.13
600831	广电网络	7.07	0.30	0.35	0.40	23.83	20.42	17.62
均值						25.79	22.07	19.50
盐湖板块								
000792	盐湖股份	26.58	1.48	1.82	2.30	17.92	14.64	11.55
600251	冠农股份	17.50	0.70	0.90	1.10	24.86	19.42	15.98
000762	西藏矿业	12.24	0.07	0.21	0.29	171.67	59.50	41.92
002192	路翔股份	15.61	0.05	0.07	0.10	315.99	236.87	158.00
均值						132.61	82.61	56.86
000839	中信国安	6.31	0.16	0.28	0.36	67.56	38.61	30.03

资料来源：公司公告；方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表		2011	2012E	2013E	2014E	现金流量表		2011	2012E	2013E	2014E
流动资产		3700.39	2981.48	5694.42	4748.44	经营活动现金流		161.90	853.89	-1194.50	1955.84
现金		1351.75	1135.59	1575.12	1889.38	净利润		162.50	257.79	462.10	610.59
应收账款		637.31	539.15	1213.34	900.02	折旧摊销		112.44	148.93	206.75	240.75
其它应收款		249.48	62.85	322.70	201.62	财务费用		265.50	311.97	438.31	508.06
预付账款		695.99	34.50	1340.37	309.60	投资损失		-334.19	-367.60	-404.36	-444.80
存货		690.34	1045.07	1078.36	1246.39	营运资金变动		-32.96	499.81	-1899.10	1043.44
其他		75.52	164.32	164.53	201.43	其它		-11.40	2.99	1.81	-2.20
非流动资产		7263.07	8284.41	10087.91	11138.67	投资活动现金流		568.89	-795.19	-1611.41	-845.51
长期投资		3452.15	3727.50	4030.38	4363.55	资本支出		-475.66	951.12	1427.65	697.87
固定资产		3189.16	3842.90	5215.89	5916.26	长期投资		61.19	-275.35	-302.88	-333.17
无形资产		99.73	119.19	160.63	179.51	其他		154.41	-119.41	-486.65	-480.82
其他		522.03	594.81	681.02	679.35	筹资活动现金流		-466.15	-274.86	-103.03	-1104.39
资产总计		10963.46	11265.89	15782.34	15887.11	短期借款		-39.28	40.52	-13.92	-4.23
流动负债		2092.92	2603.43	6506.25	6687.52	长期借款		62.35	-75.07	221.27	-372.19
短期借款		1207.73	1248.24	4582.79	4886.89	其他		-489.23	-240.31	-310.38	-727.97
应付账款		314.70	507.40	495.88	592.91	现金净增加额		264.63	-216.16	-2908.94	5.94
其他		570.49	847.78	1427.58	1207.72	主要财务比率		2011	2012E	2013E	2014E
非流动负债		2924.70	2615.63	2924.68	2571.97	成长能力					
长期借款		2292.14	2217.06	2438.34	2066.14	营业收入		-11.87%	25.78%	40.49%	15.91%
其他		632.56	398.56	486.35	505.83	营业利润		-54.70%	117.96%	99.34%	37.57%
负债合计		5017.62	5219.06	9430.93	9259.49	归属母公司净利润		-43.80%	67.37%	76.78%	31.04%
少数股东权益		143.01	156.02	185.40	228.95	获利能力					
归属母公司股东权益		5802.83	5890.82	6166.00	6398.67	毛利率		22.59%	25.50%	33.14%	36.37%
负债和股东权益		10963.46	11265.89	15782.34	15887.11	净利率		9.17%	11.57%	14.76%	16.83%
利润表		2011	2012E	2013E	2014E	ROE		2.73%	4.26%	7.28%	9.21%
营业收入		1771.71	2228.38	3130.76	3629.01	ROIC		1.64%	2.53%	3.23%	4.19%
营业成本		1371.52	1660.17	2093.21	2309.16	偿债能力					
营业税金及附加		47.05	73.54	103.31	119.76	资产负债率		45.77%	46.33%	59.76%	58.28%
营业费用		117.78	115.88	162.80	188.71	净负债比率		60.23%	66.47%	122.32%	117.62%
管理费用		192.57	218.38	306.81	355.64	流动比率		1.77	1.15	0.88	0.71
财务费用		265.50	311.97	438.31	508.06	速动比率		1.44	0.74	0.71	0.52
资产减值损失		12.34	0.00	0.00	0.00	营运能力					
公允价值变动收益		0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率		0.16	0.20	0.23	0.23
投资净收益		334.19	367.60	404.36	444.80	应收帐款周转率		2.94	3.79	3.57	3.43
营业利润		99.12	216.05	430.67	592.48	应付帐款周转率		4.51	4.04	4.17	4.24
营业外收入		73.38	76.24	79.12	76.24	每股指标(元)					
营业外支出		1.07	2.03	2.30	1.80	每股收益		0.09	0.16	0.28	0.36
利润总额		171.43	290.26	507.49	666.92	每股经营现金		0.10	0.54	-0.76	1.25
所得税		8.93	32.47	45.39	56.33	每股净资产		3.79	3.86	4.05	4.23
净利润		162.50	257.79	462.10	610.59	估值比率					
少数股东损益		16.24	13.00	29.38	43.55	P/E		69.58	36.96	20.91	15.95
归属母公司净利润		146.25	244.78	432.72	567.04	P/B		1.75	1.54	1.47	1.41
EBITDA		283.86	439.19	714.24	907.67	EV/EBITDA		46.04	28.15	22.11	17.15
EPS(元)		0.09	0.16	0.28	0.36						

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引起的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：预期未来6个月内相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：预期未来6个月内相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%；

减持：预期未来6个月内相对沪深300指数下跌10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：预期未来6个月内相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

减持：预期未来6个月内相对沪深300指数下跌10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼 (100037)	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼 (410015)
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com