

中天科技（000070）：电力缆、通信缆双轮驱动 业务稳步成长 增持（维持）

通信行业

当前股价：15.59 元

报告日期：2009 年 4 月 16 日

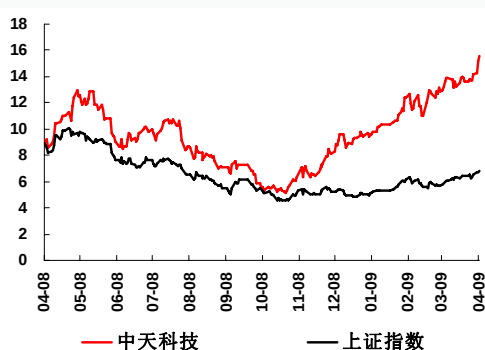
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1,988	2,912	3,991	5,483
(+/-)	71.1%	46.5%	37.1%	37.4%
营业利润	136	206	292	382
(+/-)	93.1%	51.6%	41.7%	30.8%
归属于母公司的净利润	84	146	203	264
(+/-)	113.4%	73.2%	38.8%	30.1%
每股收益（元）	0.31	0.54	0.63	0.82
市盈率（倍）	49.5	28.5	24.3	18.7

公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

总股本/非限售流通股（万股）	32,080/19,257
非限售流通市值（亿元）	17.89
每股净资产（元）	3.24
资产负债率（%）	64.27%

股价表现（最近一年）



联系人—康志毅 组长—邹高
010-66045565 kangzy@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008年报显示，公司2008年度实现营业收入29.12亿元，同比增长46.45%；营业利润2.06亿元，同比增长51.64%；实现归属母公司净利润1.72亿元，同比增长67.35%；EPS为0.539元，基本符合我们0.547元的盈利预测。公司无分红及转增股本预案。
- 2009年1季报显示，公司2009年1季度实现营业收入7.01亿元，同比增长33.91%；营业利润2.06亿元，同比增长83.84%；实现归属母公司净利润5,632万元，同比增长102.8%；EPS为0.21元。
- 电力缆、通信缆先后驱动，公司2008年业务收入实现稳步快速增长：

（1）2008年公司实现电力缆业务收入13.9亿元，同比增长67.5%。其中，2008上半年实现相关业务收入6.34亿，同比增长260%。主要原因：2008年2月份，南方地区发生雪灾，较多电力设施中断，电力缆需求集中爆发，公司作为主要特种电缆厂商之一受益匪浅。下半年电力缆业绩回归稳定，实现业务收入7.56亿元，同比增长15.6%。2008年需求增长不具有复制性，但是2009年国家电网3,600亿投资或将为公司带来新的增长机遇。

（2）公司2008年度实现通信缆业务收入12.7亿元，同比增长32.23%，而通信缆收入贡献主要体现在下半年，实现营业收入7.08亿元，同比增长99.7%，远高于上半年-7.1%的增幅。主要原因，电信运营商2008年下半年尤其是第四季度加大了固定资产投资力度，第四季度实现固定资产投资1,283.6亿元，同比增长70.87%。公司作为行业龙头厂商之一，预计可以拿到较多订单，具体业绩在2008年四季度和2009年一季度释放。我们预计2009年电信行业固定资产投资有可能超过3,500亿元，传输网领域仍将是重点之一。

（3）房地产业务实现营业收入1.9亿元，同比微增0.77%。公司2008年可能没有购置新的土地，未来房地产业务成长性一般。

- 受益于业务收入和综合毛利率大幅提高，公司2009年一季度实现归属母公司净利润同比增长103%。（1）公司2009年1季度实现营业收入7.01亿元，同比增长33.9%。主要原因：受



- 益于2008年第四季度电信运营商加大固定资产投资规模，2009年2-4季度，通信缆业务增长或可持续。(2) 公司综合毛利率实现同比增长1.98个百分点，至21.93%。主要原因：①部分2008年第四季度拿到的通信缆业务订单在今年一季度释放，估计相对高毛利率的通信线缆业务占比增加；②受益于光纤光缆行业供不应求局面，光纤(G652B，主流应用光纤)集采价格从前期的72-75元，提高到80-85元(2008年下半年)。同时2009年8月份以来大宗商品价格(石油、PE、钢丝钢带等)出现较大幅度下降，通信缆产品毛利率有所提高。
- **2008年公司综合业务毛利率同比提升2.05%，至19.32%。**(1) 光纤光缆业务收入毛利率同比提升2.36%，至23.12%。主要原因：①三大基础电信运营商在2008年第四季度加大了固定资产投资规模，光纤光缆作为传输网重要介质，需要量大大增加，光纤市场出现供不应求局面，产品价格比较坚挺；②2008年7月以来光纤光缆主要原材料(PE、油膏、钢丝钢带等)出现大幅降价。(2) 电力缆业务毛利率同比提升1.67个百分点，至15.51%。主要原因：①去年上半年雪灾市场需求陡增，电力缆毛利率有所提高；②公司海缆业务取得了较快发展。2007年公司海缆产品收入8,000多万元，2008年预计收入2亿元，同比增长150%，而海缆业务毛利率比较高，估计在30%以上。
- **2008年公司期间费用率同比增加1.52个百分点，至11.17%。**(1) 销售费用率同比增加0.91个百分点，至7.07%。主要原因：公司为了做大通信电网主业，组建了通信、电网两大销售公司、专业事业部、宽带事业部、海外事业部，增设了分支机构及补充营销人员。我们认为这部分销售费用增加，为公司未来业务拓展打下良好基础，未来随着公司业务收入的增加，期间费用率会逐步下降；(2) 管理费用率下降0.16个百分点，至2.34%，主要原因，公司收入的大幅增加；(3) 财务费用率增加0.76个百分点，至1.76%。主要是因为报告期内公司及子公司借款增加和汇兑损益增加所致。由于公司近期才完成定向增发，募集资金4.3亿元，2009年财务利率可能稳中有降，而后随着业务扩张，财务费用率可能增加。
- **展望：未来两年公司综合业绩有望保持30%以上快速增长。**

(1) **配合行业需求增长，光纤光缆产能稳步扩张：**2008年国内光纤光缆总需求在4,250万芯公里左右，产品处于供不应求的状态。未来两年运营商的3G网络建设仍将持续，我们预计国内光纤光缆需求将保持20%左右的较高增速。公司目前拥有7座拉丝塔、14条生产线，光纤产能达560万芯公里，2009年公司将继续扩充产能，计划新增5座拉丝塔，目前扩产的厂房正在建设中，预计至2009年底公司光纤光缆产能可达1,000万芯公里。国内光纤的出厂价格目前在80元/芯公里到85元/芯公里之间(08年3、4季度招标价)，由于行业供需较为平衡，即使考虑到下游需求方的强势谈判地位，我们判断光纤价格2009年可能比较坚挺，在2010年后会有所下跌，但光纤光缆业务的整体毛利率可保持在20%左右。公司的产能扩张与行业需求增长同步，我们预计未来两年公司的光纤光缆业务收入增速在30%以上。

(2) **射频电缆产品供不应求，毛利率保持稳定：**公司是国内三大射频电缆供应商之一，2007年拥有射频电缆产能2万公里/年，2008年产能扩充到5万公里/年，08年下半年以来，运营商3G网络大规模建设开始，公司的射频电缆供不应求，公司计划继续提高产能应对行业需求，预计2009年下半年产能扩大至7.5万公里/年。2009年和2010年是国内3G网络建设的高峰期，行业需求将保持快速增长，



而2010年以后进入3G网络优化阶段，行业需求将进入平稳增长期。公司2007年射频电缆收入3.9亿元，估计08年实现收入5亿元左右，同比增长28%。我们预计未来两年公司射频电缆业务收入保持30%的年复合增速。由于公司产能扩张带来规模效应、行业供需较为平衡以及原材料铜的价格保持在低位，预计未来几年公司射频电缆业务的毛利率将能保持在18-20%。

(3) OPGW市场竞争激烈，毛利率有下降趋势：公司的OPGW产品市场份额占比40%，排名行业第一，2007年实现销量2.1万公里，销售收入3.38亿元，估计2008年销售2.8万公里，实现销售收入4.3亿元。由于OPGW技术成熟，市场竞争较为激烈，产品毛利率有逐年下滑趋势。综合考虑电力行业电网建设投资的增长、地震灾后重建需求和行业竞争状况，我们预计未来两年公司OPGW业务收入保持稳定，而市场份额略有下降，毛利率维持在15%-17%。

(4) 海缆业务有可能超预期增长：公司的海缆产品主要有海底电缆、海底光缆和海底光电复合缆，主要应用于浅海的岛岛通、风力发电、石油钻井等，涉及通信、电力、石油等领域，海缆产品的毛利率较高，约为30%。由于公司海缆业务收入基数较低，近年增速较快，2007年公司海缆产品收入8,000多万元，2008年预计收入2亿元，同比增长150%。公司深海光缆UJ认证正在进行中，如果公司在2009年5月顺利通过UJ认证，则未来有可能获得东南亚海域深海光缆的大额订单。不考虑深海光缆，我们预计公司2009、2010年海缆业务保持较高增速，如果深海光缆取得突破，则公司海缆业务将超预期增长，成为未来业绩亮点。

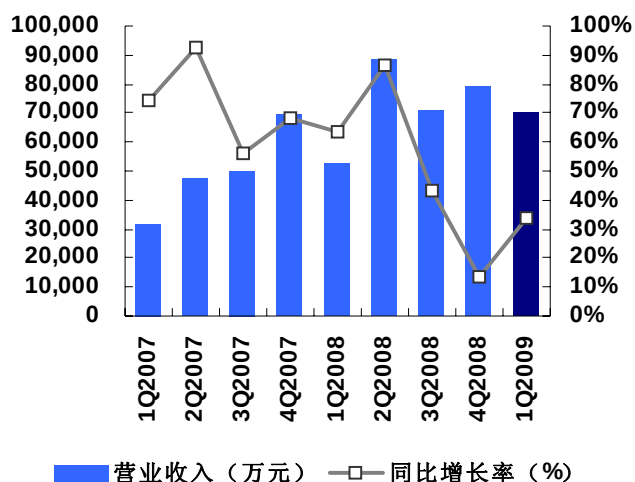
(5) 电力特种导线市场份额领先，成长前景广阔：公司电力导线产品分为普通电力导线和特种电力导线，普通电力导线的技术含量较低，毛利率只有5%-7%，而特种电力导线如高强度铝合金导线、耐热铝合金导线等技术含量较高，存在行业进入壁垒，毛利率达到30%。公司在特种电力导线领域具有技术优势，占据垄断地位。目前国内特种电力导线占国内电缆投资比例仍比较低，未来随着国内城镇农村电网改造的提速，特种电力导线的需求将加速增长，未来电力特种导线的收入占比将逐步提高。

- **盈利预测与评级：**综上所述，我们预测未来三年公司的收入和净利润（扣除非经常性损益）有望保持快速增长。预计2009年-2011年EPS为0.63元、0.82元和1.11元，但是以2009年4月16日收盘价15.59元计算，对应动态市盈率为25倍、19倍和14倍，维持公司“增持”的投资评级。

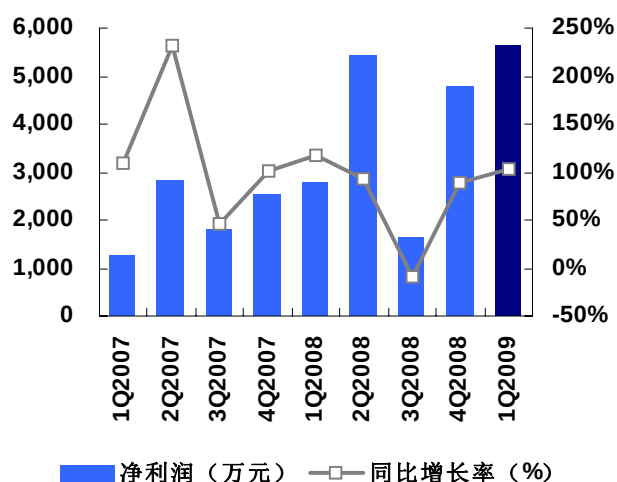
- **风险提示：**

- 公司电力缆和通信缆产品下游客户主要是垄断寡头厂商，存在产品价格下降风险；
- 2009年光纤需求大，光缆业务存在供应紧张和涨价风险；
- 日元升值带来的预制棒涨价风险；
- 深海海缆UJ认证不通过风险。

图表 1. 中天科技（600522）营业收入分季度增长情况

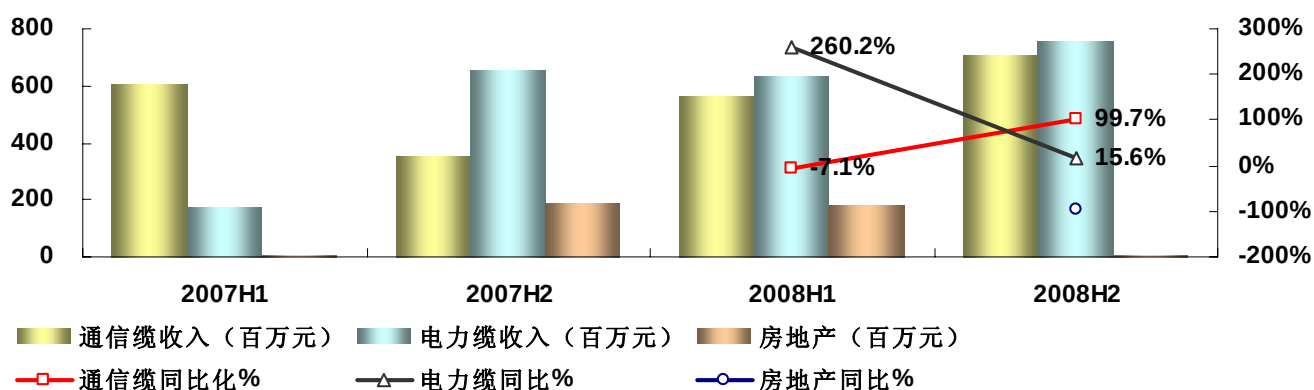


图表 2. 中天科技（600522）净利润分季度增长情况



资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 3 中天科技（600522）主要业务近两年（半年度）变化情况



资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 4 中天科技（600522）年度与季度业绩对比

单位：万元	2007	2008	同比变化	2007Q4	2008Q4	同比变化	2008Q1	2009Q1	同比变化
一、营业总收入	198,843	291,212	46.45%	69,671	79,311	13.84%	52,379	70,139	33.91%
营业总收入增长 (%)	71.07%	46.45%	-24.62%	68.52%	13.84%	-54.68%	63.36%	33.91%	-29.46%
主营业务毛利率 (%)	17.27%	19.32%	2.05%	16.50%	26.58%	10.07%	19.96%	21.93%	1.98%
二、营业总成本	185,752	270,170	45.45%	65,036	72,260	11.11%	48,565	63,336	30.41%
营业成本	164,495	234,936	42.82%	58,173	58,232	0.10%	41,927	54,755	30.60%
其中：主营业务成本	164,495	234,936	42.82%	58,173	58,232	0.10%	41,927	54,755	30.60%
营业税金及附加	1,479	1,784	20.60%	1,218	256	-78.95%	1,053	183	-82.61%
资产减值损失	582	916	57.49%	126	295	135.10%	0	588	n.a.
期间费用	19,196	32,534	69.48%	5,520	13,476	144.14%	5,585	7,809	39.83%
其中：销售费用	12,248	20,593	68.14%	3,657	8,794	140.51%	3,238	4,900	51.33%
销售费用率	6.16%	7.07%	0.91%	5.25%	11.09%	5.84%	6.18%	6.99%	0.80%
管理费用	4,960	6,805	37.21%	1,349	2,414	78.88%	1,376	2,059	49.62%
管理费用率	2.49%	2.34%	-0.16%	1.94%	3.04%	1.11%	2.63%	2.94%	0.31%
财务费用	1,988	5,135	158.27%	514	2,268	341.34%	971	851	-12.40%
财务费用率	1.00%	1.76%	0.76%	0.74%	2.86%	2.12%	1.85%	1.21%	-0.64%
期间费用率 (%)	9.65%	11.17%	1.52%	7.92%	16.99%	9.07%	10.66%	11.13%	0.47%
加：公允价值变动净收益	(166)	68	n.a.	(185)	274	n.a.	183	102	-44.14%
投资净收益	656	(516)	n.a.	131	(909)	n.a.	(82)	292	n.a.
三、营业利润	13,582	20,594	51.64%	4,581	6,417	40.08%	3,915	7,197	83.84%
营业利润增长 (%)	93.13%	51.64%	-41.49%	83.31%	40.08%	-43.24%	95.48%	83.84%	-11.64%
营业利润率 (%)	6.83%	7.07%	0.24%	6.57%	8.09%	1.52%	7.47%	10.26%	2.79%
加：营业外收入	795	1,258	58.28%	336	(27)	n.a.	217	494	127.31%
其中：补贴收入	0	0	n.a.	0	0	n.a.	0	0	n.a.
减：营业外支出	566	345	-39.09%	456	64	-86.03%	65	136	109.79%
其中：非流动资产处置净损失	196	20	-90.04%	196	20	-90.04%	0	2	n.a.
四、利润总额	13,810	21,508	55.74%	4,461	6,325	41.78%	4,068	7,555	85.75%
利润总额增长 (%)	99.62%	55.74%	-43.88%	82.23%	41.78%	-40.44%	101.11%	85.75%	-15.36%
减：所得税	3,561	4,356	22.32%	1,245	947	-23.92%	721	1,307	81.25%
实际所得税率 (%)	25.78%	20.25%	-5.53%	27.91%	14.98%	-12.93%	17.73%	17.30%	-0.43%
五、净利润	10,250	17,152	67.35%	3,216	5,378	67.21%	3,346	6,248	86.71%
净利润增长 (%)	108.45%	67.35%	-41.10%	89.54%	67.21%	-22.33%	116.10%	86.71%	-29.38%
其中：归属母公司所有者净利润	8,431	14,601	73.19%	2,528	4,762	88.38%	2,777	5,632	102.80%
母公司净利润增长 (%)	113.38%	73.19%	-40.19%	100.54%	88.38%	-12.16%	116.47%	102.80%	-13.67%
净利润率 (%)	4.24%	5.01%	0.77%	4.62%	6.78%	2.16%	6.39%	8.03%	1.64%
少数股东损益	1,819	2,551	40.25%	689	617	-10.46%	569	616	8.23%
基本每股收益 (元/股)	0.31	0.54	73.87%	0.10	0.18	79.00%	0.10	0.21	108.00%

资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 5. 中天科技（600522）盈利预测（万元）

单位：万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	198,843	291,212	399,149	548,288	738,006
营业总收入增长（%）	71.07%	46.45%	37.06%	37.36%	34.60%
(1) 营业收入（主营业务收入）	198,124	285,296	393,149	542,288	732,006
营业收入增长（%）	70.45%	44.00%	37.80%	37.93%	34.98%
主营业务毛利率（%）	17.25%	19.03%	18.65%	18.51%	18.74%
(2) 其他业务收入	719	5,916	6,000	6,000	6,000
二、营业总成本	185,752	270,170	370,759	510,914	687,046
营业成本	164,495	234,936	323,845	445,934	598,851
其中：主营业务成本	163,952	230,993	319,845	441,934	594,851
其他业务成本	543	3,943	4,000	4,000	4,000
营业税金及附加	1,479	1,784	2,555	3,525	4,758
资产减值损失	582	916	719	719	720
期间费用	19,196	32,534	43,640	60,736	82,717
其中：销售费用	12,248	20,593	27,520	37,960	51,606
管理费用	4,960	6,805	9,042	12,473	16,470
财务费用	1,988	5,135	7,077	10,303	14,640
期间费用率（%）	9.69%	11.40%	11.10%	11.20%	11.30%
加：公允价值变动净收益	-166	68	100	100	100
投资净收益	656	-516	700	700	700
三、营业利润	13,582	20,594	29,189	38,174	51,760
营业利润增长（%）	93.13%	51.64%	41.73%	30.78%	35.59%
营业利润率（%）	6.83%	7.07%	7.31%	6.96%	7.01%
加：营业外收入	795	1,258	1,000	1,000	1,000
减：营业外支出	566	345	300	300	300
四、利润总额	13,810	21,508	29,889	38,874	52,460
利润总额增长（%）	99.62%	55.74%	38.97%	30.06%	34.95%
减：所得税	3,561	4,356	6,053	7,872	10,623
实际所得税率（%）	25.78%	20.25%	20.25%	20.25%	20.25%
五、净利润	10,250	17,152	23,837	31,002	41,837
净利润增长（%）	108.45%	67.35%	38.97%	30.06%	34.95%
其中：归属母公司所有者净利润	8,431	14,601	20,261	26,351	35,562
母公司净利润增长（%）	113.38%	73.19%	38.76%	30.06%	34.95%
净利润率（%）	4.24%	5.01%	5.08%	4.81%	4.82%
少数股东损益	1,819	2,551	3,575	4,650	6,276
基本每股收益（元/股）	0.31	0.54	0.63	0.82	1.11
每股净资产（元/股）	2.71	2.74	3.37	4.19	4.85
净资产收益率（%）	11.51	16.62	18.74	19.59	22.88

资料来源：上市公司公告，天相投顾

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