

不断开拓进取的特种线缆龙头

中天科技 (600522)

评级: 买入 (维持)

股价: 20.83 元

目标价位: 26.70 元

深度报告

2009 年 8 月 5 日 星期三

TMT 小组

康志毅

010-66216231-820

kzy@longone.com.cn

通信行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 27.00

升值潜力 (%) 28%

目标价确定日期: 09.07.30

重要数据

总股本(亿股) 3.21

流通股本(亿股) 2.71

总市值(亿元) 66.82

流通市值(亿元) 56.41

市场表现

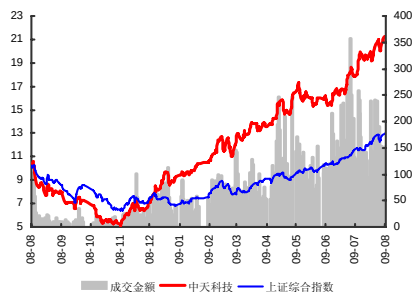
绝对涨幅 (%) 相对涨幅 (%)

1 个月 3.04 1.56

3 个月 30.38 -9.38

6 个月 102.02 29.90

个股相对上证综指走势图



相关报告:

《量价双升、结构优化, 业绩有望超

预期表现》 09.07.30

投资要点

- 中天科技是我国最大的特种线缆生产企业, 产品覆盖通信、电力两大领域, 并涉及部分房地产业务。受益于运营商的 3G 及国家电网投资规模的加大, 09 年公司业绩有望超出市场预期。
- 公司扩大光纤光缆生产规模的同时延伸产业链, 借助集团实力规划上游预制棒项目, 成本控制率有望提高; 射频电缆因 3G 需求激增短期需求旺盛, 公司谨慎扩产应对明年供过于求局面, 同时也将产品线渗透至漏泄同轴电缆, 布局地铁、高铁市场。
- 国家电力投资结构趋于合理, 电网投入比重提高, 其中特种导线的投入比例又在加大, 公司在特种导线市场占据 50% 以上的市场份额, 显著受益; 海缆在电力缆和通信缆基础上发展起来, 需求旺盛, 不考虑 UJ 认证, 产品收入也有望保持 50% 的增长速度, 若 UJ 认证通过, 公司介入国际市场, 销路将得到极大拓宽。
- 预计公司 2009-2011 年三年营业收入复合增长率 29%, 净利润复合增长率为 46%, 每股收益分别为 0.95 元、1.11 元、1.42 元, 高于市场预期均值, 对应动态市盈率分别为 22x、19x、15x, 目前通信板块 09 年平均市盈率为 33x, 光通信板块为 27x, 公司估值优势显著。考虑公司持有武汉光讯的股权价值, 我们认为公司合理价值为 26.70 元, 重申“买入”评级。

主要财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	1,988.4	2,912.1	4,053.6	5,078.7	6,283.1
营业收入增长率 (%)	71.1%	46.5%	39.2%	25.3%	23.7%
营业利润 (百万元)	135.8	205.9	440.4	512.1	658.3
营业利润增长率 (%)	93.1%	51.6%	113.8%	16.3%	28.6%
净利润 (百万元)	84.3	146.0	306.0	355.7	456.4
净利润增长率 (%)	113.4%	73.2%	109.6%	16.2%	28.3%
营业利润率 (%)	6.8%	7.1%	10.9%	10.1%	10.5%
每股收益 (元)	0.263	0.455	0.954	1.109	1.423
每股净资产 (元)	2.28	2.74	3.69	4.80	6.22
PE (X)	79.3	45.8	21.8	18.8	14.6
PB (X)	9.1	7.6	5.6	4.3	3.3
ROE (%)	11.5%	16.6%	25.8%	23.1%	22.9%

目录

1. 不断开拓进取的特种线缆龙头.....	4
2. 光纤光缆：未来 3 年需求不减，价格回落幅度不大.....	5
2.1 未来 3 年光纤光缆需求不减	5
2.2 毛利率提升趋势不改：预制棒价格上涨，原辅料价格低位	7
2.3 市场份额向行业前 5 名集中	9
2.4 中天科技光纤自用比例提高，集团规划预制棒项目	9
3. 射频电缆：3G 拉动，收入增幅低于销量增幅	10
4. OPGW：需求平稳增长可期	11
5. 特种导线：存在长期快速增长可能.....	12
5.1 “重电源轻电网”投资结构将逐步转变	12
5.2 厂商数量多，集中度低，竞争激烈	13
5.3 公司特种导线优势显著	13
6. 海缆：成长空间巨大	14
7. 房地产业务贡献未来 2 年收益.....	16
8. 盈利预测假设	16
9. 重申“买入”评级.....	18
近期刺激因素	19
风险提示	19

图形目录

图 1. 2008 年中天科技收入构成，中天科技毛利构成.....	4
图 2. 中国移动 GSM 基站数增长速度，三大运营商新增 3G 基站数	5
图 3. 光纤光缆市场规模.....	6
图 4. 我国光纤产能利用率，2005=2009 年上半年我国宽带用户净增数..	6
图 5. 光纤价格走势，100 日元兑人民币中间价.....	7
图 6. 2001-2008 年我国预制棒进口价格走势.....	8
图 7. 光缆成本构成，光纤成本构成	8
图 8. LLDPE 期货收盘价走势，涂料类产品出口价格指数（HS2）走势... 8	
图 9. 光纤毛利率敏感性分析	9
图 10. 各厂商光纤光缆市场份额，2007-2008 年光纤产能增长速度.....	9
图 11. 中天科技光纤产能变化，2007 年中天科技光纤销向.....	10
图 12. 射频电缆市场规模及公司份额，中天科技射频电缆产能、产量 .	10
图 13. LME3 期铜收盘价格走势.....	11
图 14. 国家电网 OPGW 招标及中天份额，中天科技 OPGW 销量增长	12
图 15. 电源建设与电网建设示意图	13
图 16. 国外特种导线使用率，国家电网 09 年第 5 批导线部分招标构成	14
图 17. 电力导线产能利用率预测，中天科技特种导线占比预测	14
图 18. 国际海缆市场份额	15

图 19. 中天科技 PE 曲线	20
图 20. 中天科技 PB 曲线	20

表格目录

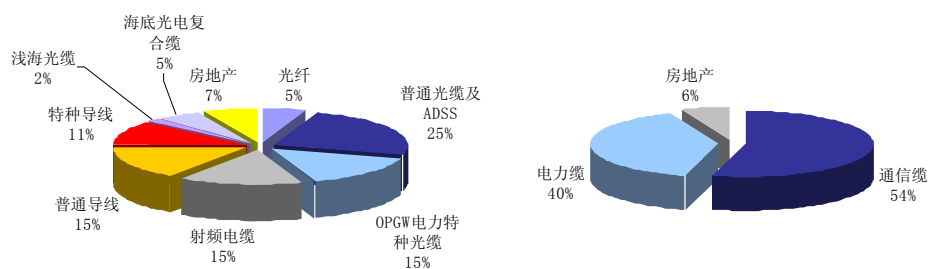
表 1. 中天科技母公司及子公司主要产品	4
表 2. 运营商资本开支合计	5
表 3. 中天科技盈利预测假设	17
表 4. 中天科技盈利预测	18
表 5. 通信板块估值水平	19

1. 不断开拓进取的特种线缆龙头

09 年业绩有望超预期。中天科技是我国最大的特种线缆生产企业，产品覆盖通信、电力两大领域，并涉及部分房地产业务。公司主要产品包括光纤光缆、ADSS、OPGW、射频电缆、电力导线、海缆。受益于运营商的 3G 及国家电网投资规模的加大，09 年公司业绩有望超出市场预期。

通信、电力产品不断得到开拓延伸。通信缆方面，公司扩大光纤光缆生产规模的同时延伸产业链，借助集团实力规划上游预制棒项目，成本控制率有望提高；射频电缆因 3G 需求激增短期需求旺盛，公司谨慎扩产应对明年供过于求局面，也将产品线渗透至漏泄同轴电缆，布局地铁、高铁市场。电力缆方面，国家电力投资结构趋于合理，电网投入比重加大，特种导线的投入比例又在加大，公司在特种导线市场占据 50% 以上的市场份额，受益显著；海缆在电力缆和通信缆基础上发展起来，需求旺盛，不考虑 UJ 认证，产品收入也有望保持 50% 的增长速度，若 UJ 认证通过，公司介入国际市场，销路将得到极大拓宽。

图1. 2008 年中天科技收入构成，中天科技毛利构成



资料来源：东海证券研究所

表1. 中天科技母公司及子公司主要产品

母公司及主要子公司	产品
母公司	普通光缆，ADSS，普通电缆
中天日立光缆	OPGW
中天科技光纤	光纤
上海中天铝线	普通导线，特种导线
中天科技海缆	普通导线，特种导线，铝杆，海缆
中天日立射频电缆	射频电缆，漏泄同轴电缆
广东中天科技光缆	光缆

资料来源：东海证券研究所

大股东——中天科技集团。集团公司 08 年实现销售收入约 60 亿元，约为上市公司的 2 倍，盈利能力较强的核心资产均在上市公司内。集团还拥有近 20 家子公司，已经形成了通信、电网、专网、宽带、海外五大事业部专营格局。

2. 光纤光缆：未来 3 年需求不减，价格回落幅度不大

3G 规模建设推动 09 年光纤光缆需求增长加快，运营商资本开支总和将同比增长 30% 达到 3,896 亿元，达到历史新高，其中 3G 资本开支为 1,445 亿元。运营商为在 3G 竞争中取得先发优势，均在加快 3G 网络建设进程，09 年上半年 3G 投资已达 800 亿元，占全年投资额的 55%。

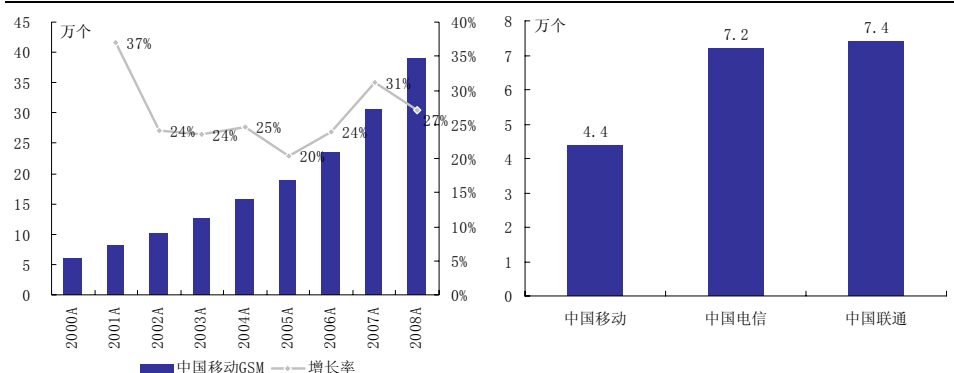
表2. 运营商资本开支合计

百万元	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
移动网络							
GSM	43,277	48,800	62,150	78,905	114,728	97,345	79,190
CDMA	11,200	5,900	2,945	2,400	23,600	47,000	42,000
PHS (电信)	17,642	13,091	5,722	1,066	290	196	108
TD-SCDMA	-	-	-	14,200	20,000	58,800	45,000
WCDMA	-	-	-	-	-	38,700	35,000
数据网络	15,547	16,471	20,669	27,965	35,142	41,520	43,400
固网交换及接入	29,575	30,911	27,702	16,079	8,571	5,835	4,480
传输网络及基础设施	13,404	14,390	18,490	30,812	39,991	43,802	47,510
IT 支撑	11,212	11,840	11,100	14,826	16,995	18,466	21,488
其他	36,991	34,718	36,632	29,312	40,359	38,086	38,574
运营商资本开支合计	178,848	176,121	185,411	215,565	299,677	389,750	356,750
YOY		-1.5%	5.3%	16.3%	39.0%	30.1%	-8.5%

资料来源：东海证券研究所

09 年上半年我国已经建成 3G 基站 19 万个，中国移动 4.4 万个，中国电信、中国联通各约 7 万个，建设规模超过了前期的市场普遍预期，直接带动了光纤光缆以及射频电缆需求的强劲增长，预计下半年的投入力度将有所减缓，但依然会保持在高位。

图2. 历年中国移动 GSM 基站数增长速度，09 年上半年三大运营商新增 3G 基站数



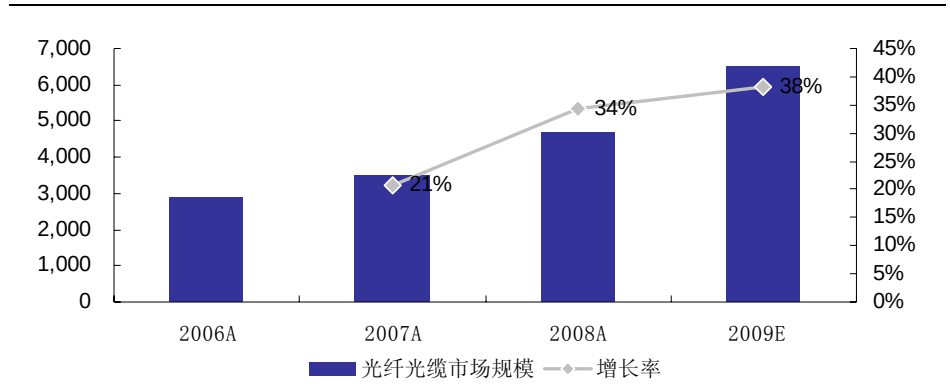
资料来源：东海证券研究所

2.1 未来 3 年光纤光缆需求不减

2006 年、2007 年和 2008 年，国内光纤光缆行业规模分别为 2,900 万芯公里，3,500 万芯公里，4,700 万芯公里，07 年、08 年增长率分别为 21%、34%，09 年运营商重组完成，3G 基站规模建设，光纤光缆需求将达 6,500 万芯公里，同比增长 38%。若假设每个基站平均传输距离为 5 公里，平均每根光缆 24 芯，

那么 09 年上半年运营商对光纤光缆的需求就达 2,280 万芯公里。由于运营商间签订了站址共享协议以及运营商内部的基站共享,实际需求应低于这个数字。以中国移动为例,目前 2G 及 3G 站址共享的比例为 70%。

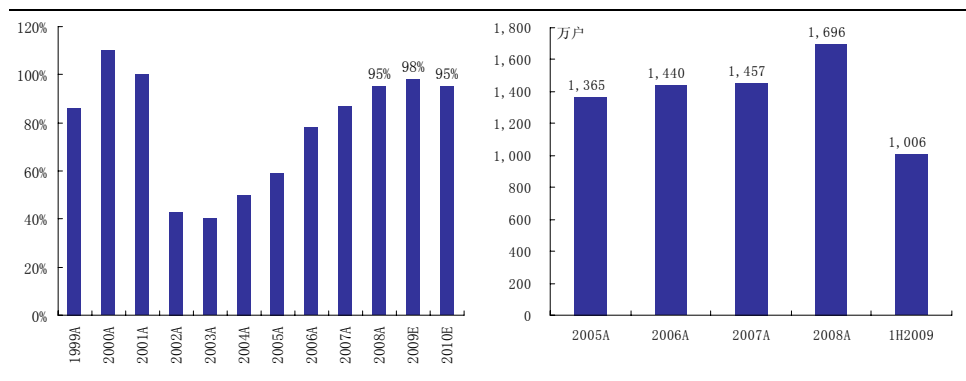
图3. 光纤光缆市场规模



资料来源: 东海证券研究所, 公司资料

在 3G 投资拉动下,行业光纤产能利用率已经由 08 年的 95%提高到 09 年的 98%,预计 2010 年行业产能利用率将有所回落,供需关系由供不应求转变为供需平衡,但产能利用率会保持在 90%以上的水平,光纤光缆需求依然旺盛。

图4. 1999 年-2010 年我国光纤产能利用率, 2005=2009 年上半年我国宽带用户净增数



资料来源: 东海证券研究所

2010 年后 FTTH 和 NGB 推动光纤光缆需求平稳增长。(1) 2010 年电信固定资产投资额由于 3G 投入减少将有所回落,但回落幅度不会过大,预计运营商资本开支总额也将达到 3,500 亿元。(2) 宽带用户保持快速增长,互联网需求不减,09 年上半年宽带用户净增 1,006 万户,占 08 年新增数量的 59%,预计未来 5 年内我国宽带普及率将会上升一倍。我国固定宽带用户 80%选用 DSL,根据 Pyramid Research 的报告,我国 DSL 将会从 2008 年底 6,700 万增加至 2014 年 1.26 亿。与此同时,FTTH 用户数量也会呈现爆炸性增长,数量将从 2008 年底 50 万到 2014 年 5,000 万户,平均每年光纤需求量将增加 412.5 万

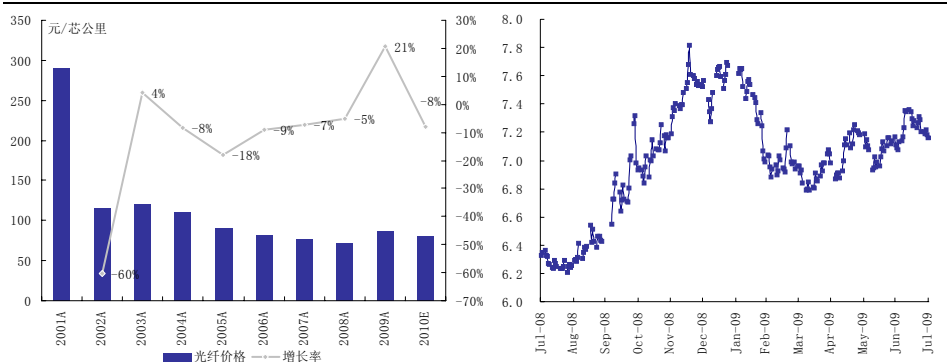
芯公里, 2009-2012 年更是爆发式增长的阶段。(3)我国下一代广播电视网(NGB)进实质性推广阶段。上海承担示范网络建设, 将电视网、电信网和互联网三网融合, 骨干网速率达到每秒 1,000 千兆比特, 保证接入网用户端接入带宽超过每秒 30 兆比特, 是目前普通家用网络带宽的 15-30 倍。下一代广播电视网需要用十年左右的时间建成, 目标是为全国三亿户以上家庭构建覆盖城乡、低成本的信息高速公路, 首期将用 2 到 3 年时间, 建设连接全国部分大中城市、用户规模达到 1,000 万户的我国下一代广播电视网, 这又将保证光纤需求不减。

2.2 毛利率提升趋势不改: 预制棒价格上涨, 原辅料价格低位

由于 09 年光纤光缆供求失衡, 短期供不应求, 运营商光纤集采价格由 08 年 72 元/芯公里上涨到 09 年 86.8 元/芯公里, 预计 2010 年将回落至 80 元/芯公里, 而这与行业协会测算的合理价格基本一致, 因此价格回落在所难免。

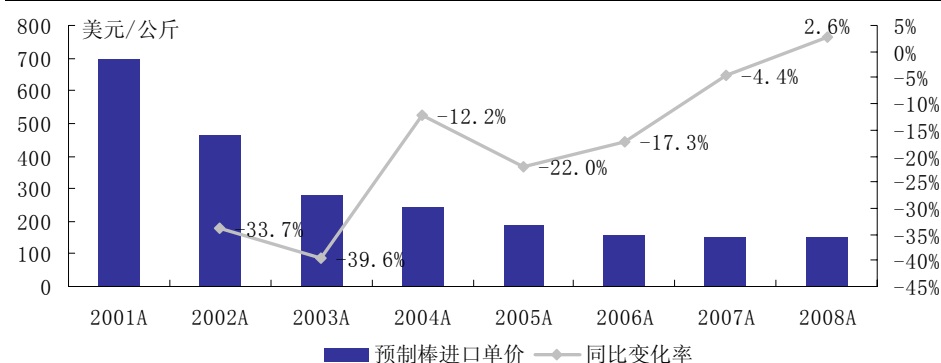
09 年上半年日元升值, 100 日元兑人民币中间价由 6.8 元上升到 7.3 元, 预制棒价格也较 08 年上升约 10%, 短期内对厂商带来成本压力。然而, 从长期看预制棒价格并无上涨动力。根据有关专家对国际光纤预制棒价格与预制棒制造技术进展情况分析, 未来 3 年-5 年单模预制棒的价格呈下降趋势, 在四氯化硅原料国产化后, 预制棒价格可降至 110 美元/公斤。通过技术不断提升, 5 年以后该价格将进一步降至约 80 美元/公斤以下, 达到国际水平。

图5. 2001-2010 年光纤价格走势, 2008 年 8 月-2009 年 7 月 100 日元兑人民币中间价



资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

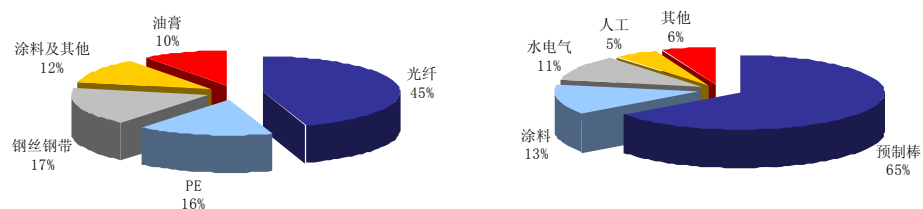
图6. 2001-2008 年我国预制棒进口价格走势



资料来源：东海证券研究所

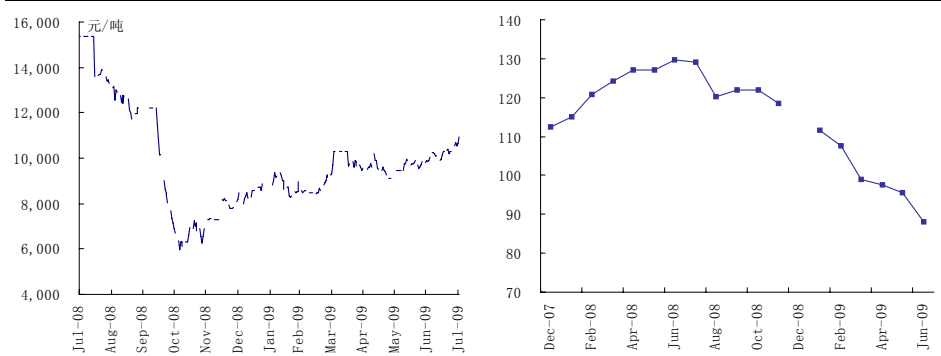
光缆成本中 46%主要为光纤，16%为 PE，17%为钢带，12%为涂料，10%为油膏；光纤成本中 66%为预制棒，13%涂料，水电、人工等占 22%。预制棒价格短期上涨，长期趋降。PE 料较 08 年底上涨 29%至 10,950 元/吨，但仍未回到 08 年中 15,375 元/吨的高位，09 年持续在低位运行的可能性较大。AT 涂料的价格走势也与 PE 料相同。

图7. 光缆成本构成，光纤成本构成



资料来源：东海证券研究所

图8. LLDPE 期货收盘价走势，涂料类产品出口价格指数 (HS2) 走势



资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

因日元升值，年内上游预制棒进口价格上涨约 10%，这将降低光纤毛利率 4-5 个百分点，但光纤集采价格上涨带动毛利率的提升幅度更高，可达 12-13 个百分点，光纤毛利率的提升趋势不过会改变，预计 09 年同比提升幅度可达 8-9 个百分点。

图9. 光纤毛利率敏感性分析

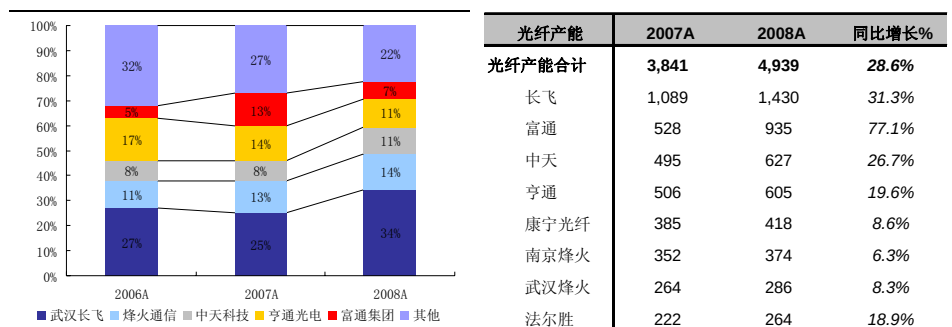
光纤毛利率 变化百分点	预制棒价格变化幅度							
	-3%	0%	3%	6%	9%	15%	18%	21%
-3%	(0.82)	(2.35)	(3.88)	(5.41)	(6.93)	(9.99)	(11.52)	(13.05)
0%	1.48	0.00	(1.48)	(2.96)	(4.45)	(7.41)	(8.89)	(10.37)
3%	3.65	2.21	0.77	(0.66)	(2.10)	(4.98)	(6.42)	(7.86)
6%	5.70	4.30	2.90	1.51	0.11	(2.69)	(4.09)	(5.48)
9%	7.63	6.28	4.92	3.56	2.20	(0.52)	(1.88)	(3.24)
12%	9.47	8.14	6.82	5.50	4.17	1.53	0.20	(1.12)
15%	11.20	9.91	8.62	7.34	6.05	3.47	2.18	0.89
18%	12.85	11.59	10.34	9.08	7.83	5.31	4.06	2.80
21%	14.41	13.19	11.97	10.74	9.52	7.07	5.84	4.62

资料来源：东海证券研究所

2.3 市场份额向行业前 5 名集中

06 年行业前 5 名厂商占据着 68% 的市场份额，08 年已经上升到 78%，集中度进一步加强，我们认为行业集中度仍有望进一步提高。中天科技 08 年占据着 11% 的市场份额，09 年中国移动 3,000 万芯公里招标中公司也获得 11% 的份额。09 年需求猛增给边缘企业喘息机会，但由于行业利润率并不高，小厂商并没有盲目扩产，只有排名靠前的企业谨慎扩张，光纤供需失衡状况并不会迅速转变。

图10. 2006-2008 年各厂商光纤光缆市场份额，2007-2008 年光纤产能增长速度



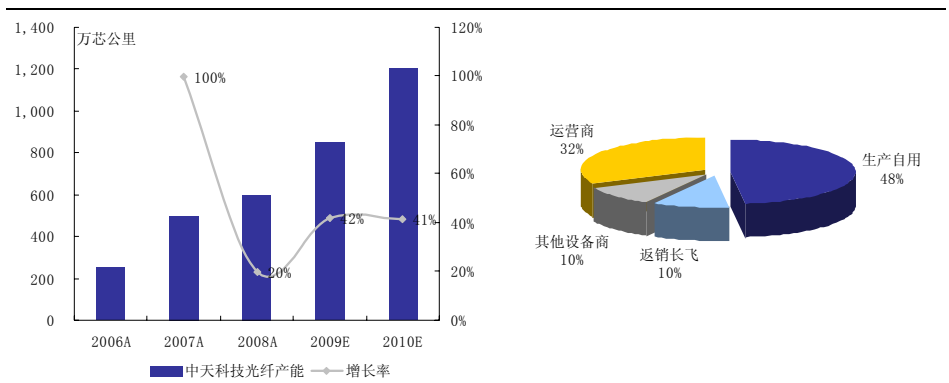
资料来源：东海证券研究所

2.4 中天科技光纤自用比例提高，集团规划预制棒项目

公司已拥有 11 座光纤拉丝塔 21 条生产线，产能较年初扩张 50%，预计年内可拥有 12 座拉丝塔，2010 年将实现 14 座拉丝塔的生产规模，光纤产能超过 1,200 万芯公里。07 年公司光纤 48% 为自用，32% 为运营商集采，10% 返销长飞，

10%其他设备商，08年公司自产 OPGW 及光缆等需求增长，光纤自用比例提高，而目前预计自用比例已接近 100%。

图11. 2006-2010 年中天科技光纤产能变化，2007 年中天科技光纤销向



资料来源：东海证券研究所，公司数据

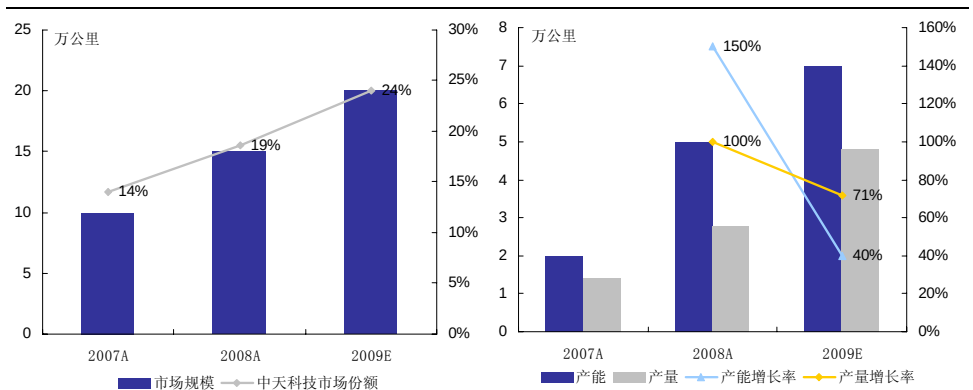
中天科技集团为把握产业链主动权，抓住利润丰厚的上游预制棒，集团也正筹划预制棒项目，预计将采用中外合资的方式进行。作为与光纤光缆配套的预制棒项目，我们认为项目建设进程缓慢，并不会对公司短期业绩起到积极作用。

3. 射频电缆：3G 拉动，收入增幅低于销量增幅

运营商 3G 建设对射频电缆需求加大，09 年市场规模将达到 20 万公里，同比增长 30%，其中中国移动 8 万公里，中国电信 8 万公里，中国联通 4 万公里。公司在中国电信招标中排名第二，综合市场份额在 30%左右。

公司出于对明年射频电缆市场的保守判断，射频电缆产能扩张采取了谨慎策略，虽然产能已扩张至 7 万公里/年，但扩张方式不再以添加生产线为主，而是采取提高生产线速度的方式。

图12. 射频电缆市场规模及公司份额，中天科技射频电缆产能、产量



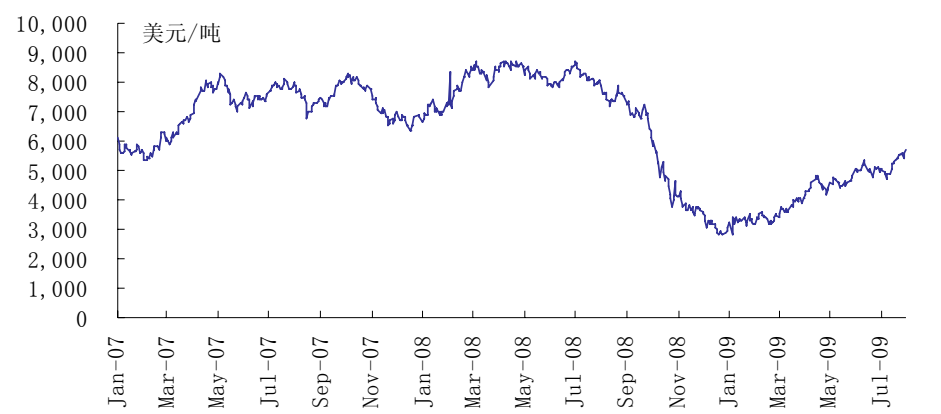
资料来源：东海证券研究所，公司数据

另外，公司积极拓展运营商以外的客户，已经将产品线渗透至漏泄同轴电缆，向地铁、轻轨以及高铁领域进军，虽然目前市场规模有限，但随着我国有轨交通建设的不断升级并凭借公司品牌优势，有望在该领域取得突破，目前公司已参与南通、上海两地的地铁建设。

09 年行业产能扩张迅速，预计将超过 44 万公里，产能过剩现象凸显，预计 2010 年公司射频电缆产品出货量增速将大幅下降。在运营商招标中，价格指标占 60%，技术水平占 20%，认证占 10%，售后服务 10%，价格因素起到主导地位，在行业供大于求的局面下，进一步加剧了厂商竞争激烈程度，2010 年产品毛利率存在下降趋势。虽然行业竞争日趋激烈，但公司射频产品的领先地位短期内难以撼动。公司引进著名电缆设备制造商新物理发泡生产线、氩弧焊轧纹生产线以及全套安捷伦在线检测仪，保证了产品品质，产品市场份额已经由 07 年的 14% 上升至 09 年的 24%，毛利率也可以保持 20% 左右的水平。射频电缆行业壁垒正逐渐形成，前 3 年厂商江苏亨鑫、珠海汉胜及中天科技，占据着 50% 以上的市场份额，并存在进一步集中的趋势。

铜在射频电缆产品中的成本占比在 75%-85% 之间，公司与运营商签订浮动合同，若铜价上下浮动 15%，公司将主动调整价格。08 年上半年期铜价格均价为 4,266 美元/吨，较 08 年全年下降 38%，因此虽然 09 年公司出货量预计将同比增长 71%，但销售收入增幅低于出货量增幅，预计 09 年收入增幅在 40%，2010 年增幅回落至 10% 左右。

图13. LME3 期铜收盘价格走势



资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

4. OPGW：需求平稳增长可期

OPGW 即光纤复合架空地线，是将光纤复合在输电线路的架空地线中，与输电线路架空地线同时设计安装，一次完成架设。OPGW 不仅满足架空地线的机械、电气特性，而且要满足传输特性。由于 OPGW 具有通信及电信传输的双重功能，

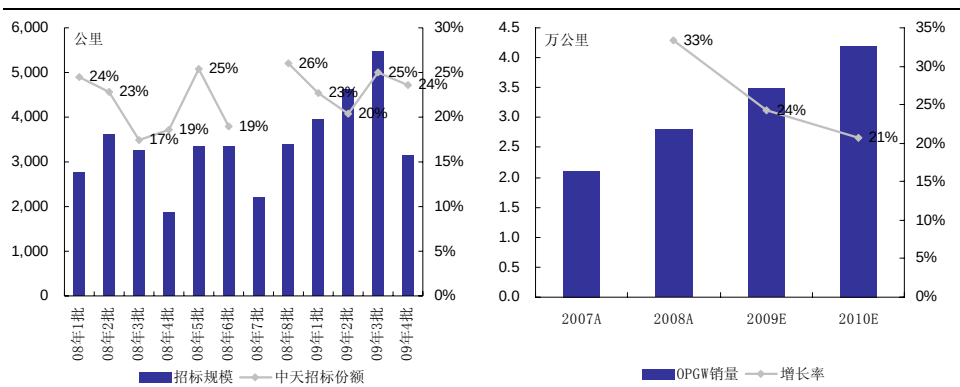
使其应用广泛。

早在1985年，美、英、德、意、日等国家的OPGW厂商就进入中国市场，此后的10多年间，中国OPGW市场几乎是百分之百被外国公司垄断。当时价格高达每公里16.5万元，几乎相当于现在国货价格的10倍。2000年，中天科技有限公司与日立公司合资成立生产钢管结构OPGW光缆的公司。此后中天开发出全新的塑料内衬复合不锈钢管型OPGW光缆，取得了国家发明专利，成为国内首家通过国家最高级别鉴定的OPGW专业生产厂家，中天还开发出铝包不锈钢管型和防雷OPGW。随后特发，通光，亨通，苏州古河，汇源等公司进入OPGW光缆领域，外国的OPGW产品生存空间降低，随后完全退出了中国市场。

OPGW需求稳定，不考虑非经常性因素，预计未来需求量每年将增长20-25%。08年受到灾后重建的刺激，公司OPGW销量同比增长33%，09年又受到电网投资规模加大的刺激，OPGW销量有望保持25%左右的增长速度。另外中天的OPGW也出口到俄罗斯、波兰、南非、西班牙等多个国家，出口增长也将巩固OPGW的平稳增长态势。

虽然目前行业内7-8家厂商的竞争激烈，但由于产品成熟，厂商大幅降价的可能不大，公司OPGW产品毛利率也维持在18%左右的水平。在国家电网招标中，08年公司取得23%的市场份额，09年的前4次招标规模合计为1.72万公里，同比增长49%，公司份额均在20%以上，显示出公司在OPGW上具有较强的竞争力。

图14. 2008-2009年国家电网OPGW招标及中天份额，2007-2010年中天科技OPGW销量增长



资料来源：东海证券研究所，国家电网

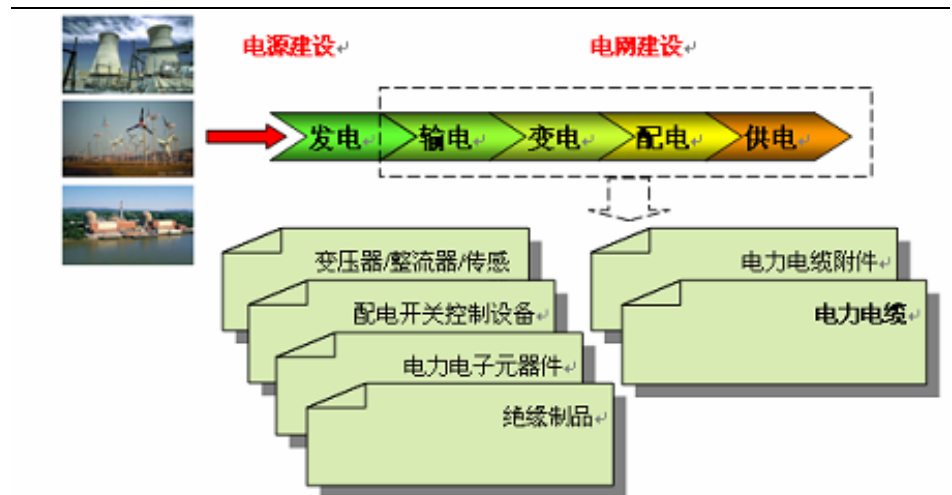
5. 特种导线：存在长期快速增长可能

5.1 “重电源轻电网”投资结构将逐步转变

我国多年来电力建设存在“重发轻供”的管理弊端，造成我国输配电网的建设落后于电源建设。“十五”期间的电荒导致电源投资的大幅增长，2002年我国发电设备装机容量比2001年仅增长5.34%，而2003、2004年分别增长7.8%

和 12.6%，2005 年更高达 15.4%，大批电源项目的相继投产，加剧了电源与电网之间的失衡。相关资料表明，发电、输电和配电应有的合理投资比例，发达国家三者比例一般为 1: 0.45: 0.7，输电和配电之和高于发电；我国投资比例则为 1: 0.26: 0.2，远低于发达国家。

图15. 电源建设与电网建设示意图



资料来源：东海证券研究所

国家逐渐认识到电网建设的重要，在“十一五”规划中明确提出了在电源建设的同时加大投资进行输电网和配电网建设，电网建设总投资额将超过 1.2 万亿元，为前期 3 年城乡电网建设、改造投资总额的 2 倍多，其中 09 年电网投资将同比增长 18% 左右。电网投资在电力投资中的比重也由 2005 年的 31.1% 上升到 2007 年的 44.6%，2008 年得益于第四季度加大电网投资措施的落实，全年电网投资比重突破 50%，电网电源投资比重发生逆转，预计 09 年这一比例有望提高至 60%。

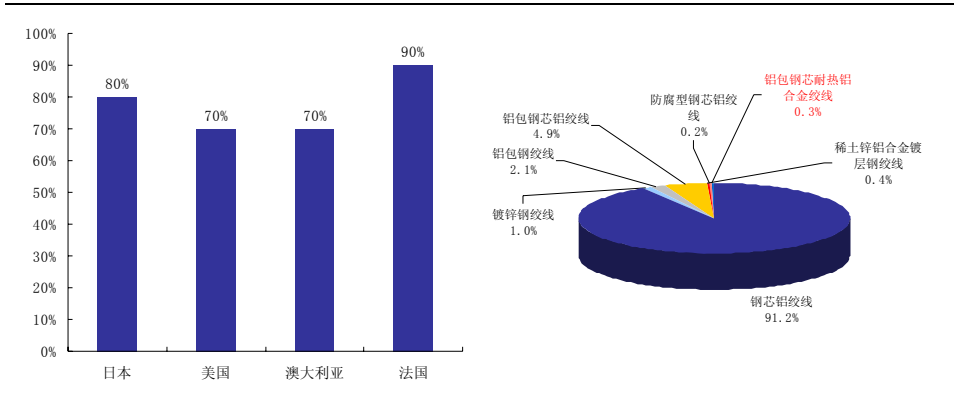
5.2 厂商数量多，集中度低，竞争激烈

据统计，目前我国电线电缆行业内的大小企业达 9,800 家之多，形成规模生产的也有 2,300 家左右，更小规模的企业更是数不胜数。电线电缆行业生产集中度低，最大的企业所占市场份额也不过在 1%-2%，同发达国家产业高度集中的特点形成了鲜明对比。这也进一步导致价格竞争激烈，产品毛利率长期停留在 10% 以下。

5.3 公司特种导线优势显著

从电网建设的投资结构上看，特高压电网将逐步提高至 13%，220-550kV 电压等级占比将下降。目前电网铺设用导线以普通导线为主，使用特种导线的比例仅约为 3-4%，而在日本、欧美等发达国家这一比例已经达 70% 以上，预计未来 3 年特种导线的使用率将达到 10% 以上。中天科技在特种导线的市场份额高达 50%，无疑是长期需求的最大受益者。

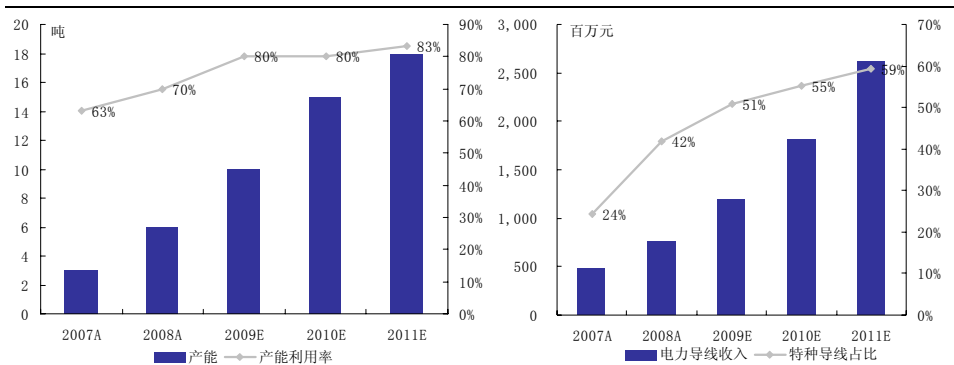
图16. 国外特种导线使用率，国家电网 09 年第 5 批导线部分招标构成



资料来源：东海证券研究所，国家电网

中天科技收购上海铝线厂后，产品研发能力得到显著提高，多种产品已经处于国内领先水平，研发费用率每年保持在 9% 以上。中天铝线厂的拉丝机、时效炉等以及检测仪表等关键设备都源自进口，进一步保证了产品品质。电力缆产品主要分为普通导线、特种导线，其中 08 年特种导线收入占导线产品收入的比例为 42%，较 07 年提高了 18 个百分点。08 年电力缆毛利率提升至 15.5%，同比提高 0.7 个百分点，预计 09 年仍保持提升势头：（1）特种导线毛利率较普通导线高出 12 个百分点左右，而由于国家对特高压电网建设的投入扩大，对特种导线产品采购量也日益增长，产品结构的优化促使导线产品整体毛利率稳步提升；（2）公司在 09 年铝价低位期间购入大量铝材料，而近期铝价有所反弹，低价铝也将成为 09 年公司导线产品毛利提升的因素。

图17. 中天科技电力导线产能利用率预测，中天科技电力导线收入及特种导线占比预测



资料来源：东海证券研究所，公司数据

6. 海缆：成长空间巨大

不考虑 UJ 认证，公司海缆收入有望保持 50% 的增速。

公司海缆产品包括浅海光缆、海底光电复合缆以及深海光缆。浅海光缆的订单主要来自军方、沿海电信公司的岛岛通，单价在 10-15 万元/公里。我国

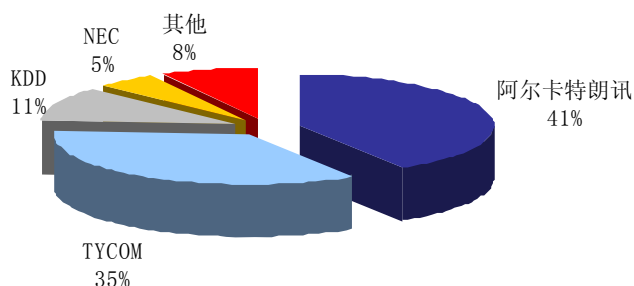
拥有 1.8 万公里长的海岸线，6,000 多个大小岛屿散布在海岸的外缘，随着经济发展及国家边防需求的不断增长，预计浅海光缆需求量仍会保持平稳增长。

海底光电复合缆受益于石油钻井、风力发电的兴起，增长步伐有所加快，单价在 100 万元/公里左右。根据我国石油发展规划，我国海洋石油开发将迎来一个高速发展期，计划在 2010 年前使海洋石油的开采规模达到 2003 年的两倍。2003 年中国海洋石油产量为 3,336 万吨，预计今后五年中国将有 1,200 亿元的投资用于海洋石油开发，光电复合缆也将从中受益。公司海底光电复合缆已成功应用于我国首个海上风力电厂机组——中国海洋石油项目、华能风电场、中电投风电场等项目，并参与了越南第一个海缆工程的项目。仅考虑浅海光缆及海底光电复合缆的增长，预计未来 3 年海缆收入复合增长率也可达到 50%。

深海光缆借助 UJ 认证打开销路。我们认为公司深海光缆发展前景更值得期待。用于国际通信的深海光缆由于长期被 4-5 国际厂商垄断，公司进入招标存在困难，目前正申请 UJ 认证，已经通过全部测试项目，预计 8 月份可拿到认证参与投标，为国际厂商 OEM，届时销路将得到极大拓宽。

全球海缆市场景气上升，中天迎来介入良机。全球海缆市场正经历着 2001 年以来的新一轮投资景气周期。海缆行业通常 6-7 年为一个景气周期，上世纪 90 年代建立的海缆系统由于容量小、维护成本高在被逐渐淘汰，且全球网络 IP 化以及宽带多媒体业务、高速英特网驱动全球带宽需求爆炸性增长，对传输容量要求的不断提高，因此，来自下游产业升级的需求或将保持行业的高景气度。仅亚太地区未来 3 年就将有 10 万公里海缆待建。除产业升级外，国际海缆巨头在 2001 年电信泡沫破灭后出售部分产能，至今未有产能扩充举措，目前全球海缆产能紧张，也推动了行业景气度的逐渐上升，以上这些都为中天科

图18. 国际海缆市场份额



资料来源：东海证券研究所

技进入国际海缆市场提供了良机。

国际厂商垄断，利润丰厚。由于市场的专业化和难度大，进入门槛高，目前全球公认的有能力承担大型海缆工程总承包商的公司相对较少，一直被 4-5 家国际性公司垄断。其中占据份额最大的就是阿尔卡特朗讯和 TYCO。阿尔卡特朗讯和 TYCO 公司的海底光缆分公司 TYCOM 分别占据着市场份额的 41%、35%，日本 KDD、NEC 份额分别为 11%和 5%，其他公司分享了其余市场。深海光缆的价格遵循国际标准（国际深海光缆为国际海缆俱乐部成员垄断，成员数有限），不存在价格竞争，因此利润可观。

7. 房地产业务贡献未来 2 年收益

公司南通如东县中坤苑项目尚有 10 万平方米商品房等待出售，按照 09 年上半年平均售价为 3,140 元/平方米计算，公司将在今后两年确认 3.1 亿元的收入，09 年上半年公司已经实现收入约 1 亿元，预计全年收入与 08 年基本持平，2010 年确认其余收入。目前全国商品房销量回暖，房价也略有上涨，公司房产也存在提价预期，届时利润率有望提高。

8. 盈利预测假设

- ✓ 通信缆、电力缆双重驱动公司成长，预计 2009-2011 年营业收入规模将达 40.5 亿元、50.8 亿元、62.8 亿元，分别同比增长 42.1%、25.3%、23.7%。
 - 光纤光缆：09 年销量同比增长 38%，价格同比上涨 17%，2010-2011 年销量保持 25%的平稳增长，价格每年同比下降 8%左右。
 - OPGW：2009-2011 年销量每年同比增长 25%，价格每年同比下降 3%。
 - 射频电缆：由于铜价下跌，2009 年产品价格分别同比下降 22%，2010、2011 年维持，09 年销量同比激增 75%，2010-2011 年增速均在 10%左右。
 - 电力导线：受益于电网投资的拉动，09 年公司产品销售量同比增长 150%，但铝价下跌，售价同比下降 40%，2010、2011 年销量分别同比增长 50%左右。
 - 海缆：不考虑 UJ 认证，2009-2011 年收入复合增长率为 37%。
 - 房地产：09 年确认收入约 2 亿元，2010 年 1.4 亿元。
- ✓ 2009-2011 年综合毛利率分别为 21.8%、20.1%、20%，分别同比变化 2.8 个百分点、-1.7 个百分点、-0.2 个百分点。
 - 通信缆：09 年光纤提价，带动通信缆毛利率同比提高 4.7 个百分点，光纤供需平衡后，2010、2011 年分别同比下降 3.5 个百分点、2 个百分点。

- 电力缆：电力导线产品结构优化，特种导线销量占比提升，高毛利率的海缆收入占比提升，2009-2011 年电力缆毛利率分别同比提升 1.6 个百分点、0.1 个百分点、1.3 个百分点。

表3. 中天科技盈利预测假设

百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10
收入	1,981.2	2,853.0	4,053.6	5,078.9	6,283.1	44.0%	42.1%	25.3%	23.7%
通信缆	962.5	1,272.7	1,778.2	2,053.6	2,399.9	32.2%	39.7%	15.5%	16.9%
光纤光缆	624.3	840.0	1,253.6	1,427.7	1,659.2	34.6%	49.2%	13.9%	16.2%
光纤	160.0	150.0	139.5	146.5	153.8	-6.3%	-7.0%	5.0%	5.0%
普通光缆及ADSS	464.3	690.0	1,114.1	1,281.2	1,505.4	48.6%	61.5%	15.0%	17.5%
OPGW电力特种光缆	338.2	432.7	524.6	625.9	740.7	27.9%	21.3%	19.3%	18.3%
电力缆	829.5	1,389.6	2,079.2	2,884.1	3,883.1	67.5%	49.6%	38.7%	34.6%
射频电缆	264.5	433.4	591.6	668.7	746.0	63.9%	36.5%	13.0%	11.6%
钢芯铝绞线、铝合金绞线及其他	485.1	756.2	1,195.0	1,815.7	2,616.3	55.9%	58.0%	51.9%	44.1%
普通导线	367.0	440.2	586.4	812.7	1,066.7	20.0%	33.2%	38.6%	31.3%
特种导线	118.1	316.0	608.6	1,003.0	1,549.6	167.6%	92.6%	64.8%	54.5%
海缆	80.0	200.0	292.6	399.7	520.9	150.0%	46.3%	36.6%	30.3%
浅海光缆	35.0	50.0	61.8	75.1	89.2	42.9%	23.5%	21.6%	18.8%
海底光电复合缆	45.0	150.0	230.9	324.6	431.7	233.3%	53.9%	40.6%	33.0%
房地产	189.2	190.7	196.2	141.3	-	0.8%	2.9%	-28.0%	-100.0%
收入占比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
通信缆	48.6%	44.6%	43.9%	40.4%	38.2%	-4.0%	-0.7%	-3.4%	-2.2%
光纤光缆	31.5%	29.4%	30.9%	28.1%	26.4%	-2.1%	1.5%	-2.8%	-1.7%
光纤	8.1%	5.3%	3.4%	2.9%	2.4%	-2.8%	-1.8%	-0.6%	-0.4%
光缆	23.4%	24.2%	27.5%	25.2%	24.0%	0.8%	3.3%	-2.3%	-1.3%
电力特种光缆	17.1%	15.2%	12.9%	12.3%	11.8%	-1.9%	-2.2%	-0.6%	-0.5%
电力缆	41.9%	48.7%	51.3%	56.8%	61.8%	6.8%	2.6%	5.5%	5.0%
射频电缆	13.3%	15.2%	14.6%	13.2%	11.9%	1.8%	-0.6%	-1.4%	-1.3%
钢芯铝绞线、铝合金绞线及其他	24.5%	26.5%	29.5%	35.7%	41.6%	2.0%	3.0%	6.3%	5.9%
普通导线	18.5%	15.4%	14.5%	16.0%	17.0%	-3.1%	-1.0%	1.5%	1.0%
特种导线	6.0%	11.1%	15.0%	19.7%	24.7%	5.1%	3.9%	4.7%	4.9%
海缆	4.0%	7.0%	7.2%	7.9%	8.3%	3.0%	0.2%	0.7%	0.4%
浅海光缆	1.8%	1.8%	1.5%	1.5%	1.4%	0.0%	-0.2%	0.0%	-0.1%
海底光电复合缆	2.3%	5.3%	5.7%	6.4%	6.9%	3.0%	0.4%	0.7%	0.5%
房地产	9.6%	6.7%	4.8%	2.8%	0.0%	-2.9%	-1.8%	-2.1%	-2.8%
毛利率	17.2%	19.0%	21.8%	20.1%	20.0%	1.8%	2.8%	-1.7%	-0.2%
通信缆	20.8%	23.1%	27.8%	24.3%	22.3%	2.4%	4.7%	-3.5%	-2.0%
电力缆	13.8%	15.5%	17.1%	17.2%	18.5%	1.7%	1.6%	0.1%	1.3%
房地产	14.3%	17.4%	18.0%	18.0%	18.0%	3.1%	0.6%	0.0%	0.0%
毛利贡献率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
通信缆	58.5%	54.2%	55.8%	48.9%	42.7%	-4.3%	1.7%	-7.0%	-6.2%
电力缆	33.6%	39.7%	40.2%	48.6%	57.3%	6.1%	0.5%	8.5%	8.7%
房地产	7.9%	6.1%	4.0%	2.5%	0.0%	-1.8%	-2.1%	-1.5%	-2.5%

资料来源：东海证券研究所

表4. 中天科技盈利预测

单位: 百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10
营业收入	1,162.3	1,988.4	2,912.1	4,053.6	5,078.7	6,283.1	46.5%	39.2%	25.3%	23.7%
增长率	62.0%	71.1%	46.5%	39.2%	25.3%	23.7%	-24.6%	-7.3%	-13.9%	-1.6%
通信缆	927.5	962.5	1,272.7	1,778.2	2,053.6	2,399.9	32.2%	39.7%	15.5%	16.9%
电力缆	174.7	829.5	1,389.6	2,079.2	2,883.9	3,883.2	67.5%	49.6%	38.7%	34.7%
房地产	30.7	189.2	190.7	196.2	141.3	0.0	0.8%	2.9%	-28.0%	-100.0%
综合毛利率	18.8%	17.3%	19.3%	21.8%	20.1%	20.0%	2.1%	2.5%	-1.7%	-0.2%
营业成本	944.2	1,644.9	2,349.4	3,168.4	4,057.7	5,029.5	42.8%	34.9%	28.1%	24.0%
营业税金及附加	3.5	14.8	17.8	24.3	29.5	34.6	20.6%	36.3%	21.1%	17.3%
期间费用率	12.1%	9.7%	11.2%	10.1%	9.2%	8.7%	1.5%	-1.1%	-0.9%	-0.5%
销售费用	87.1	122.5	205.9	275.6	320.0	370.7	68.1%	33.9%	16.1%	15.9%
销售费用率	7.5%	6.2%	7.1%	6.8%	6.3%	5.9%	0.9%	-0.3%	-0.5%	-0.4%
管理费用	45.3	49.6	68.1	89.2	106.7	113.1	37.2%	31.0%	19.6%	6.0%
管理费用率	3.9%	2.5%	2.3%	2.2%	2.1%	1.8%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.3%
财务费用	8.5	19.9	51.4	44.6	40.6	62.8	158.3%	-13.2%	-8.9%	54.6%
财务费用率	0.7%	1.0%	1.8%	1.1%	0.8%	1.0%	0.8%	-0.7%	-0.3%	0.2%
资产减值损失	5.5	5.8	9.2	11.1	12.3	14.1	57.5%	21.2%	10.8%	14.6%
公允价值变动净收益	0.0	(1.7)	0.7	0.0	0.0	0.0	-141.3%	-100.0%	NA	NA
投资净收益	2.1	6.6	(5.2)	0.0	0.0	0.0	-178.6%	-100.0%	NA	NA
营业利润	70.3	135.8	205.9	440.4	512.1	658.3	51.6%	113.8%	16.3%	28.6%
增长率	56.0%	93.1%	51.6%	113.8%	16.3%	28.6%	-41.5%	62.2%	-97.5%	12.3%
营业利润率	6.1%	6.8%	7.1%	10.9%	10.1%	10.5%	0.2%	3.8%	-0.8%	0.4%
加: 营业外收入	0.7	7.9	12.6	13.5	15.0	17.0	58.3%	7.3%	11.1%	13.3%
减: 营业外支出	1.9	5.7	3.4	3.8	4.0	4.1	-39.1%	10.2%	5.3%	2.5%
利润总额	69.2	138.1	215.1	450.1	523.1	671.2	55.7%	109.3%	16.2%	28.3%
减: 所得税	20.0	35.6	43.6	90.0	104.6	134.2	22.3%	106.7%	16.2%	28.3%
实际所得税率	28.9%	25.8%	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%	-5.5%	-0.3%	0.0%	0.0%
净利润	49.2	102.5	171.5	360.0	418.4	536.9	67.3%	109.9%	16.2%	28.3%
减: 少数股东损益	9.7	18.2	25.5	54.0	62.8	80.5	40.2%	111.7%	16.2%	28.3%
归属于母公司所有者的净利润	39.5	84.3	146.0	306.0	355.7	456.4	73.2%	109.6%	16.2%	28.3%
增长率	67.7%	113.4%	73.2%	109.6%	16.2%	28.3%	-40.2%	36.4%	-93.4%	12.1%
净利润率	3.4%	4.2%	5.0%	7.5%	7.0%	7.3%	0.8%	2.5%	-0.5%	0.3%
每股收益(元)	0.12	0.26	0.46	0.95	1.11	1.42	73.2%	109.6%	16.2%	28.3%

资料来源: 东海证券研究所

9. 重申“买入”评级

预计公司 2009-2011 年 3 年营业收入复合增长率 29%，归属母公司所有者的净利润复合增长率为 46%，2009-2011 年每股收益分别为 0.95 元、1.11 元、1.42 元，高于市场预期均值的 0.68 元、0.84 元、1.00 元，对应动态市盈率分别为 22x、19x、15x，目前通信板块 09 年平均估值水平为 33x，光通信板块 27x，公司估值优势显著。

我们认为公司 09 年合理的动态 PE 为 26 倍，对应股价为 24.70 元，另外考虑公司持有即将上市的武汉光讯 18%的股权，可增厚公司每股价值 2 元，我们给予公司目标价为 26.70 元，重申“买入”评级。

表5. 通信板块估值水平

公司简称	代码	投资 评级	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	股价 (元)	每股收益			市盈率			CAGR 08/10年	PEG 09E	最新 市净率
						08A	09E	10E	08A	09E	10E			
电信运营														
中国联通	600050.SH	中性	1,680.9	1,680.9	7.93	0.93	0.25	0.28	8.5x	31.9x	28.3x	1.8%	18.0x	2.4x
平均值									8.5x	31.9x	28.3x			2.4x
系统设备及相关														
中兴通讯	000063.SZ	买入	615.1	492.9	33.59	0.91	1.24	1.53	37.1x	27.1x	22.0x	30.8%	0.9x	4.3x
武汉凡谷	002194.SZ	买入	99.6	25.2	17.91	0.59	0.74	0.92	30.3x	24.3x	19.5x	30.7%	0.8x	5.1x
平均值									33.7x	25.7x	20.7x			
光通信														
烽火通信	600498.SH	买入	81.7	39.8	19.93	0.43	0.58	0.72	46.6x	34.6x	27.5x	41.1%	0.8x	3.3x
亨通光电	600487.SH	买入	37.4	37.4	22.53	0.64	0.87	1.08	35.1x	25.8x	20.9x	30.9%	0.8x	3.2x
中天科技	600522.SH	买入	66.8	56.4	20.83	0.46	0.95	1.11	45.8x	21.8x	18.8x	61.6%	0.4x	4.9x
平均值									42.5x	27.4x	22.4x			4.1x
网络优化														
三维通信	002115.SZ	增持	21.6	10.0	17.98	0.47	0.66	0.84	38.2x	27.1x	21.4x	34.0%	0.8x	5.6x
奥维通信	002231.SZ	中性	15.3	3.9	14.30	0.19	0.39	0.49	76.4x	36.8x	28.9x	14.7%	2.5x	4.0x
平均值									57.3x	32.0x	25.2x			4.8x
通信卡														
东信和平	002017.SZ	中性	18.1	17.8	11.78	0.27	0.34	0.44	43.0x	34.8x	26.9x	18.1%	1.9x	3.7x
恒宝股份	002104.SZ	中性	29.8	15.7	10.13	0.28	0.35	0.44	36.7x	28.8x	23.0x	28.2%	1.0x	6.0x
平均值									39.8x	31.8x	25.0x			6.0x
增值服务														
北纬通信	002148.SZ	增持	21.5	12.8	28.49	0.46	0.57	0.77	62.4x	49.7x	37.2x	22.0%	2.3x	5.7x
拓维信息	002261.SZ	增持	34.8	17.9	31.15	0.70	0.83	1.03	44.4x	37.4x	30.1x	22.2%	1.7x	6.3x
平均值									53.4x	43.5x	33.7x			6.0x
其他														
中创信测	600485.SH	中性	22.5	22.5	16.45	0.42	0.55	0.75	39.6x	30.0x	21.9x	56.1%	0.5x	6.2x
国脉科技	002093.SZ	中性	46.6	12.8	17.44	0.29	0.43	0.59	60.1x	40.6x	29.6x	41.5%	1.0x	10.4x
北斗星通	002151.SZ	增持	29.3	7.4	32.24	0.50	0.65	0.80	64.0x	49.9x	40.4x	24.5%	2.0x	9.9x
平均值									54.6x	40.2x	30.7x			7.4x
通信板块均值									43.5x	33.3x	26.5x			5.3x

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯（除中天科技盈利预测外，其余均为市场预测均值）

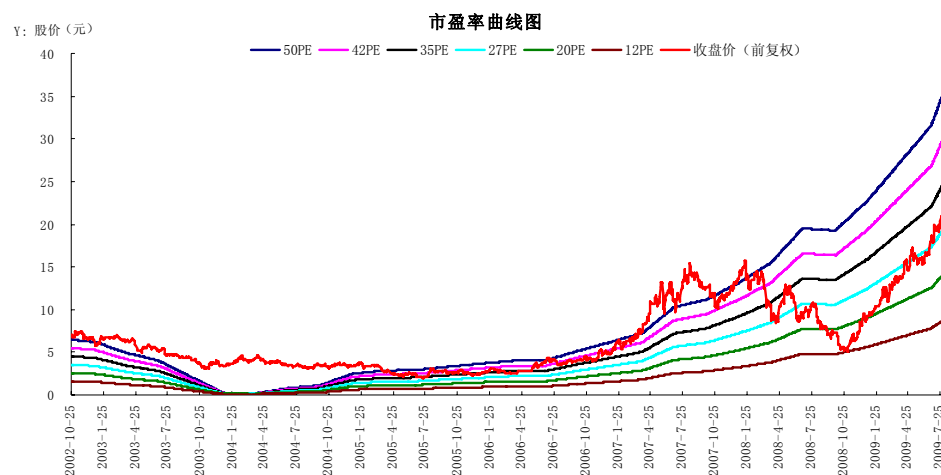
近期刺激因素

- （1）武汉光讯在深市中小板上市。
- （2）UJ 认证获得通过。
- （3）中报业绩有望超过市场预期。

风险提示

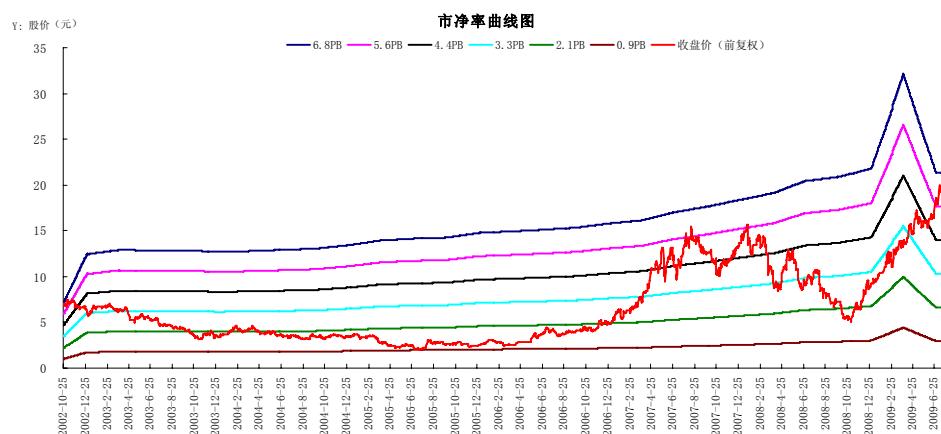
- （1）铝价、铜价上涨带来的成本压力。
- （2）第二股东继续减持，可能造成股价上涨压力。

图19. 中天科技 PE 曲线



资料来源: 东海证券研究所

图20. 中天科技 PB 曲线



资料来源: 东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 通信传媒行业高级分析师, 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 2 年证券研究经验, 曾为天相投顾通信行业研究员; 2009 年 7 月加盟东海证券研究所。

重点跟踪公司: (通信) 中国联通, 中兴通讯, 武汉凡谷, 亨通光电, 中天科技, 烽火通信, 北纬通信, 拓维信息, 三维通信, 亿阳信通, 东信和平, 恒宝股份, 国脉科技, 北斗星通; (传媒) 歌华有线, 天威视讯, 广电网络, 博瑞传播, 中视传媒, 北巴传媒, 中信国安, 电广传媒, 鹏博士。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122