

外延扩张与内生增长的惟妙结合

中天科技 (600522)

评级: 买入 (维持)

股价: 21.09 元

目标价位: 26.70 元

跟踪报告

2009 年 8 月 31 日 星期一

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 26.70 元

升值潜力 (%) 26.6%

目标价确定日期: 09.07.30

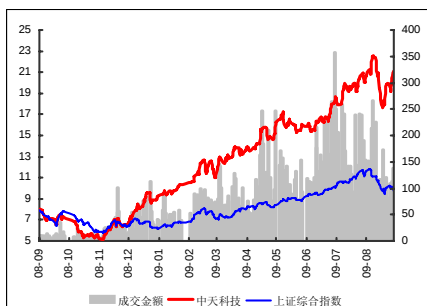
重要数据

总股本(亿股)	3.21
流通股本(亿股)	2.71
总市值(亿元)	67.66
流通市值(亿元)	57.11

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	2.31	18.47
3 个月	31.89	23.24
6 个月	91.50	54.16

个股相对上证综指走势图



相关报告:

《不断开拓进取的特种线缆龙头》

09.08.05

《量价双升、结构优化, 业绩有望超预期表现》

09.07.30

投资要点

- 2009 年 1-6 月公司实现营业收入 18.32 亿元, 同比增长 30.3%; 营业利润 2.23 亿元, 同比增长 96.7%; 归属母公司所有者的净利润 1.55 亿元, 同比增长 88.9%; 摊薄每股收益 0.48 元, 业绩符合我们的预期。其中二季度公司实现营业收入 11.31 亿元, 同比增长 28.1%; 归属母公司所有者的净利润 9,883 万元, 同比增长 81.8%, 每股收益 0.31 元。
- **通信、电力产品齐发力, 房产销售额超预期。**①通信缆收入为 6.7 亿元, 同比增长 18.6%, 其中光纤光缆受益于行业供不应求, 量价齐升, 实现收入 5.23 亿元, 同比增长 50.1%, 符合我们的预期; 由于去年 OPGW 销量基数较大, 09 年需求有所减少, 导致产品收入规模为 1.46 亿元, 同比减少 32.3%。②电力缆收入 8.64 亿元, 同比增长 36.3%, 其中射频电缆受益于国内 3G 基站建设, 收入达 2.78 亿元, 同比增长 51.4%; 导线、海缆及其他产品收入为 5.86 亿元, 同比增长 30.2%, 我们测算公司电力导线销量同比增长 100%左右, 但由于 09 年铝价较 08 年出现大幅回落导致收入增速小于销量增幅。③房产销售额 2.67 亿元, 同比增长 45.4%, 主要受益于房地产行业回暖, 商品房销售情况良好, 同时售价较 08 年也有所上升。
- **三项业务毛利率同时提升带动综合毛利率同比大幅提高 6.4 个百分点至 23.2%。**①通信缆毛利率 26.8%, 同比提升 5 个百分点, 主要是由于光纤光缆产品供不应求, 集采价格同比提高约 10-15%所致, 预计这一毛利率有望延续至 2010 年 1 季度。②电力缆毛利率 19.8%, 同比提升 7 个百分点, 略超出我们的预期, 一方面是由于高毛利率的特种导线收入比重提高, 另一方面公司在铝价低位时购入大量原材料, 降低了成本。③房产毛利率 24.6%, 同比提高 9.7 个百分点, 主要是由于商品房价格上涨所致。09 年上半年公司综合毛利率达到峰值, 预计下半年仍会持续, 2010 年开始逐步回落。
- **期间费用率 10.1%, 同比上升 2.4 个百分点。**销售费用率 7%, 同比上升 2.6 个百分点, 主要是由于公司为扩大市场份额而增加市场投入所致; 管理费用率 2.3%, 与去年基本

主要财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	1,988.4	2,912.1	3,816.0	4,664.7	5,685.9
营业收入增长率 (%)	71.1%	46.5%	31.0%	22.2%	21.9%
营业利润 (百万元)	135.8	205.9	438.2	514.9	658.8
营业利润增长率 (%)	93.1%	51.6%	112.8%	17.5%	27.9%
净利润 (百万元)	84.3	146.0	304.6	357.6	456.8
净利润增长率 (%)	113.4%	73.2%	108.6%	17.4%	27.7%
营业利润率 (%)	6.8%	7.1%	11.5%	11.0%	11.6%
每股收益 (元)	0.263	0.455	0.949	1.115	1.424
每股净资产 (元)	2.28	2.74	3.69	4.80	6.23
PE (X)	80.3	46.3	22.2	18.9	14.8
PB (X)	9.2	7.7	5.7	4.4	3.4
ROE (%)	11.5%	16.6%	25.7%	23.2%	22.9%

持平；财务费用率 0.8%，同比降低 0.5 个百分点，主要是由于利息支出减少。

- 维持公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.95 元、1.11 元、1.42 元的盈利预测，对应动态市盈率分别为 22x、19x、15x，目前通信板块 09 年动态市盈率为 33 倍，光通信板块为 26 倍，公司估值优势显著。公司受益 3G 及电网投资的双重驱动，借此良机实现了外延扩张与内生增长的惟妙结合，成长步伐日趋稳健，同时 UJ 认证公司将在近期获得，海缆业务有望在 2010 年取得突破，另外参股的光迅科技已成功上市，将增加公司长期的投资价值，因此我们重申对公司“买入”的投资评级。

表 1. 中天科技半年度业绩对比

百万元	1-2Q2009	1-2Q2008	YoY	2Q2009	2Q2008	YoY	1Q2009	QoQ
营业收入	1,832.87	1,406.79	30.3%	1,131.48	882.99	28.1%	701.39	61.3%
增长率	30.3%	77.0%	-46.7%	28.1%	86.2%	-58.0%	33.9%	-5.8%
毛利率	23.2%	16.9%	6.3%	24.0%	15.0%	8.9%	21.9%	2.0%
营业成本	1,407.84	1,169.55	20.4%	860.29	750.29	14.7%	547.55	57.1%
营业税金及附加	22.73	13.55	67.7%	20.89	3.01	593.3%	1.83	1040.8%
期间费用率	10.1%	7.7%	2.4%	9.4%	5.9%	3.5%	11.1%	-1.7%
销售费用	127.48	61.17	108.4%	78.49	28.79	172.6%	49.00	60.2%
销售费用率	7.0%	4.3%	2.6%	6.9%	3.3%	3.7%	7.0%	0.0%
管理费用	42.62	29.60	44.0%	22.03	15.84	39.1%	20.59	7.0%
管理费用率	2.3%	2.1%	0.2%	1.9%	1.8%	0.2%	2.9%	-1.0%
财务费用	14.33	17.41	-17.7%	5.82	7.70	-24.5%	8.51	-31.6%
财务费用率	0.8%	1.2%	-0.5%	0.5%	0.9%	-0.4%	1.2%	-0.7%
资产减值损失	10.98	6.72	63.4%	5.10	6.72	-24.2%	5.88	-13.4%
公允价值变动净收益	1.02	0.75	36.2%	0.00	(1.08)	-100.0%	1.02	-100.0%
投资净收益	15.95	4.29	272.0%	13.03	5.11	155.2%	2.92	347.0%
营业利润	223.87	113.81	96.7%	151.90	74.66	103.4%	71.97	111.1%
增长率	96.7%	81.0%	15.7%	103.4%	74.3%	29.2%	83.8%	19.6%
营业利润率	12.2%	8.1%	4.1%	13.4%	8.5%	5.0%	10.3%	3.2%
加：营业外收入	8.21	9.68	-15.2%	3.27	7.51	-56.5%	4.94	-33.9%
减：营业外支出	2.23	1.86	20.3%	0.87	1.21	-27.8%	1.36	-36.0%
利润总额	229.85	121.64	89.0%	154.29	80.97	90.6%	75.55	104.2%
减：所得税	46.05	25.53	80.3%	32.98	18.32	80.0%	13.07	152.3%
实际所得税率	20.0%	21.0%	-1.0%	21.4%	22.6%	-1.3%	17.3%	4.1%
净利润	183.80	96.11	91.2%	121.32	62.65	93.7%	62.48	94.2%
减：少数股东损益	28.65	13.98	104.9%	22.49	8.29	171.3%	6.16	265.1%
归属于母公司所有者的净利润	155.15	82.13	88.9%	98.83	54.36	81.8%	56.32	75.5%
增长率	88.9%	100.0%	-11.1%	81.8%	92.6%	-10.8%	102.8%	-21.0%
净利润率	8.5%	5.8%	2.6%	8.7%	6.2%	2.6%	8.0%	0.7%
每股收益（元）	0.48	0.26	88.9%	0.31	0.17	81.8%	0.18	75.5%

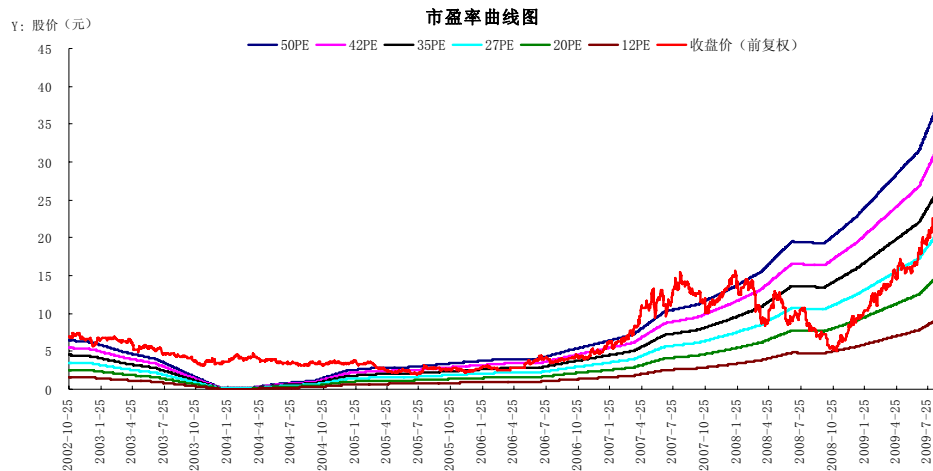
资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

表 2. 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	3,816.0	4,664.7	5,685.9	46.5%	31.0%	22.2%	21.9%
增长率	62.0%	71.1%	46.5%	31.0%	22.2%	21.9%	-24.6%	-15.4%	-8.8%	-0.4%
通信缆	927.5	962.5	1,272.7	1,580.9	1,818.2	2,121.4	32.2%	24.2%	15.0%	16.7%
电力缆	174.7	829.5	1,389.6	1,956.3	2,679.3	3,564.5	67.5%	40.8%	37.0%	33.0%
房地产	30.7	189.2	190.7	278.8	167.3	0.0	0.8%	46.2%	-40.0%	-100.0%
综合毛利率	18.8%	17.3%	19.3%	22.9%	21.4%	20.9%	2.1%	3.6%	-1.5%	-0.5%
营业成本	944.2	1,644.9	2,349.4	2,940.3	3,665.7	4,496.4	42.8%	25.2%	24.7%	22.7%
营业税金及附加	3.5	14.8	17.8	22.9	27.1	31.3	20.6%	28.3%	18.2%	15.6%
期间费用率	12.1%	9.7%	11.2%	11.0%	9.9%	8.8%	1.5%	-0.2%	-1.1%	-1.1%
销售费用	87.1	122.5	205.9	279.3	321.9	346.8	68.1%	35.6%	15.2%	7.8%
销售费用率	7.5%	6.2%	7.1%	7.3%	6.9%	6.1%	0.9%	0.2%	-0.4%	-0.8%
管理费用	45.3	49.6	68.1	95.4	102.6	102.3	37.2%	40.2%	7.6%	-0.3%
管理费用率	3.9%	2.5%	2.3%	2.5%	2.2%	1.8%	-0.2%	0.2%	-0.3%	-0.4%
财务费用	8.5	19.9	51.4	45.8	37.3	51.2	158.3%	-10.8%	-18.5%	37.1%
财务费用率	0.7%	1.0%	1.8%	1.2%	0.8%	0.9%	0.8%	-0.6%	-0.4%	0.1%
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)	17.0	17.0	15.0	-178.6%	-429.5%	0.0%	-11.8%
营业利润	70.3	135.8	205.9	438.2	514.9	658.8	51.6%	112.8%	17.5%	27.9%
增长率	56.0%	93.1%	51.6%	112.8%	17.5%	27.9%	-41.5%	61.1%	-95.2%	10.4%
营业利润率	6.1%	6.8%	7.1%	11.5%	11.0%	11.6%	0.2%	4.4%	-0.4%	0.5%
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	447.9	525.9	671.7	55.7%	108.2%	17.4%	27.7%
减: 所得税	20.0	35.6	43.6	89.6	105.2	134.3	22.3%	105.6%	17.4%	27.7%
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	358.3	420.7	537.4	67.3%	108.9%	17.4%	27.7%
减: 少数股东损益	9.7	18.2	25.5	53.7	63.1	80.6	40.2%	110.7%	17.4%	27.7%
归属于母公司所有者的净利润	39.5	84.3	146.0	304.6	357.6	456.8	73.2%	108.6%	17.4%	27.7%
增长率	67.7%	113.4%	73.2%	108.6%	17.4%	27.7%	-40.2%	35.4%	-91.2%	10.3%
净利润率	3.4%	4.2%	5.0%	8.0%	7.7%	8.0%	0.8%	3.0%	-0.3%	0.4%
每股收益(元)	0.12	0.26	0.46	0.95	1.11	1.42	73.2%	108.6%	17.4%	27.7%

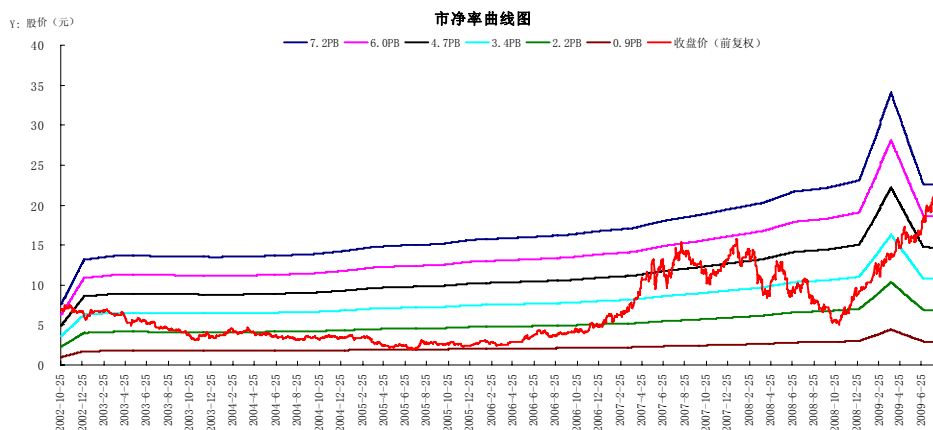
资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

图1. 中天科技 PE 曲线



资料来源：东海证券研究所

图2. 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分析师; 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