

中利科技(002309)

通信电源用阻燃耐火软电缆领军者

✍ 王稹

☎ 021-38676720

✉

韩若冰

021-38676045

hanruobing@ghtas.com

本报告导读：

- 阻燃耐火软电缆细分行业龙头，受益于3G通信网络建设，锁定毛利率定价机制下关注铜价上涨带来的机会。

投资要点：

- 公司主营业务为特种电缆的研发、生产和销售，主导产品阻燃耐火软电缆目前主要应用于通信电源领域，客户为通信运营商和通信设备制造商，公司在这一细分市场处于行业绝对龙头地位，08年在中国移动全国招标中占到60%以上的份额，在华为等其他公司招标中也有较大优势。
- 公司2006、2007、2008及2009H1分别实现收入12.96亿元、13.15亿元、16.39亿元和7.04亿元，同比增速分别为1.5%、24.6%、-8.6%，收入及利润主要来源于主导产品阻燃耐火软电缆产品，且收入占比逐年升高，2009年上半年阻燃耐火软电缆收占总收入的83.16%。
- 公司采取价格成本联动，锁定产品毛利率的业务方式。2006年至2009年上半年，公司毛利率受原材料波动影响较小，基本稳定保持在20%左右，高于电线电缆行业平均水平。
- 电线电缆产品广泛应用于电力、交通、工矿、通信、房地产等领域，是国民经济中重要的基础材料。国内目前的传统电缆行业集中度偏低，行业进入门槛不高，竞争非常激烈。
- 公司主导产品阻燃耐火软电缆是特种电缆领域的细分行业。阻燃耐火软电缆的发展源于通信行业产品需求的升级换代，受益于我国3G网络建设，市场前景乐观。预计未来几年国内需新增基站约30万个，再考虑原有2G网络的改造维护，以及海外需求，市场空间可观。
- 公司计划募集资金中5.75亿元用于补充阻燃耐火软电缆生产基地建设与材料技术改造项目，超额部分以及补充流动资金，改善公司财务状况。预计公司2011年募投项目新增收入将达15亿元。
- 公司锁定毛利率的定价机制颇为值得注意。铜价上涨周期中，公司销售收入随铜价上涨，而期间费用相对固定，因此净利润增速将更大。考虑2010年铜价继续上涨几率较大，给公司业绩提升带来良好机遇。预计公司09-11年EPS分别为1.44元、1.97元、2.55元，给予公司09年38倍市盈率，考虑折价因素公司合理价值区间为43.2元-50.4元。
- 需要提醒投资者注意的风险有：原材料价格波动的风险；客户集中的风险以及市场竞争可能加大的风险。

建议询价区间：

40.3-46.1元

上市首日定价区间：

50.4-57.6元

2009.11.11

发行上市资料

总股本（万股）	10000
发行量（万股）	3350
发行日期	2009.11.16
发行方式	网下询价+网上申购
保荐机构	国信证券
预计上市日期	待定

发行前财务数据

每股净资产（元）	5.34
净资产收益率（%）	15.44%
资产负债率（%）	61.78%

主要股东和持股比例

王柏兴	72.3%
中聚投资	5.00%
元风投资	5.92%
国发投资	4.73%
沪昆投资	3.35%
汇中天恒	1.89%
其他自然人股东	6.81%

财务摘要（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1315.5	1652.5	1,799	2,414	3,236
(+/-)%		25.6%	8.9%	34.1%	34.1%
经营利润（EBIT）	180.7	169.4	237	326	429
(+/-)%		-6.3%	11.6%	37.6%	31.5%
净利润	138.7	150.2	192	263	341
(+/-)%		8.3%	28.3%	37.1%	29.6%
每股净收益（元）	1.03	1.13	1.44	1.97	2.55
每股股利（元）					

注：每股净收益按发行后的总股本计算

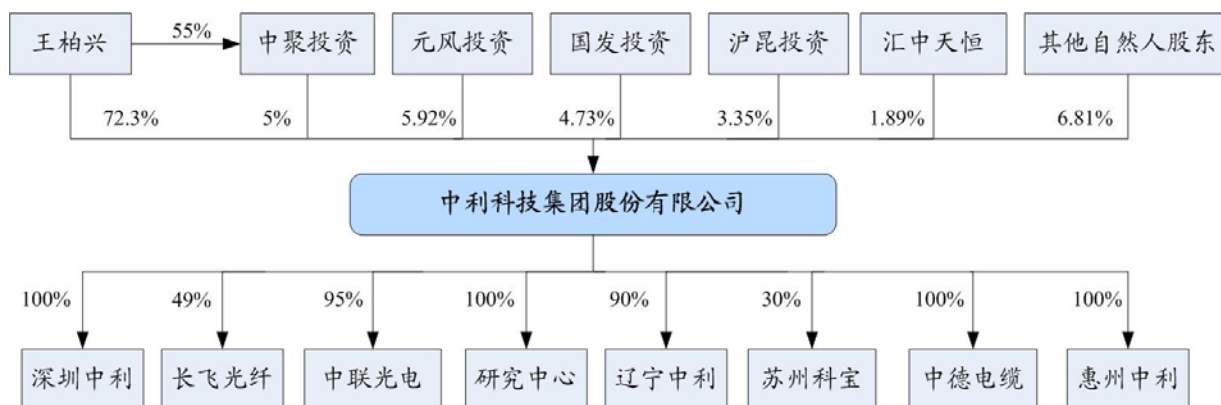
请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司简介

中利科技集团股份有限公司是由中利科技集团有限公司依法整体变更设立的股份有限公司，2007年8月6日，公司取得了江苏省苏州工商行政管理局核发《企业法人营业执照》，注册资本10000万元，法定代表人王柏兴先生。公司前身中利科技集团有限公司成立于1996年11月1日。

公司主营业务为特种电缆的研发、生产和销售，目前主要产品为阻燃耐火软电缆，产品主要应用于通信领域，部分应用与铁路和轨道交通领域。公司在阻燃耐火软电缆这一细分市场处于行业绝对龙头地位。

图 1：公司股权结构示意图



数据来源：公司招股说明书

2. 公司经营情况

公司 2006、2007、2008 及 2009H1 年分别实现收入 129579 万元、131506 万元、163862 万元和 704357 万元，同比增速分别为 1.5%、24.6%、-8.6%，收入及利润主要来源于主导产品阻燃耐火软电缆产品，且收入占比逐年升高，2009 年 1-6 月阻燃耐火软电缆收入占比 83.16%。公司近年来电缆销售增长较快，铜导体、电缆料外销比例降低，光纤及其它电缆业务收入也呈上升趋势。

图 2：2006-2009H1 公司主营业务收入结构及增速

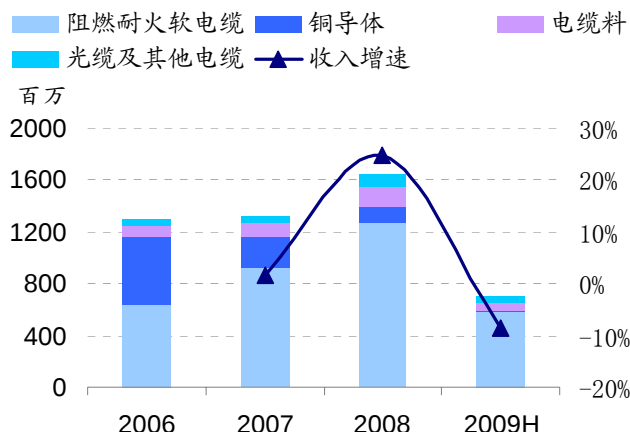
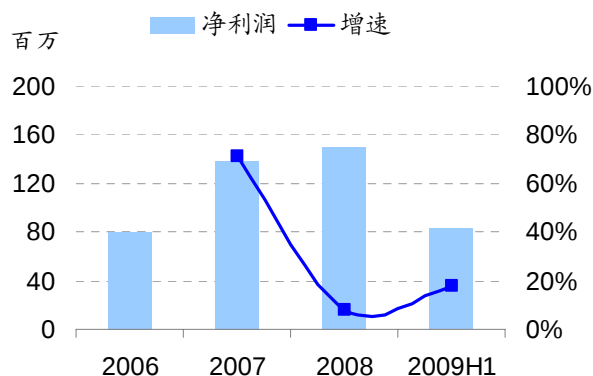


图 3：2006-2009H1 公司毛利润结构



数据来源：公司招股说明书

请务必阅读正文之后的免责条款部分

公司净利润也呈现逐年上升趋势，09 年上半年实现净利润 8237 万元，同比增长 17.5%。由于公司采取价格成本联动，锁定产品毛利率的业务方式，2006 年至 2009 上半年，公司毛利率受原材料波动影响较小，基本稳定保持在 20%左右，高于电线电缆行业平均水平。分业务毛利率除光纤及其他电缆近年来有所下降，主要产品业务毛利率均较为稳定。公司主要利润来源于主导产品阻燃耐火软电缆，08 年该产品贡献毛利润的 90.6%。

图 4：2006-2009H1 公司毛利润构成与毛利率变化

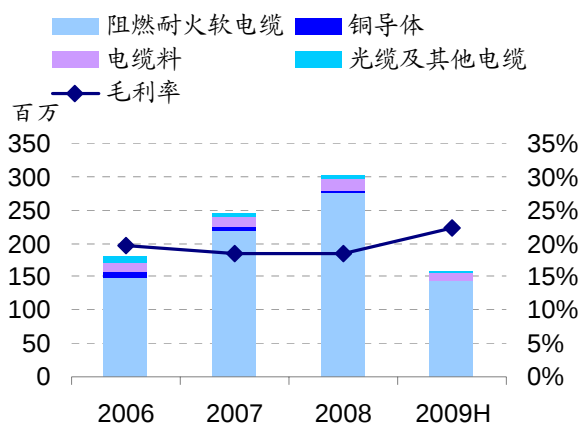
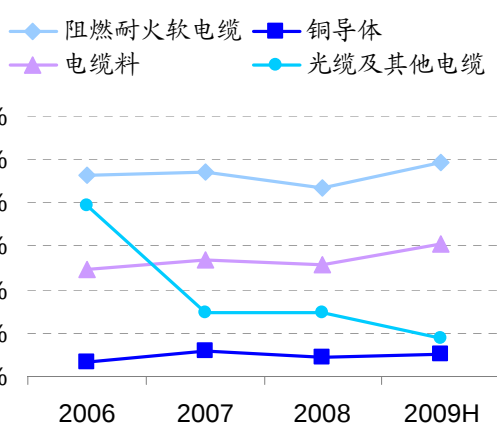


图 5：2006-2009H1 公司分业务毛利率变化



数据来源：公司招股说明书

3. 行业规模与竞争分析

电线电缆产品广泛应用于电力、交通、工矿、通信、房地产等领域，是实现输送电能、传递信息和机械制造不可缺少的基础器材，被喻为国民经济的“血管”与“神经”。国内目前的传统电缆行业集中度偏低，2007 年我国主要电线电缆企业市场份额均不到 2%，行业进入门槛也较低，产品销售半径较小。

表 1：公司处于电线电缆行业第二阵营，在细分市场具有绝对优势

阵营	代表性企业
第一阵营	外资企业：耐克森、比瑞利、住友、古河 内资企业：宝胜集团、特变鲁能
第二阵营	远东集团、亨通集团、上上电缆、 特种电缆领域的中利科技
第三阵营	其他企业

数据来源：公司招股说明书

中利科技主导产品——阻燃耐火软电缆是特种电缆领域的细分行业。阻燃耐火软电缆的发展源于通信行业产品需求的升级换代。随着通信运营商对电源安全要求的提高，作为满足通信机房用电缆柔软、阻燃、耐火等特殊要求，以及实现交流电缆、直流电缆、信号电缆布局中的“三网分开”的换代产品，阻燃耐火软电缆的市场需求迅速上升。

通信行业对阻燃耐火软电缆的需求前景极为广阔。我国目前移动通信基站数量超过 50 万个，随着 3G 网络建设，预计未来几年还需新增基站约 30 万个，3G 市场每年需求将在 15 万 km 以上。阻燃耐火软电缆在新增基站的应用已基本普

及，再考虑原有 2G 网络的改造维护，以及海外市场的需求，市场空间可观。

除原有通信市场外，公司正逐步推广阻燃耐火软电缆在铁路与轨道交通、电力、建筑等市场的应用，并已初步进入机车电缆和通信信号电缆领域，预计铁路市场将是公司未来业务扩展的重点方向之一。

公司在该市场中无论是技术水平，市场占有率还是盈利水平均处于行业绝对领先地位。公司在 90 年代初对于“通信电源用阻燃耐火软电缆”的研发取得成功并申请多项专利。在市场方面，公司产品用户主要有两类：一是中国移动等通信运营商；二是华为等通信设备制造商。在中国移动 2008 年集中招标中，公司在全国范围内中标份额达 61.4%。在华为 2008 年招标的 34 类耐火阻燃软电缆中有 30 类产品中标，其中 20 类产品占 70%的份额，10 类产品占 30%的份额，市场领先优势明显，且地位稳固。

图 6：2008 年公司主要客户

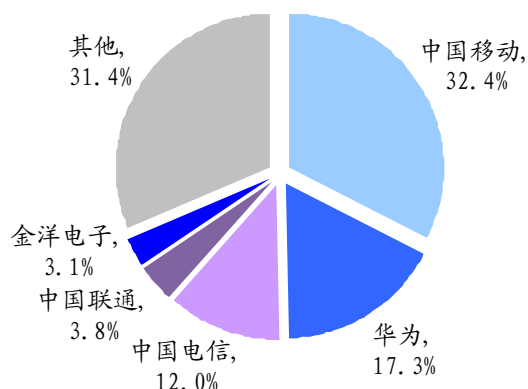
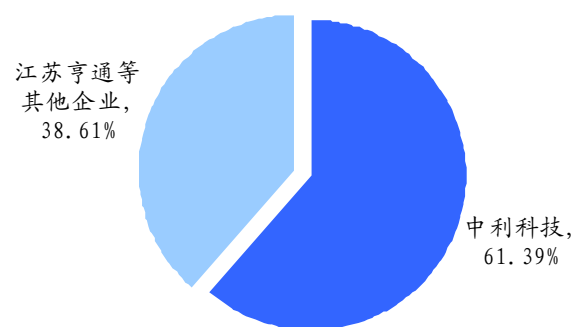


图 7：2008 年公司在中国移动招标中处绝对优势



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券

4. 公司财务分析

表 2：基本财务指标

	2009H1	2008	2007	2006
流动比率	1.21	1.30	1.23	1.11
速动比率	0.95	1.01	0.89	0.91
资产负债率（母公司）	61.78%	57.44%	65.31%	77.61%
应收账款周转率	3.22	4.58	4.72	7.24
存货周转率	5.26	6.33	5.69	9.56
息税折旧摊销前利润（万元）	11828.16	22420.58	21408.55	15691.27
利息保障倍数	8.06	5.06	7.41	5.33
每股经营活动的现金流量（元）	0.71	1.13	0.16	0.97
每股净现金流量（元）	0.43	-0.23	0.14	0.50
每股净资产	5.34	4.81	3.32	2.12
净资产收益率	15.44%	31.08%	41.69%	39.62%

数据来源：公司招股说明书

5. 募投项目分析

公司计划募集资金中 5.75 亿元用于补充阻燃耐火软电缆生产基地建设与材料技术改造项目，超额部分以及补充流动资金，改善公司财务状况。预计公司 2011 年募投项目新增收入将达 15 亿元。

表 3: 募投资金项目概况

序号	项目名称	总投资	固定资产投资	铺底流动资金	建设期	达产新增收入	达产新增利润
1	阻燃，耐火软电缆本部扩建建设项目	154.05	62.41	91.64	1	----	----
2	阻燃，耐火软电缆东北生产基地建设项目	264.15	148.80	115.35	2	----	----
3	阻燃，耐火软电缆华南生产基地建设项目	97.28	69.20	28.08	2	1320 (累计前三项)	16.80 (累计前三项)
4	电缆用材料技术改造项目	59.43	27.36	32.07	1	170	15
合计		574.91	307.77	267.14		1490	31.80

数据来源：公司招股书说明，国泰君安证券

单位：百万元

6. 盈利预测及定价

公司锁定毛利率的定价机制颇为值得注意。铜价上涨周期中，公司销售收入随铜价上涨，而期间费用则相对固定，因此净利润增速将更大。考虑 2010 年铜价继续上涨几率较大，给公司业绩提升带来良好机遇。我们假设公司未来保持 14% 的实际所得税率。

表 4: 利润简表预测

利润表	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	1376.30	1315.49	1652.52	1799.46	2413.80	3235.74
营业成本	1196.11	1071.61	1348.86	1427.30	1911.24	2570.29
营业税金及附加	2.50	2.15	5.18	5.64	7.57	10.15
销售费用	25.42	25.35	40.81	71.98	96.55	129.43
管理费用	20.12	26.88	39.83	57.58	72.41	97.07
财务费用	13.08	21.32	42.93	27.23	33.42	45.52
营业利润	122.38	180.69	169.43	222.00	305.07	395.85
利润总额	120.23	178.61	169.59	223.70	306.77	397.55
减：所得税	39.04	39.91	19.41	31.32	42.95	55.66
净利润	81.18	138.70	150.18	192.38	263.83	341.89
减：少数股东损益	0.41	0.42	0.61	0.55	0.76	0.98
归属母公司所有者的净利润	80.78	138.28	149.57	191.83	263.07	340.91
股本（百万）	82.8	100	100	133.50	133.50	133.50
每股收益（元）	0.81	1.38	1.50	1.44	1.97	2.55

我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 1.44 元、1.97 元、2.55 元。由于 09 年 IPO 的同行业公司万马电缆和太阳电缆的估值较高，目前 A 股市场电线电缆行业上市公司 09 年平均 PE 为 39.3 倍。综合考虑中小板公司高估值特点，我们认为给予公司 09 年 35-38

倍市盈率较为合理，考虑折价因素公司合理价值区间为 40.3 元-46.1 元。

表 5: 公司估值水平对比

公司类型	证券代码	公司简称	08 年 PE	09 年 PE	10 年 PE
线缆企业	600973.SH	宝胜股份	621.6	20.6	16.6
	002276.SZ	万马电缆	73.2	57.8	42.1
	002212.SZ	南洋股份	31.6	28.9	21.4
	002300.SZ	太阳电缆	88.8	49.7	38.9
中小板企业		前 100 家平均	105.3	41.0	32.3
		后 100 家平均	58.4	47.1	35.3

数据来源: wind, 国泰君安证券

7. 风险提示

需要提醒投资者注意的风险有:

- 原材料价格波动风险: 公司主导产品阻燃耐火软电缆的原材料主要由铜导体和电缆料构成, 采购价格密切跟随国内市场基准铜价波动, 因此原材料采购价格波动对公司的盈利的稳定性有一定影响, 对公司成本控制及营销管理提出了更高要求。
- 客户集中风险: 公司每年的客户大部分为中国移动, 中国电信等通信网络运营商, 议价方面处于劣势, 并且大客户的货款回笼周期相对较长, 给公司现金流带来一定的风险。
- 新产品开发及市场化风险: 特种电缆与传统电缆差别比较大, 客户要求高, 若不能及时开发适合市场需求的产品, 难以在竞争中取得优势。
- 市场竞争风险: 公司主导产品已取得极高的市场占有率, 若竞争企业通过参与市场竞标进入该领域, 公司市场占有率有下降的风险。

作者简介:

王稹: 男, 清华大学电机系电力系统自动化专业, 工学博士。2005 年进入国泰君安证券销售交易总部, 从事电力设备、家用电器行业、替代能源策略的研究。

韩若冰: 男, 清华大学材料科学与工程专业, 工学博士。2008 年进入国泰君安证券, 从事电力设备、新能源设备行业研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com