

中利科技（002309）：通信阻燃耐火软电缆行业龙头

通信/光通信

合理价：41.93 元~54.72 元

报告日期：2009 年 11 月 16 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	1,315	1,653	1,720	2,356
(+/-)	-4.42%	25.62%	4.06%	36.98%
营业利润	181	169	224	314
(+/-)	47.64%	-6.23%	32.43%	40.13%
归属于母公司 的净利润	138	150	189	264
(+/-)	71.21%	8.60%	25.60%	40.13%
每股收益（元）	1.38	1.50	1.41	1.98
净资产收益率	41.65%	31.22%	9.09%	11.43%

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2009.11.16/待定
发行后总股本（万股）	13,350
发行股数（万股）	3,350
发行价格（元）	46.00
发行市盈率（倍）	41.07
发行动态市盈率（倍）	32.62
行业滚动市盈率（倍）	45.72
第一大股东	王柏兴
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	75.05%/56.22%
发行前每股净资产（元）	5.34
发行前资产负债率	54.61%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

天相资讯科技组

联系人：孙秋波

021-58824282*868 sunqb@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次发行 A 股 3,350 万股，发行后总股本为 13,350 万股。公司第一大股东是王柏兴，持股 7,505 万股（直接持有 7,250 万股，间接持有 275 万股），占总股本的 56.22%。
- 行业特点：（1）“以销定产”的运营模式，下游需求方多为垄断企业，拥有较强的议价能力；（2）行业具有“料重工轻”的特点。如果产能布局与市场布局不够匹配，往往存在运输成本高昂的问题；（3）价格波动大。上游是铜加工厂商和化工厂商，受铜价和原油价格影响大；（4）细分行业为开口合同。如果铜价波动幅度较大，公司产品价格也会浮动，有利于规避原材料波动过大风险。
- 市场地位：公司是国内最大的阻燃耐火软导线供应商。根据中国移动、华为技术等通信企业的集中招标情况及本公司历年综合销售情况保守估计，公司产品在通信领域同类产品的市场占有率在 50%以上，处于市场绝对领先地位。
- 竞争优势及发展方向：（1）竞争优势：公司在通信用耐火电缆市场具有较强的在位优势，并具有较强的特种电缆研发能力；（2）发展方向：依托相对较强的技术优势，公司计划“借船出海”开拓海外市场，并逐步进入国内的轨道交通、智能建筑和造船等市场，目前已经取得部分技术和市场突破。
- 募股资金投向及驱动：（1）公司募集资金主要投向阻燃耐火软电缆产能扩张及配套业务；（2）驱动：使产地分布与市场分布更加匹配，加大了华南和东北市场产能覆盖。
- 风险：（1）运营商集采，2010 年后扩容或放缓会影响通信市场的成长空间；（2）未来向海外和轨道交通、智能建筑等其他领域拓展存在一定风险。
- 盈利预测及估值：预计 2009 年-2011 年分别实现销售收入 17.19 亿元、23.6 亿元和 30.49 亿元；实现净利润 1.89 亿元、2.64 亿元和 3.28 亿元，按照总股本扩大至 13,350 万股，2009 年-2011 年 EPS 分别为 1.41 元、1.98 元和 2.46 元，未来三年复合增长率为 29.74%；我们认为 2009 年 30 倍-39 倍较为合理。对应合理股价为 41.93 元~54.72 元。

目 录

1. 公司概况	1
1.1 公司基本情况	1
1.2 公司股本结构	1
1.3 公司主营业务构成及子公司情况	2
2. 行业概况	3
2.1 产业链结构及特点	3
2.2 行业竞争格局与发展趋势	5
3. 公司主营业务及财务分析	6
3.1 主营业务分析	6
3.2 财务分析	8
4. 募集资金项目分析	10
4.1. 项目特点:	10
4.2. 阻燃耐火电缆三个项目募投动力	10
4.2. 电缆料改造项目募投动力	11
5. 盈利预测、估值分析与风险提示	12
5.1 盈利预测: 成长稳健	12
5.2 估值—合理价位 41.93-54.72 元	14
5.3 风险揭示	14

图 表

图表 1 发行后控股股东仍为王伯兴	1
图表 2 发行前股本结构与关联公司结构	2
图表 3 阻燃耐火软导线产业链	3
图表 4 阻燃耐火软导线市场分布	3
图表 5 原材料成本占比很高	4
图表 6 07 年以来 LME3 月期铜和布伦特原油均有大幅波动	4
图表 7 公司居于线缆行业第二梯队	5
图表 8 公司最主要产品是阻燃耐火软电缆	6
图表 9 CR4 不断增加	7
图表 10 华东与华南是公司最主要销售区域	7
图表 11 期间费用率不断提高	8
图表 12 2009 年上半年毛利率和净利率均有所提高	9
图表 13 毛利率弱于通信缆, 强于电缆	9
图表 14 公司募股资金投向	10
图表 15 公司产能利用情况	11
图表 16 招股意向书披露产能释放时间表	11
图表 17 中利科技(002309)主要产品收入及预测(单位: 万元, %)	12
图表 18 中利科技(002309)盈利预测(单位: 万元)	13
图表 19 线缆类重点公司估值情况	14

1. 公司概况

1.1 公司基本情况

具有较强技术实力的民营高科技企业。公司成立于1996年11月11日，成立以来公司依靠较强的技术实力获得较多荣誉，承担四项“国家火炬计划项目”，拥有25项发明专利，其中实用新型专利5项，并在国内通信阻燃耐火软电缆领域具有绝对市场领先地位。

经营范围：公司目前的主要产品包括阻燃耐火软电缆、铜导体、电缆料等，其中阻燃耐火软电缆目前主要应用于通信电源领域，部分应用于铁路和轨道交通领域，公司正继续积极开拓铁路、轨道交通以及智能建筑等市场；铜导体和电缆料属于电缆原料，主要应用于电缆的制造。公司生产的铜导体和电缆料主要自用于生产电缆，剩余则对外销售。

1.2 公司股本结构

本次公司拟发行3,350万股A股，其中网下发行数量为6,702万股，为本次发行数量的20%；网上发行数量为2,680万股，为本次发行数量的80%；本次发行后，公司总股本增至1.335亿股，其中新发股票占发行后总股本的25.09%。

图表 1 发行后控股股东仍为王伯兴

股东	发行前		发行后		股权性质	限售期
	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)		
王柏兴	7,230.00	72.30%	7230	54.16%	限售流通A股	36个月
苏州元风创业投资	591.72	5.92%	592	4.43%	限售流通A股	12个月
常熟市中聚投资	500.00	5.00%	500	3.75%	限售流通A股	12个月
苏州国发创新资本投资	473.37	4.73%	473	3.55%	限售流通A股	12个月
昆山市沪昆市场投资	334.91	3.35%	335	2.51%	限售流通A股	12个月
王启文	221.30	2.21%	221	1.66%	限售流通A股	12个月
王伟峰	200.00	2.00%	200	1.50%	限售流通A股	36个月
汇中天恒投资有限公司	189.35	1.89%	189	1.42%	限售流通A股	12个月
陈延立	189.35	1.89%	189	1.42%	限售流通A股	12个月
李娟	70.00	0.70%	70	0.52%	限售流通A股	12个月
本次发行股			3,350	25.09%		
网下发行	—	—	670	5.02%	限售流通A股	3个月
网上发行	—	—	2,680	20.07%	流通股	—
合计	10,000	100.00%	13,350	100.00%	—	—

资料来源：招股说明书 天相投资顾问

持股结构有利于激励公司管理层。公司参股股东中聚投资（参股5%）为原职工持

有利于激励管理层：

中聚投资为原职工持股会转制单位，中聚投资股东为公司主要高管，其中董事长为王柏兴，控股比例为55%，董事会秘书龚茵为9%。沈恂骧、杨祖民、胡常青等公司高管具有部分股权。

股东会转制单位，中聚投资股东为公司主要高管，其中董事长为王柏兴，控股比例为55%，董事会秘书龚茵为9%。沈恂骧、杨祖民、胡常青等公司高管具有部分股权。

增发后公司最大控股股东仍然是王柏兴。其直接持股数量为7,230万股，通过中聚投资间接持有275万股，合计持有7,505万股，占发行后总股本的56.22%，其中直接持有的7,239万股限售期为36个月。此外王伟峰（王柏兴之子，营销部经理）持有的200万股，限售期也为36个月。

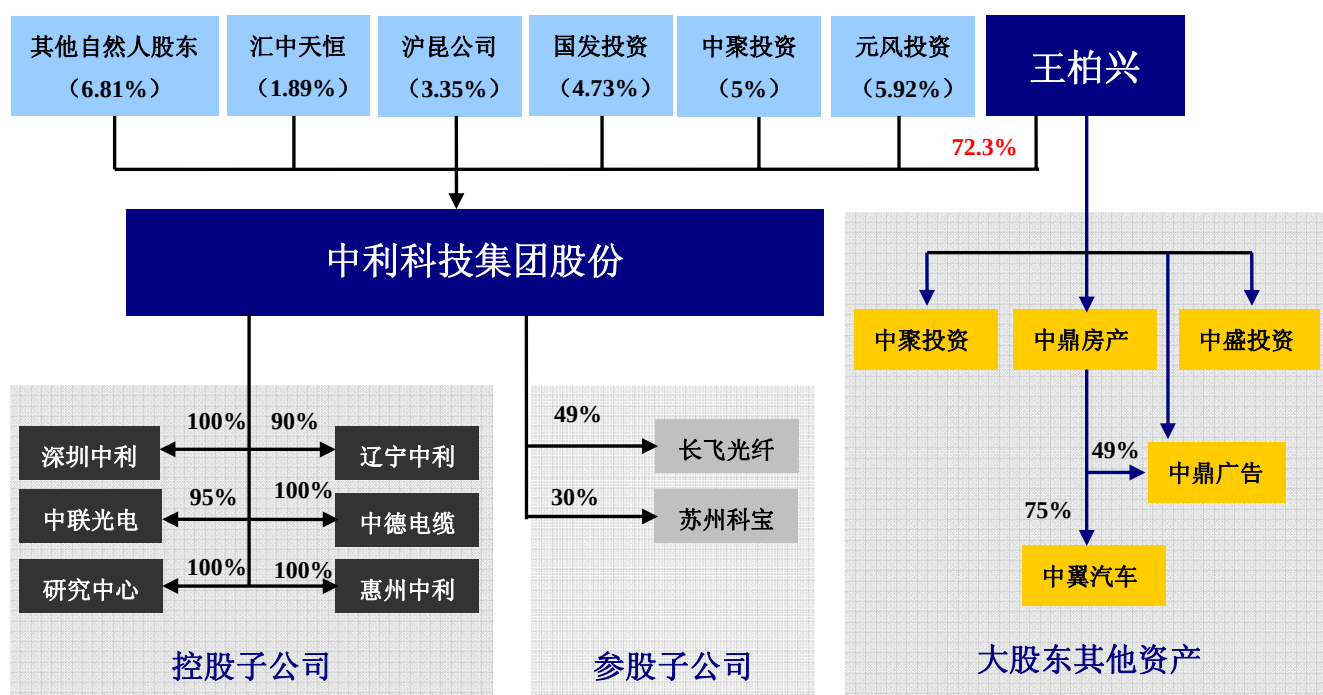
1.3 公司主营业务构成及子公司情况

公司是国内最大的阻燃耐火软导线供应商。根据中国移动、华为技术等通信企业的集中招标情况及本公司历年综合销售情况保守估计，本公司产品在通信领域同类产品的市场占有率在50%以上，处于市场绝对领先地位。目前无论在产品技术和销售规模上公司均处于行业领先地位。主要产品主要是阻燃耐火电缆、铜导线和电缆料。铜线和电缆料均为阻燃耐火电缆原材料。

公司下属6家控股子公司和2家参股子公司。（1）控股公司主要与耐火阻燃电缆有关。中联光电主要生产电缆料，研究中心主要负责新产品开发，其余4家企业均为电缆和光缆的生产或销售企业。（2）参股公司主要与光纤光缆有关。公司与国内光纤光缆龙头企业——长飞光纤光缆公司合资成立长飞光纤，长飞光纤光缆公司具有控股权。对公司而言除了可以带来一定投资收益外，还有利于公司对光电复合缆的开发。此外公司参股生产各种光纤光缆的苏州科宝。

控股股东还参与房产、汽车、广告投资等领域与亨通、中天等江苏集团企业有一定类似性。

图表 2 发行前股本结构与关联公司结构



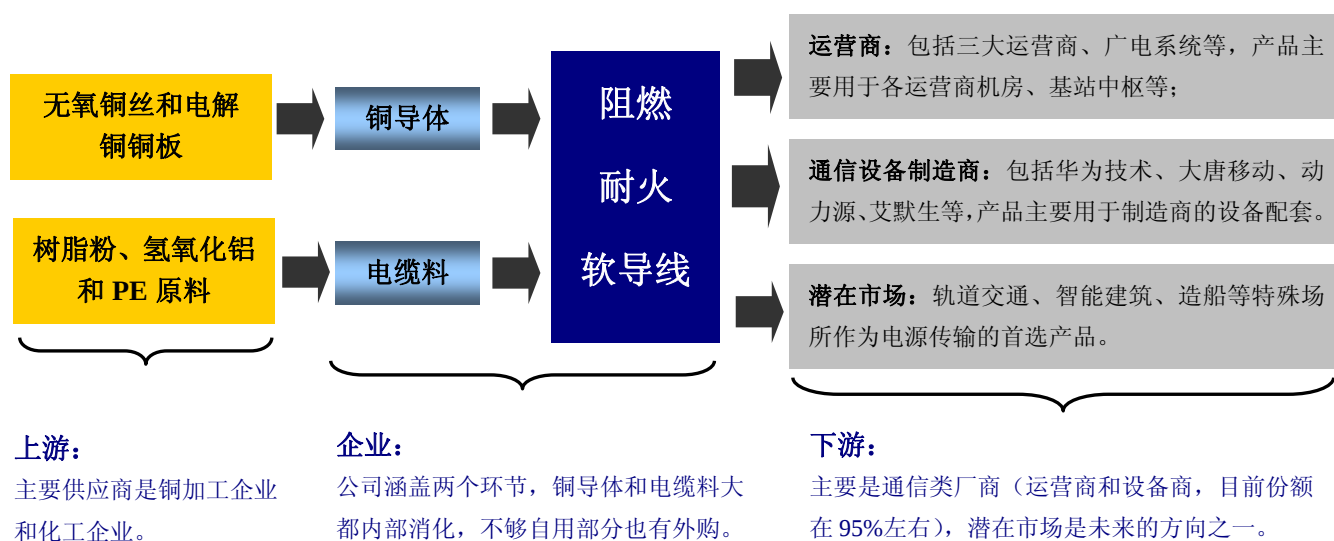
资料来源：招股说明书 天相投资顾问

2. 行业概况

2.1 产业链结构及特点

公司所处大行业为电纜電纜的特种電纜部分。主导产品为阻燃耐火软電纜。产品特点即为柔软、耐火与阻燃。目前下游客户主要是通信类厂商（电信运营商和通信设备商，大约占95%左右），此外还有轨道交通等领域（目前收入占比为5%左右），市场空间巨大。上游主要是铜加工业务和化工企业。

图表 3 阻燃耐火软导线产业链



资料来源：招股意向书 天相投顾整理

1. 下游：需求决定供给。(1) 价——定价能力弱。公司下游需求方是三大运营商、广电、轨道交通等国有垄断企业或者政府相关行业和华为、中兴等大型设备制造服务类企业，其中电信运营商 2009 年上半年运营商占比为 56%，且运营商普遍采取“集采”的模式，公司的议价能力不强。(2) 量——以销定产。電纜相对生产周期短，竞争企业多，普遍采取“以销定产”的产业模式，行业的发展空间主要决定于下游市场需求空间大小，下游是产业链的核心驱动。

图表 4 阻燃耐火软导线市场分布

	2006		2007		2008		2009H1	
	金额（万元）	份额（%）	金额（万元）	份额（%）	金额（万元）	份额（%）	金额（万元）	份额（%）
运营商	45,464	33.03%	65,679	49.93%	83,540	50.55%	40,117	55.83%
设备商	16,574	12.04%	25,435	19.33%	34,805	21.06%	15,457	21.51%
其他	75,592	54.92%	40,435	30.74%	46,908	28.39%	16,283	22.66%
合计	137,630		131,549		165,252		71,856	

资料来源：招股意向书 天相投顾整理

注：2006年，唐市电工器材承担了公司電纜生产环节中的“束丝”环节，该年中联光电将产品铜导体销售给唐市电工器材厂，电工器材厂进行“束丝”加工后再销售给公司，在公司合并中联光电时，没有抵消中联光电对电工器材厂的销售，仍体现为对外销售铜导体。从2006年底开始，公司不再委

托电工器材厂进行束丝生产。

2. 本行业：料重工轻。阻燃耐火软电缆、铜导线和电缆料的原材料比例均占到成本的 93%以上。

图表 5 原材料成本占比很高

年份	成本合计（万元）	原材料（万元）	能源（万元）	原材料比例（%）	能源比例（%）
阻燃耐火软电缆					
2009H1	45,556.43	42,573.74	251.50	93.45%	0.55%
2008年	98,105.16	92,738.96	436.28	94.53%	0.44%
2007年	78,203.66	74,984.27	362.68	95.88%	0.46%
2006年	52,769.16	51,521.80	194.40	97.64%	0.37%
铜导体					
2009H1	32,132.38	31,146.87	535.60	96.93%	1.67%
2008年	78,970.02	77,446.93	675.13	98.07%	0.85%
2007年	68,717.59	67,983.72	285.01	98.93%	0.41%
2006年	53,856.19	53,269.16	229.54	98.91%	0.43%
电缆料					
2009H1	9,283.63	8,683.30	232.75	93.53%	2.51%
2008年	19,751.06	18,714.58	348.95	94.75%	1.77%
2007年	13,742.30	12,888.05	309.29	93.78%	2.25%
2006年	11,152.72	10,465.20	260.97	93.84%	2.34%

资料来源：招股意向书 天相投顾整理

3. 上游：近年来价格波动幅度大。行业“料重工轻”的特点十分显著，公司上游企业主要是铜加工企业和化工企业，相关产品价格与铜价和原油价格紧密相关，具有很强的周期性。目前公司签署多为“开口合同”，可以规避部分风险。

图表 6 07 年以来 LME3 月期铜和布伦特原油均有大幅波动



资料来源：招股意向书 天相投顾整理

2.2 行业竞争格局与发展趋势

1. 公司在电缆行业不具备规模优势，但是在阻燃耐火软电缆领域技术水平、市场占有率、盈利能力均有明显优势。

(1) 在线缆企业中，公司居于第二梯队。根据中国电器工业协会《2007 中国电器工业统计年鉴》和《2008 中国电器工业统计年鉴》，2006和2007年度我国传统电线电缆重点企业按销售收入排名的前二十名的企业销售收入均在人民币20亿元以上。本公司2006年度和2007年度的营业收入分别为13.76亿元和13.15亿元，

图表 7 公司居于线缆行业第二梯队

梯队	主要企业
第一梯队	外资企业：耐克森、比瑞利、住友、古河 内资企业：宝胜股份、特变鲁能
第二梯队	江苏新远东集团、江苏亨通集团、江苏上上电缆；特俗电缆领域中利软电缆（及本公司）
第三梯队	其他企业

资料来源：招股意向书 天相投顾整理

(2) 公司在通信电源用阻燃耐火软电缆领域具有绝对优势。最初市场占有率接近100%，后来运营商采取集中采购，公司市场占有率有所下降。根据本公司对中国移动通信集团有限公司2007 年和2008 年通信用电力电缆集中采购的中标结果，本公司中标量占中国移动通信集团有限公司集中采购量的比例均在60%以上。根据历年销售状况保守估计，本公司在国内通信电源用阻燃耐火软电缆市场的占有率超过50%。

2. 竞争对手：大都为江苏厂商

行业内主要竞争对手为：亨通集团和广州番禺电缆厂。

潜在竞争对手：宝盛集团、远东控股、永定集团和特变电工。

3. 阻燃耐火电缆发展方向：海外通信市场 + 轨道交通其他行业。

(1) 国内运营商基站扩容仍再继续，但 2010 年后预计扩容增速会有所下降，这部分新增线缆想象空间不大。公司在这些领域市场领先地位明显，相关收入与盈利比较稳定。

(2) 海外市场逐步复苏，华为、中兴等国内设备商在海外市场份额逐步增加，这部海外需求有望大幅回升。我们认为公司依靠和华为等的稳定客户关系，公司有望“借船出海”，在海外开设分厂，扩大通信领域发展空间。

(3) 其他行业空间巨大。轨道交通、造船、智能建筑等行业对耐火电缆要求较高。公司目前已经开发较多产品：如出针对铁路系统的铁路数字信号线缆、铁路数字内屏蔽光电综合缆、铁路机车综合控制屏蔽电缆、环保型贯通地线等，针对建筑行业的高阻燃塑料等。我们认为公司依靠在通信行业的技术积累，未来在新市场会有好的表现。

3. 公司主营业务及财务分析

3.1 主营业务分析

1. 耐火阻燃软导线是公司最主要产品。

(1) 公司生产的铜导线和电缆料，除了自用以外还有部分外销，从今年上半年情况来，公司优先保证自己使用；

(2) 耐火软导线毛利率相对较高，三大主要产品中，毛利润贡献率在 90%以上，高于收入占比，公司未来产品也主要集中在该领域。

(3) 2007 年以来运营商逐步采取“集中采购”的模式，引入了更多的供应厂商，导线产品价格不断下降，且降幅明显。

(4) 公司新扩容项目主要是投向助燃耐火软导线项目，预计东北地区相关业务毛利率会有所下降。

(5) 由于公司采取开口合同（即当铜价上下波动超过某一数值导线价格也做相应波动）并有一定规模效应，毛利率比较稳定。

图表 8 公司最主要产品是阻燃耐火软电缆

		2006	2007	2008	2009H1	附注
价格	阻燃耐火软导线价格（万元/公里）	3.05	2.68	2.02	1.32	耐火软导线价格下降幅度不断防大，2006-2008 价格下降幅度均大于原料价格下降幅度
	YOY (%)		-12.26%	-24.60%	-34.47%	
	铜导体价格（万元/吨）	5.36	5.49	5.17	3.04	
	YOY (%)		2.29%	-5.73%	-41.20%	
	电缆料价格（万元/吨）	0.95	1.02	0.97	0.76	
	YOY (%)		7.30%	-5.08%	-21.42%	
收入	阻燃耐火软导线（万元）	64,728	92,482	126,708	58,577	铜导线大都内部消化，收入量大幅减少。
	铜导体（万元）	50,912	22,991	13,401	481	
	电缆料（万元）	9,011	11,670	14,756	6,538	
主营收入占比 (%)	阻燃耐火软导线 (%)	51.93%	72.74%	81.82%	89.30%	耐火软导线是公司收入的主要贡献点。
	铜导体 (%)	40.84%	18.08%	8.65%	0.73%	
	电缆料 (%)	7.23%	9.18%	9.53%	9.97%	
毛利润	阻燃耐火软导线（万元）	14,977	21,795	27,452	14,485	耐火软导线是公司利润的主要贡献点，其贡献率高于收入贡献率
	铜导体（万元）	872	680	294	12	
	电缆料（万元）	1,119	1,562	1,904	994	
主营毛利润占比 (%)	阻燃耐火软导线 (%)	88.26%	90.67%	92.59%	93.50%	开口合同和规模经济是公司在价格下降的情况下稳定毛利率
	铜导体 (%)	5.14%	2.83%	0.99%	0.08%	
	电缆料 (%)	6.60%	6.50%	6.42%	6.42%	
毛利率 (%)	阻燃耐火软导线 (%)	23.14%	23.57%	21.67%	24.73%	
	铜导体 (%)	1.71%	2.96%	2.19%	2.50%	
	电缆料 (%)	12.42%	13.38%	12.90%	15.21%	

资料来源：公司招股意向书 天相投顾整理

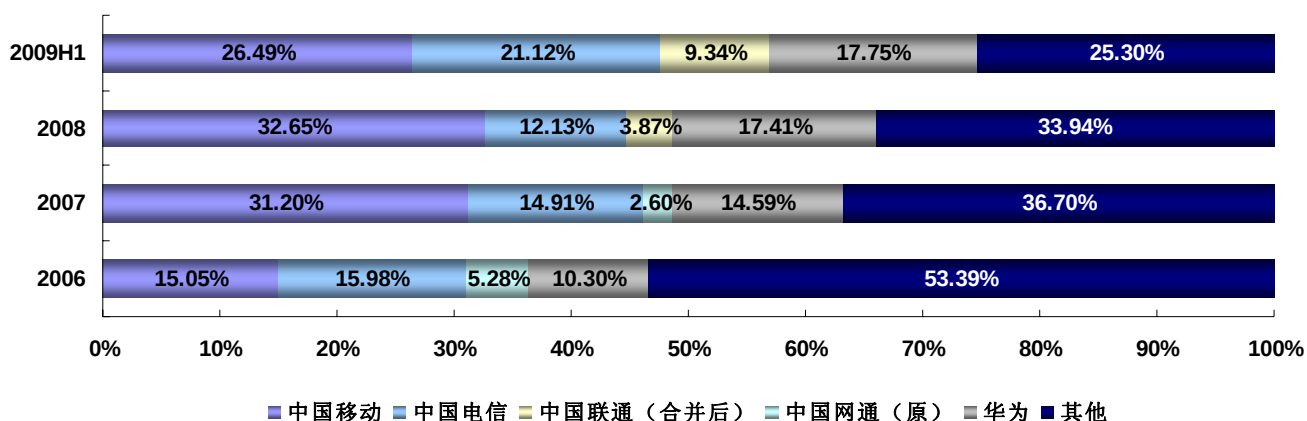
2. 客户集中度 (CR4) 逐步上升。

(1) 三大运营商 (中国移动、中国电信和中国联通) 为公司收入贡献占比逐年增加, 2009 年上半年, 这一比例达到 56.95%, 是公司最大的客户群;

(2) 华为为公司贡献的收入占比也在逐步上升, 由 2006 年的 10.3% 上升到 2009 年上半年的 17.75%。

(3) 公司强调未来将逐步拓展海外和非通信领域, 预计运营商收入占比会逐步下降, 华为和非通信领域占比将逐步上升。

图表 9 CR4 不断增加



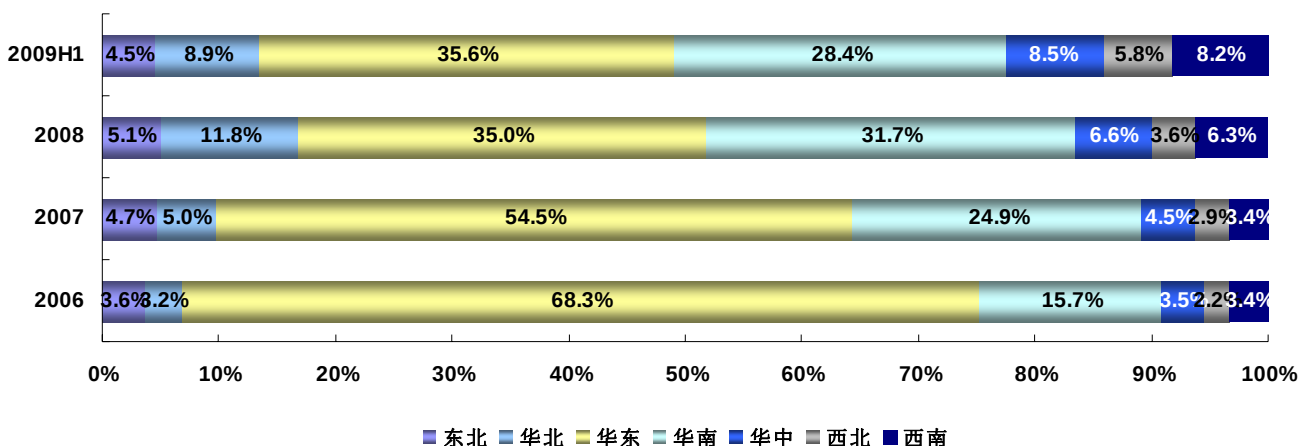
资料来源: 招股意向书 天相投顾整理

3. 华东和华南仍是公司最主要的销售区域, 但是占比逐步下降。

(1) 华东地区和华南地区是公司本部和主要子公司所在地, 是公司利润的最大贡献点, 一直保持在 60% 以上, 但是随着其他地区销量的逐步提高, 挺有气势华东地区这一比例逐步下降。

(3) 公司最新的募投项目除了本部扩容以外, 华南和东北也是主要的覆盖区域, 预计这两个地区的收入占比会逐步增加。

图表 10 华东与华南是公司最主要销售区域



资料来源: 招股意向书 天相投顾整理

3.2 财务分析

1. 期间费用率：不断上升

(1) 销售费用率不断提高，由 2006 年的 1.85%，上升至 2009 年上半年的 3.97%。主要原因：①2007 年以来运营商逐步采取集中采购模式，引入了更多的供应厂商，产品价格不断下降，收入增速慢于产量增速；②公司生产基地比较集中，而销售遍布全国，行业“料重工轻”的特点，使得运营商费用很高。公司 2008 年运输费占到整个销售费用的 48.68%，2009 上半年运输费用更是占到了销售费用率的 49.54%。

预计：随着华南和东北基地扩产，相关费用率会有所下降。

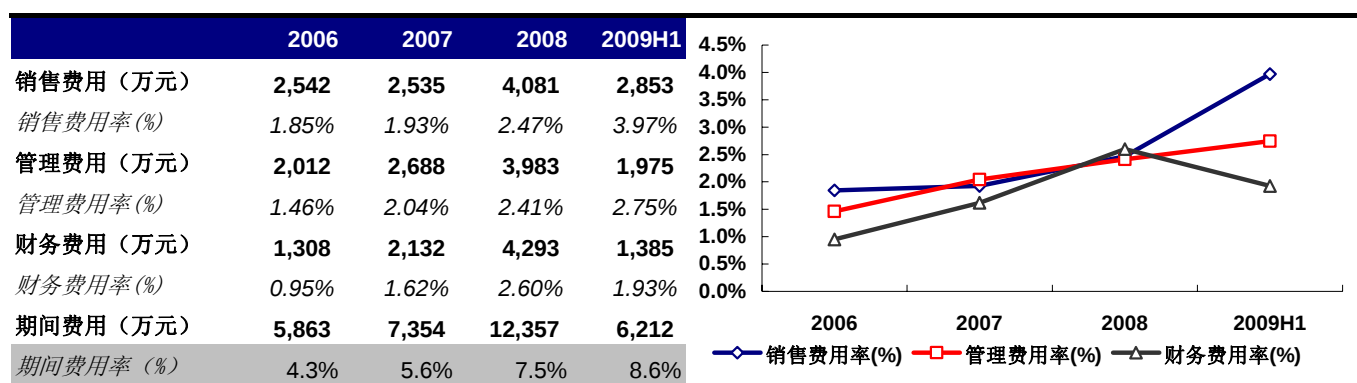
(2) 管理费用率不断提高，由 2006 年的 1.46%，上升至 2009 年上半年的 2.75%。主要原因：①通信领域竞争日益激烈，需要不断的加大研发投入，以有效降低成本，提供新的升级换代产品；②公司想要进入轨道交通，造船等领域，需要加大相关研发投入。

预计：目前公司其他行业市场收入占比较少，还需要持续的投入。

(3) 财务费用率不断提高，由 2006 年的 0.95%，上升至 2008 年上半年的 2.6%，2009 年上半年有所下降。主要原因：①公司主要依靠银行贷款，2006 年到 2008 年公司资产规模不断扩大，且主要处于加息周期。②2009 年上半年，银行贷款利率多次下调，利息支出大幅下降。

预计：公司此次 A 股融资预计可达 15-16 亿元左右，将产生大量利息收入，预计今明两年财务费用率维持在低位。

图表 11 期间费用率不断提高



资料来源：公司招股意向书 天相投顾整理

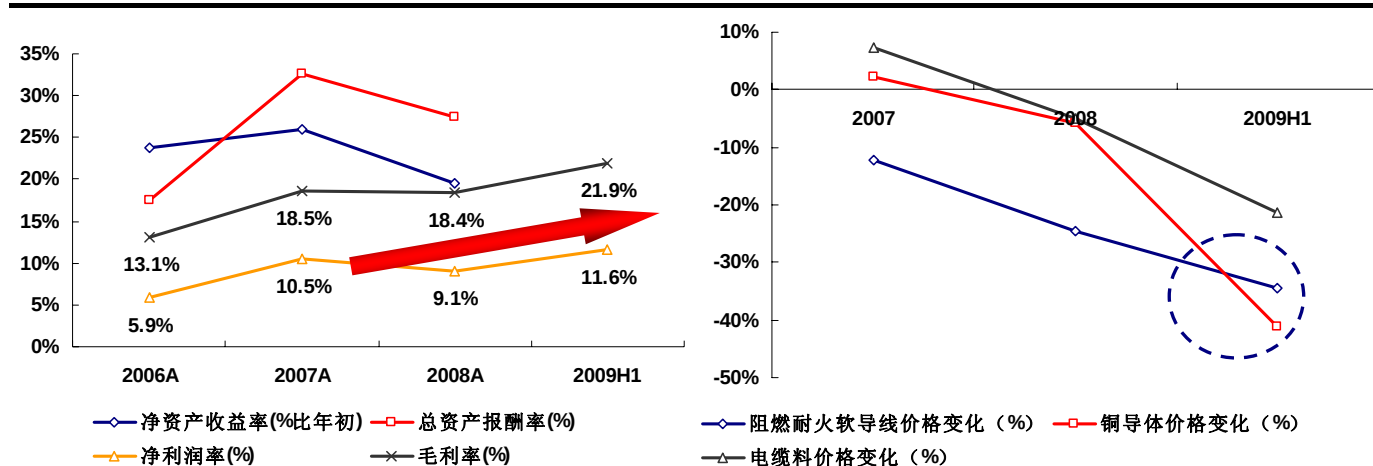
2. 盈利能力分析

(1) 与过去相比：2009 年上半年毛利率和净利率具有有所提高，其中毛利率提高 3.5 个百分点，至 21.9%；净利率提高 2.4 个百分点，至 11.6%。

主要原因：①2009 年上半年铜价下降幅度较大，快于产品价格下降幅度，公司产品毛利率有大幅提高。②公司尽管总收入增加不多，但是预计产量大幅度增加，规模效应显现。单位成本有所下降。

预计：下半年铜价同比已有所上涨，尽管存在开口合同，但是那是波动一定幅度才会调整，可以规模部分风险，并不能完全规避，预计下半年与明年毛利率会有所下降。

图表 12 2009 年上半年毛利率和净利率均有所提高

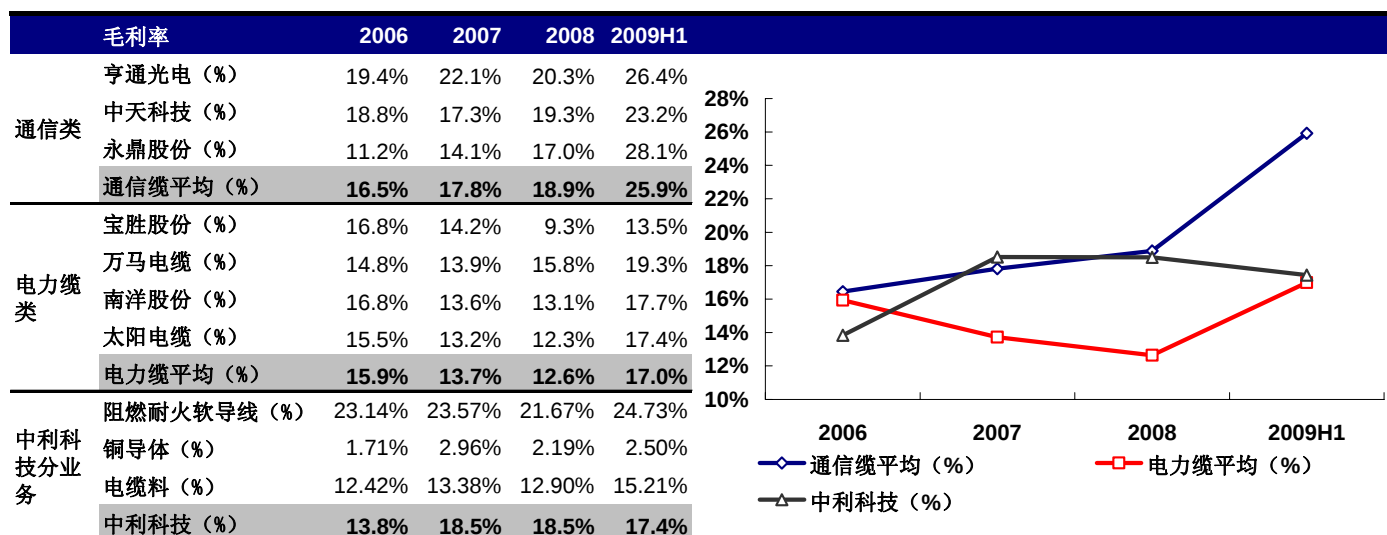


资料来源：公司招股意向书 天相投顾整理

(2) 与同行相比：弱于通信缆，强于电缆。主要原因：①通信股线缆企业较多与光纤光缆产品有关，2009 年光纤产品价格上涨，市场出现供不应求，很多厂商的毛利率出现大幅提高。②中利科技主要充实特种线缆，产品原材料与电力缆企业类似，但是由于应用环境的特殊性，相对而言存在一定壁垒，所以享有更高的毛利率。

预计：预计 2010 年光纤供需关系基本均衡，通信类毛利率会有所下降，电力类受益于电网大规模投资或有所提高。

图表 13 毛利率弱于通信缆，强于电缆



资料来源：公司招股意向书 天相投顾整理

4. 募集资金项目分析

公司首次公开发行股票募集的资金主要投资于四个项目：

- (1) 阻燃、耐火软电缆本部扩建建设项目；
- (2) 阻燃、耐火软电缆东北基地建设项目；
- (3) 阻燃、耐火软电缆华南基地建设项目；
- (4) 电缆用材料技术改造项目。

投资额分别为 1.54 亿元、2.64 亿元、9,728 万元和 5,944 万元。募集资金不足时，按上述次序安排资金，缺口部分将由公司通过银行贷款和其他自有资金解决；募集资金超过上述资金需求时，剩余资金用于补充公司流动资金和主营业务发展。

图表 14 公司募股资金投向

项目名称	投资金额 (万元)	建设 期	占土地面 积 (亩)	占用场地方式	拟购买设备	新增产能 (公里)	各年度影响
阻燃、耐火软电缆本部扩建建设项目	15,405	1	0	拟用原有厂房	进口法国POURTIER1.8米盘绞生产线4条	18,000	扩建项目建设期1年，第2年生产负荷为60%，第3年为80%，第4年以后为100%。
阻燃、耐火软电缆东北基地建设项目	26,415	2	70	拟新建3.126万平米厂房	进口法国POURTIER1.8米盘绞生产线6条	25,000	建设期2年，第3年生产负荷为60%，第4年生产负荷为80%，第5年以后为100%。
阻燃、耐火软电缆华南基地建设项目	9,728	2	50	拟新建1.226万平米厂房	进口法国POURTIER1.8米盘绞生产线2条	10,000	建设期2年，第3年生产负荷为60%，第4年生产负荷为80%，第5年以后为100%；
电缆用材料技术改造项目	5,944	1	0	拟用原有厂房	国产生产设备及检测仪器47台(套)		建设期1年，第2年生产负荷可达50%，第3年满负荷生产。
合计	57,491					53,000	

资料来源：招股意向书，天相投顾整理

4.1. 项目特点：

(1) 产能计划在未来 5 年内完全释放。本部项目和电缆料两个项目进展较快，已经购进部分设备并投入生产；东北和华南项目已取得土地，其中东北项目房屋主体土建已经完成。

(2) 耐火电缆设备均为国外（主要十分法国）进口。

(3) 投资主要集中在公司原有主业耐火阻燃软电缆和电缆料。

4.2. 阻燃耐火电缆三个项目募投动力

(1) 产销率和产能利用率较高，有扩容需求。

2008 年产能利用率为 113.74%，2009 年上半年产能利用率更是达到 77.79%。一方面是由于公司产能是按照标准口径导线计算，2008 年以来设备商需求增加（需求的线缆口径较小），另一方面也可能由于公司产能利用率的大幅度提高。

图表 15 公司产能利用情况

年份	产能（公里）	产量（公里）	销量（公里）	产销率（%）	产能利用率（%）
2009H1	57,000	44,338	44,252	99.81%	77.79%
2008年	57,000	64,831	62,738	96.77%	113.74%
2007年	47,000	39,404	34,520	87.61%	83.84%
2006年	30,000	22,167	21,198	95.63%	73.89%

产能利用率（粗略统计，由于型号多，截面大小不一）大幅提高。

资料来源：招股意向书，天相投顾整理

（2）行业具有“料重工轻”特点，把产能分散在全国有利于降低销售成本。根据公司规划第三年释放产能最多（如下图所示），我们估计公司项目进度会大大提前。

图表 16 招股意向书披露产能释放时间表

	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
原有产能	5.7万公里，其中0.3万公里是公司今年上半年依靠自有资金完成部分。				
本部（公里）	3,000	10,800	14,400	18,000	18,000
东北（公里）	0	0	15,000	20,000	25,000
华南（公里）	0	0	6,000	8,000	10,000
合计（公里）	57,000	64,800	89,400	100,000	107,000
YOY(%)		13.68%	37.96%	11.86%	7.00%

产能释放较慢，由于线缆行业为典型需方市场，公司的真实进度会适时调整。

资料来源：招股意向书，天相投顾整理

（3）市场需求旺盛，公司希望未来能在海外和非通信领域取得一定突破。①公司预计通信行业中，未来 3G 市场平均每年有 15 万公里市场需求，通信设备厂商需求为 10 万公里。②轨道交通和建筑行业是公司潜在的大市场，公司预计年需求在 20 万芯公里左右。③电力、石油化工、汽车、能源等领域也存在巨大需求。

4.2. 电缆料改造项目募投动力

电缆料是阻燃电缆的上游产品，有很强的资产专用性，随着下游需求的变化，对电缆料材质有着不同需求公司未来要在不同领域扩张，需要对电缆料进行相应改造。

5. 盈利预测、估值分析与风险提示

5.1 盈利预测：成长稳健

综合公司业务特点与募投规划，我们对公司主要产品业务层面做出如下预测：

(1) 公司实际扩产进度快于公告披露，2009 年-2010 年销售量可达到 9.1 万公里、11 万公里和 12.7 万公里。(2) 预计铜价有所上涨，综合规模效应后预计产品毛利率会有所下降，2009 年-2011 年为 24%，23.5%和 23%。

图表 17 中利科技（002309）主要产品收入及预测（单位：万元，%）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	137,630	131,549	165,252	171,964	235,559	304,880
YOY		-4.42%	25.62%	4.06%	36.98%	29.43%
毛利率	13.09%	18.54%	18.38%	21.85%	21.85%	21.60%
主营业务收入						
收入	129,578	131,506	163,862	168,964	232,559	301,880
YOY		1.49%	24.60%	3.11%	37.64%	29.81%
毛利率	16.07%	22.74%	22.70%	28.01%	27.99%	27.57%
1.阻燃耐火软导线						
销售量（公里）	21,198	34,520	62,728	90,956	110,000	126,500
价格（税后，万元）	3.05	2.68	2.02	1.59	1.87	2.16
收入	64,728	92,482	126,708	144,479	206,180	272,673
毛利率	23.14%	23.57%	21.67%	24.00%	23.50%	23.00%
2.铜导体						
销售量（吨）	9,491	4,190	2,591	259	285	313
价格（税后，万元/吨）	5.36	5.49	5.17	3.65	4.20	4.70
收入(万元)	50,912	22,991	13,401	946	1,196	1,474
毛利率	1.71%	2.96%	2.19%	2.50%	2.50%	2.50%
3.电缆料						
销售量（吨）	9,453	11,410	15,200	13,680	12,585	13,844
价格（税后，万元/吨）	0.95	1.02	0.97	0.8	0.85	0.8
收入	9,011	11,670	14,756	10,944	10,698	11,075
毛利率	12.42%	13.38%	12.90%	15.00%	15.50%	15.00%
4.光缆及其他电缆						
收入	4927.1	4362.47	8996.95	12,596	14,485	16,658
收入占比	3.58%	3.32%	5.44%	7.32%	6.15%	5.46%
毛利率	19.67%	7.42%	7.36%	5.00%	5.00%	5.00%
非主营业务						
收入	8,052	43	1,391	3,000	3,000	3,000
毛利率	13.09%	18.54%	18.38%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

我们认为公司 09、10 年的业绩亮点在于：行业层面——海外+非通信行业需求。公司扩产迅速，有望借助华为等设备商打进海外市场，并在轨道交通、智能建筑等领域取得突破。

综合上述，我们预计公司未来仍可保持稳健成长。2009 年-2011 年分别实现销售收入 17.19 亿元、23.6 亿元和 30.49 亿元，同比增长 4.06%、36.98%和 29.43%；实现净利润 1.89 亿元、2.64 亿元和 3.28 亿元，同比增长 25.6%、40.13%和 24.09%，未来三年复合增长率为 29.74%；按照增发 3350 万股计，总股本扩大至 13,350 万股，全面摊薄后 2009 年-2011 年每股收益分别为 1.41 元、1.98 元和 2.46 元，按照 46 元的发行价计算，对应动态市盈率分别为 32.6 倍、25.6 倍和 18.7 倍。

图表 18 中利科技（002309）盈利预测（单位：万元）

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	137,630	131,549	165,252	171,964	235,559	304,880
营业收入增长率		-4.42%	25.62%	4.06%	36.98%	29.43%
减：营业成本	119,611	107,161	134,886	134,394	184,094	239,034
毛利率	13.09%	18.54%	18.38%	21.85%	21.85%	21.60%
营业税金及附加	250	215	518	516	707	915
资产减值损失	186	184	1,603	1,720	2,356	3,049
销售费用	2,542	2,535	4,081	6,879	8,951	10,671
管理费用	2,012	2,688	3,983	4,299	5,653	7,317
财务费用	1,308	2,132	4,293	1,720	2,356	4,878
期间费用	5,863	7,354	12,357	12,897	16,960	22,866
期间费用率%	4.26%	5.59%	7.48%	7.50%	7.20%	7.50%
投资净收益	0	0	0	0	0	0
加：公允价值变动净收益	519	1,435	1,055	0	0	0
二、营业利润	12,238	18,069	16,943	22,437	31,442	39,016
营业利润率	8.89%	13.74%	10.25%	13.05%	13.35%	12.80%
加：营业外收入	49	132	348	344	471	610
减：营业外支出	265	341	332	344	471	610
其中：非流动资产处置净损失	12	0	0	21	0	0
三、利润总额	12,023	17,861	16,959	22,437	31,442	39,016
减：所得税	3,904	3,991	1,941	3,366	4,716	5,852
四、净利润	8,118	13,870	15,018	19,072	26,726	33,164
净利润增长率		70.85%	8.27%	26.99%	40.13%	24.09%
归属母公司所有者的净利润	8,077	13,828	15,018	18,862	26,432	32,799
母公司净利润增长率		71.21%	8.60%	25.60%	40.13%	24.09%
净利率	5.87%	10.51%	9.09%	10.97%	11.22%	10.76%
少数股东权益	41	42	0	0	294	365
每股收益(全面摊薄/元)	0.81	1.38	1.50	1.41	1.98	2.46
每股净资产（元）	2.12	3.32	4.81	15.54	17.32	19.54
净资产收益率	38.10%	41.65%	31.22%	9.09%	11.43%	12.58%

资料来源：招股意向书 天相投资顾问有限公司

5.2 估值—合理价位 41.93-54.72 元

样本选择：公司产品在大范围上属于电力缆，但是主要用在通信领域，我们选取 2 家通信企业（中天科技、亨通光电）和 4 家电力缆企业（宝胜股份、万马电缆、南洋股份和太阳电缆）为参考对象。

市盈率选取：我们认为 2009 年 30 倍-39 倍较为合理。主要原因：（1）预计公司未来三年符合增长率高达 29.74%，按照 PEG 的方法 30 倍市盈率较为合理；（2）相对估值法选取的 6 家公司 2009 年平均市盈率为 38.81 倍，其中还包括两家次新股。

目标价与评级：以 2009 年 EPS 为 1.41 元计算，对应公司上市之后二级市场合理价格在 41.93 元~54.72 元，中值为 48.33 元，相对于 46 元认购价而言，有 5.07%的溢价，建议投资者申购。

图表 19 线缆类重点公司估值情况

股票	代码	股价 (元)	EPS (单位: 元)			市盈率 (单位: 倍)		
			2009	2010	2011	2009	2010	2011
亨通光电	600487	29.83	1.05	1.42	1.67	28.49	21.07	17.83
中天科技	600522	24.48	1.02	1.23	1.53	23.98	19.97	15.99
通信缆平均		27.16	1.03	1.32	1.60	26.23	20.52	16.91
宝胜股份	600973	20.08	0.49	0.63	0.93	40.98	31.87	21.59
南洋股份	002212	17.49	0.65	0.80	0.85	26.91	21.86	20.58
电力缆（上市超过一年）平均		18.79	0.57	0.72	0.89	33.94	26.87	21.08
万马电缆	002276	26.88	0.49	0.59	0.71	54.86	45.56	37.86
太阳电缆	002300	35.15	0.61	0.89	1.25	57.62	39.49	28.12
电力缆（次新股）平均		31.02	0.55	0.74	0.98	56.24	42.53	32.99
所有平均		25.65	0.72	0.93	1.16	38.81	29.97	23.66

资料来源：天相投资顾问有限公司

5.3 风险揭示

（1）运营商集采、2010 年后扩容速度或放慢都会影响公司在通信市场的成长空间；

（2）目前主要应收来自于通信行业，未来向海外和轨道交通、智能建筑等其他领域拓展存在一定风险。

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