



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010 年 4 月 22 日

技术硬件及设备

研究部

陈丽嘉

分析师, SAC 执业证书编号: S0080210010109
chenlj@cicc.com.cn

陈昊飞

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208020075
chenhf@cicc.com.cn

审慎推荐

中天科技(600522.CH)

1 季度净利同比增 63%，如我们预期；应使市场满意

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	1,988	2,912	3,724	4,676	5,629
(+/-%)	71.1%	46.5%	27.9%	25.6%	20.4%
主营业务利润	343	563	912	1,081	1,263
(+/-%)	57.4%	63.8%	62.0%	18.6%	16.8%
营业利润	136	206	462	534	621
(+/-%)	93.1%	51.6%	124.4%	15.6%	16.3%
净利润	84	146	335	404	473
(+/-%)	113.4%	73.2%	129.4%	20.7%	17.1%
每股收益(元)(当前股本)	0.26	0.46	1.09	1.26	1.48
(+/-%)	113.4%	73.2%	138.8%	15.9%	17.1%
市盈率(倍)	100.2	57.8	24.2	20.9	17.8
市净率(倍)	11.5	9.6	5.1	4.1	3.3
净资产收益率(%)	12%	17%	21%	20%	19%
股息收益率(%)	0.0%	0.0%	0.8%	0.0%	0.0%

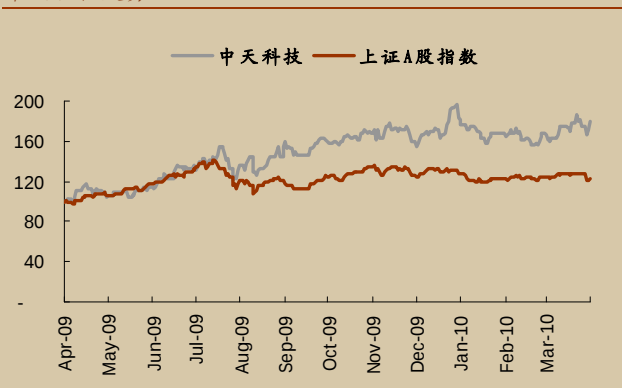
股票信息

股票代码	600522.CH
当前股价	人民币 26.33
52周最高价/最低价	人民币 29.18/14.38
总市值(百万元)	8,447
发行股数(百万股)	321
其中:流通股(百万股)	321
主要股东(持股比例)	中天科技集团(25.86%)

最近估值走势

	上周	1个月	3个月	年初至今
中天科技	-1.0%	7.4%	-0.8%	6.3%
市场指数	-2.9%	2.6%	1.5%	0.9%

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

1Q 净利润同比大增 63%，如我们预期:

中天 2010 年 1 季度实现净利 9165 万, 同比升 63%, 与我们预期一致; 会让市场满意。可能在一定程度上消除市场对于光纤缆公司今年业绩的担心。维持“审慎推荐”。

利润大幅增长源于收入增长(收入 8.2 亿, 同比+17%)以及同时的毛利率的提高(毛利率 25.7%, 同比+3.8 个百分点, 环比+1 个百分点)。每股收益 0.29 元, 同比增长 37% (去年同期计算每股收益时未含增发的 5 千万股)。正面: 毛利率在高位且同比上升, 因为 1) 去年同期光纤价格还未显著上涨; 而 2) 今年一季度光纤价格仍在高位, 还未反映今年可能略有降低的光纤价格(联通和电信今年一期招标价 78 元/芯公里在 3 月底和 4 月中才定下来)。负面: 管理费用占收比上升, 由去年同期的 2.9% 上升到今年的 3.5%, 源于研发费用的提高(加强装备电缆研发)和员工费用的提高。我们认为这有利于公司的长期发展和利润平滑, 并非真正的负面。

发展趋势:

光纤光缆方面今年将受益于三网融合以及国家对于光纤宽带的推进, 销量的扩张足以弥补价格的下滑。(具体参见我们 3 月 31 日和 4 月 9 日报告《大城市都在做光纤》和《国家推进光纤宽带网建设》)。电力电缆方面将受益于智能电网建设, 公司在特高压、OPGW 等的优势以及导线的产能扩张将使公司受益。当然, 由于我们保守的预期光纤缆价格今年全年有 10% 左右的下降, 预计全年毛利率从 2 季度开始小幅下降, 全年下降 1.4 个百分点至 23% 左右。

盈利预测调整:

我们维持 2010、2011 年的业绩预期, 收入 47 亿和 56 亿, 同比上升 26% 和 20%, 净利润 4 亿和 4.7 亿, 同比上升 21% 和 17%, 每股收益 1.26 元和 1.48 元。

估值与建议:

目前股价对应 2010/2011 年市盈率仅为 21/18 倍, 估值依然便宜; 我们认为仍有至少 10% - 20% 的上升空间。关注预计的今年 5 月份三网融合试点城市的公布和 7 月份国家拨款给广电进行网络投资带来的股价刺激因素。

图表 1：2010 年第 1 季度业绩分析

(百万人民币)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	YoY%	QoQ%	CICC评论
主营业务收入	523.8	883.0	712.2	793.1	701.4	1,131.5	729.0	1,162.2	818.1	16.6%	-29.6%	一季度通常为淡季，毛利率的增加是因为去年同期较高的光纤价格还未开始反映，而今年新的光纤价格在一季度也未完全反映。
主营业务成本	(419.3)	(750.3)	(597.5)	(582.3)	(547.5)	(860.3)	(529.4)	(875.1)	(607.8)	11.0%	-30.5%	
主营业务税金及附加	(10.5)	(3.0)	(1.7)	(2.6)	(1.8)	(20.9)	(2.6)	(8.9)	(2.6)	39.5%	-71.4%	
主营业务利润	94.0	129.7	113.0	208.2	152.0	250.3	197.0	278.2	207.8	36.7%	-25.3%	
毛利率%	20.0%	15.0%	16.1%	26.6%	21.9%	24.0%	27.4%	24.7%	25.7%	3.8%	1.0%	
费用	(55.9)	(52.3)	(82.4)	(134.8)	(78.1)	(106.3)	(105.8)	(129.8)	(95.2)	21.9%	-26.7%	
费用率	10.7%	5.9%	11.6%	17.0%	11.1%	9.4%	14.5%	11.2%	11.6%	0.5%	0.5%	
营业费用	(32.4)	(28.8)	(56.8)	(87.9)	(49.0)	(78.5)	(68.0)	(76.3)	(55.2)	12.6%	-27.7%	
营业费用率	6.2%	3.3%	8.0%	11.1%	7.0%	6.9%	9.3%	6.6%	6.7%	-0.2%	0.2%	
管理费用	(13.8)	(15.8)	(14.3)	(24.1)	(20.6)	(22.0)	(27.3)	(43.5)	(28.9)	40.2%	-33.7%	源于更多的研发费（今年公司加强了装备电缆研发）和工资上升。
管理费用率	2.6%	1.8%	2.0%	3.0%	2.9%	1.9%	3.7%	3.7%	3.5%	0.6%	-0.2%	
财务费用	(9.7)	(7.7)	(11.3)	(22.7)	(8.5)	(5.8)	(10.6)	(9.9)	(11.1)	31.0%	12.1%	源于短期借款的增加。
财务费用率	1.9%	0.9%	1.6%	2.9%	1.2%	0.5%	1.4%	0.9%	1.4%	0.1%	0.5%	
投资收益	(0.8)	5.1	(0.4)	(3.9)	2.9	13.0	13.3	(15.0)	(0.0)	-100.8%	-99.8%	
营业利润	39.2	74.7	28.0	69.3	72.0	151.9	105.1	133.2	111.3	54.7%	-16.4%	
营业利润率	7.5%	8.5%	3.9%	8.7%	10.3%	13.4%	14.4%	11.5%	13.6%	3.3%	2.1%	
所得税	(7.2)	(18.3)	(8.6)	(9.5)	(13.1)	(33.0)	(19.3)	(21.8)	(19.0)	45.4%	-12.9%	
有效税率	17.7%	22.6%	28.3%	13.8%	17.3%	21.4%	17.8%	16.5%	16.5%	-0.8%	0.0%	仍维持较低水平
少数股东权益	(5.7)	(8.3)	(5.4)	(6.2)	(6.2)	(22.5)	(8.4)	(11.2)	(4.5)	-26.7%	-59.8%	
净利润	27.8	54.4	16.3	52.8	56.3	98.8	81.0	98.9	91.6	62.7%	-7.3%	利润高速增长主要源于收入的增长和毛利率同比的提升。
净利润率	5.3%	6.2%	2.3%	6.7%	8.0%	8.7%	11.1%	8.5%	11.2%	3.2%	2.7%	
每股收益（元）	0.087	0.169	0.051	0.165	0.176	0.308	0.252	0.308	0.286	62.7%	-7.3%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 历史和预测的财务指标

(百万人民币)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
损益表主要项目					
主营业务收入	1,988.4	2,912.1	3,724.0	4,676.2	5,629.3
通信缆	962.5	1,272.7	1,578.6	1,931.1	2,265.3
电力缆	829.5	1,389.6	1,737.5	2,398.8	3,284.0
房地产	189.2	190.7	343.8	276.4	-
其他	7.2	59.2	64.1	70.0	80.0
主营业务成本	(1,645.0)	(2,349.4)	(2,812.3)	(3,594.9)	(4,366.1)
毛利率 %	17.3%	19.3%	24.5%	23.1%	22.4%
通信缆	20.8%	23.1%	27.8%	24.9%	23.9%
电力缆	13.8%	15.5%	21.2%	21.3%	21.3%
房地产	14.3%	17.4%	25.5%	25.5%	25.5%
主营业务税金及附加	(14.8)	(17.8)	(34.2)	(43.0)	(51.7)
主营业务利润	328.7	544.9	877.5	1,038.3	1,211.5
费用	(192.0)	(325.3)	(420.1)	(506.0)	(589.3)
费用率	9.7%	11.2%	11.3%	10.8%	10.5%
营业费用	(122.5)	(205.9)	(271.8)	(346.0)	(422.2)
营业费用率	6.2%	7.1%	7.3%	7.4%	7.5%
管理费用	(49.6)	(68.1)	(113.4)	(135.6)	(157.6)
管理费用率	2.5%	2.3%	3.0%	2.9%	2.8%
财务费用	(19.9)	(51.4)	(34.8)	(24.4)	(9.5)
财务费用率	1.0%	1.8%	0.9%	0.5%	0.2%
资产减值损失	(5.8)	(9.2)	(11.6)	(14.5)	(17.5)
公允价值变动收益	(1.7)	0.7	2.1	2.1	2.1
投资收益	6.6	(5.2)	14.3	14.3	14.3
营业利润	135.8	205.9	462.2	534.1	621.0
营业利润率	6.8%	7.1%	12.4%	11.4%	11.0%
所得税	(35.6)	(43.6)	(87.2)	(95.9)	(107.3)
有效税率	25.8%	20.3%	18.5%	17.5%	17.0%
少数股东权益	(18.2)	(25.5)	(48.3)	(48.0)	(50.3)
净利润	84.3	146.0	335.0	404.3	473.4
净利润率	4.2%	5.0%	9.0%	8.6%	8.4%
增长率	113.4%	73.2%	129.4%	20.7%	17.1%
每股收益 (元)	0.263	0.455	1.044	1.260	1.476
资产负债表					
流动资产	1,599.2	2,164.8	2,865.8	3,520.6	4,122.2
货币资金	186.5	387.2	657.3	1,069.9	1,205.1
应收帐款净额	497.8	702.8	922.4	871.2	1,288.0
存货净额	791.6	968.7	1,044.7	1,331.9	1,315.3
流动负债	1,246.0	1,792.4	1,818.5	2,121.3	2,291.5
短期借款	520.9	898.3	816.0	816.0	816.0
应付票据和应付账款	285.9	365.2	466.2	518.7	677.5
负债总额	1,331.2	1,828.8	1,886.2	2,189.0	2,359.2
总资产	2,190.2	2,845.7	3,710.7	4,465.7	5,159.7
净资产	732.7	878.7	1,650.9	2,055.1	2,528.5
现金流量表					
经营活动现金流	(127.3)	56.2	192.5	599.6	332.3
投资活动现金流	(136.0)	(140.1)	(198.9)	(187.0)	(197.0)
融资活动现金流	48.9	289.1	275.4	0.0	0.0

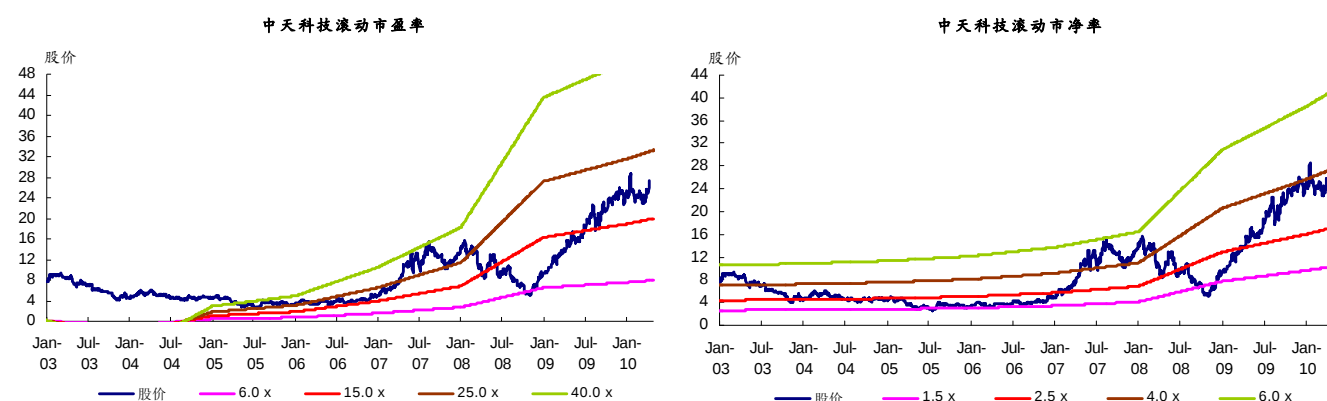
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 3：可比公司估值

公司名称	货币	股价	总市值	市盈率			市净率			股利收益率		
		(当地货币)	(百万人民币)	09E	10E	11E	09E	10E	11E	09E	10E	11E
综合设备制造商												
中兴通讯-A	CNY	41.38	78,774	29.7	22.2	18.0	4.5	3.9	3.3	0.8%	1.0%	1.2%
大唐电信	CNY	20.14	8,841	153.9	74.6	48.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
南京熊猫	CNY	10.24	4,751	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
烽火通信	CNY	34.09	15,061	54.8	38.5	30.7	5.6	5.0	4.4	0.4%	0.4%	0.4%
平均				79.4	45.1	32.3	5.1	4.5	3.9	0.6%	0.7%	0.8%
通信光缆厂商												
亨通光电	CNY	37.30	6,196	33.7	27.1	23.0	4.8	4.2	3.7	0.5%	0.7%	0.7%
中天科技	CNY	26.33	8,447	24.2	20.9	17.8	5.1	4.1	3.3	0.0	-	-
平均				29.0	24.0	20.4	5.0	4.2	3.5	0.6%	0.3%	0.3%
系统集成及服务提供商												
亿阳信通	CNY	11.25	6,335	78.3	41.4	31.0	n.a.	n.a.	n.a.	0.0%	0.7%	0.7%
华胜天成	CNY	19.30	8,898	47.2	31.0	25.0	5.8	5.1	4.2	n.a.	n.a.	n.a.
平均				62.7	36.2	28.0	5.8	5.1	4.2	0.0%	0.7%	0.7%
专业设备提供商												
武汉凡谷	CNY	20.83	11,579	34.0	24.9	21.2	5.9	4.7	4.2	1.2%	1.1%	1.2%
中创信测	CNY	21.07	2,920	109.3	34.9	28.7	7.4	5.8	4.8	0.0%	0.0%	0.0%
动力源	CNY	10.89	2,273	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
平均				71.6	29.9	24.9	6.6	5.2	4.5	0.6%	0.6%	0.6%
国际可比公司												
中兴通讯-H	HKD	46.05	78,774	28.8	21.6	17.5	4.1	3.5	3.0	0.8%	1.0%	1.3%
南京熊猫-H	HKD	2.45	4,751	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中通服	HKD	4.05	20,556	12.9	11.4	10.3	1.6	1.4	1.3	3.1%	3.5%	3.9%
摩托罗拉	USD	7.42	117,157	n.a.	n.a.	n.a.	1.8	1.7	1.5	0.7%	0.0%	0.0%
爱立信	SEK	81.75	254,042	71.1	16.1	13.4	1.9	1.8	1.6	2.4%	2.6%	2.9%
诺基亚	EUR	11.38	388,693	47.4	15.0	12.6	3.2	3.0	2.8	3.5%	3.7%	4.0%
阿尔卡特/朗讯	EUR	2.54	53,721	-11.0	54.1	14.0	1.5	1.5	1.5	0.0%	0.7%	0.9%
思科	USD	27.18	1,062,390	25.9	17.6	15.8	4.1	3.5	3.1	0.0%	0.0%	0.0%
高通	USD	43.29	496,664	45.1	18.8	17.1	3.6	3.1	2.8	1.5%	1.6%	1.7%
平均				31.4	22.1	14.4	2.7	2.4	2.2	1.5%	1.6%	1.8%

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 4：历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的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、刊登、发表或引用。