



主业两翼齐飞，成长前景可期

——中科英华（600110）投资价值分析报告

报告日期：2010年4月16日

基础数据

总股本(百万股)	101631.21
流通A股(百万股)	97731.21
流通A股市值(百万元)	775008

公司评级

所属行业	新材料行业
公司股价	7.93元
投资评级	(长期)买入

公司市场表现



研究员

姓名：卢小兵 叶旭晨

证书编号：S0990209040059

电话：010-84010711

Email: luxb@vsun.com

报告概要：

● 公司目前的产品主要包括电线电缆、铜箔、贸易产品、石油产品和电池材料。铜箔产业为公司的传统主业，2009年更是将其提升为公司发展战略规划的重点，随着公司新投建铜箔项目的进展，铜箔产业有望成为公司发展新的制高点；电线电缆业务近两年来一度占据营业收入的较大份额；石油产品作为公司的投资项目，由于受资源价格的快速上扬，以其较高的利润水平，成为近几年来公司利润的主要贡献力量。

● 2009年，公司进一步确立了未来3~5年的发展战略，明确了“以铜产业链为依托、以高档电解铜箔和中高附加值线缆加工为基础的综合化业务模式高速发展”战略，我们认为，公司的发展规划一改过去多元主业并举的发展模式，不仅符合产业发展的趋势，还和公司资源禀赋相吻合。

● 铜箔业务具有广阔的市场空间，公司的高档铜箔具有质量和成本优势，特别是随着新能源汽车发展对锂电池需求的增加以及电动汽车线路板用厚箔，铜箔业务将为公司贡献较多的利润来源，目前，公司在该项业务方面已具有较强的市场优势，随着投资和扩建产能的陆续投产，公司将成为全球最大的高档铜箔生产企业。

● 公司的电线电缆业务比较优势突出，铝合金电缆和防火电缆以其先进的技术有望成为市场的新宠。

● 初步预测公司2010年~2011年将分别实现营业收入13.06亿元和18.01亿元，EPS分别为0.07元和0.15元，考虑到公司业务成长性，对应的动态市盈率分别为46倍和32倍，给予短期“增持”、长期“买入”评级。

目 录

一、公司概况	3
(一) 公司的基本情况	3
(二) 公司的主要产品及市场地位	3
二、近两年来公司经营概况	4
三、投资价值分析	4
(一) 公司的铜箔产业具有巨大的成长空间	5
(二) 线缆业务具有明显的竞争优势	6
(三) 其他产业的布局也为公司的业绩增长预留了空间	8
四、盈利预测与投资建议	10

图表目录

图 2: 公司主要产品的收入变化.....	3
图 2: 公司主要产品毛利率情况.....	4
表 1: 公司近两年来主要指标变动情况.....	4
表 2: 2007 年世界PCB产量统计及 2012 年预测.....	5
表 3: 公司铜箔产业产能规划.....	6
表 4: 0.6/1KV YJV 单芯电缆材料成本比较.....	7
表 5: 公司的电线电缆产能规划.....	8
表 6: 行业的估值比较	10

一、公司概况

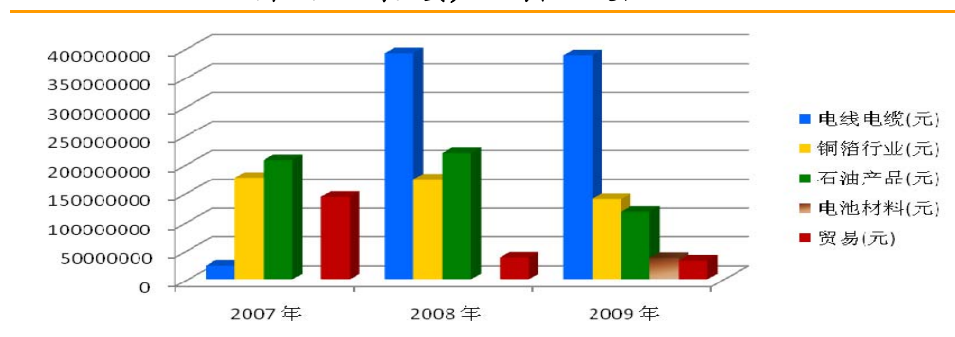
（一）公司的基本情况

中科英华高技术股份有限公司的前身为长春热缩材料股份有限公司，1993年12月由中国科学院长春应用化学研究所独家发起设立，1997年9月，长春热缩材料股份有限公司向社会公开发行3000万股人民币普通股股票，并于同年10月7日在上海证券交易所挂牌上市。2002年，随着杉杉集团和华创和润投资有限公司取代长春应用化学研究所成为公司的第一和第二大股东，公司正式更名为中科英华高技术股份有限公司。目前，随着公司的多次并购和资本运作，公司主营横跨石油化工和电子信息材料等领域，产品和业务主要为高档电解铜箔产品、电线电缆产品、改性高分子材料产品以及石油开采。

（二）公司的主要产品及市场地位

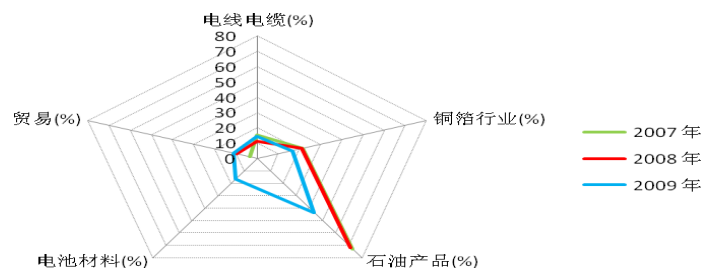
公司目前的产品主要包括电线电缆、铜箔、贸易产品、石油产品和电池材料。其中，铜箔产业为公司的传统主业，2009年更是将其提升为公司发展战略规划的重点，随着公司新投建铜箔项目的进展，铜箔产业有望成为公司发展新的制高点；电线电缆业务主要从2007年收购郑州电缆有限责任公司起步，基于郑州电缆的技术和生产实力，近两年来一度占据营业收入的较大份额；石油产品作为公司的投资项目，由于受资源价格的快速上扬，以其较高的利润水平，成为近几年来公司利润的主要贡献力量。

图 1：公司主要产品的收入变化



资料来源：公司公告、英大证券研究所

图 2：公司主要产品毛利率情况



资料来源：公司公告、英大证券研究所

二、近两年来公司经营概况

2009年公司实现营业总收入71710万元，与08年同期比较收入减少了17956万元，降幅为20%，从影响营业收入的主因来看，主要是由于公司在当期的石油销售均价比上年同期有所降低，直接影响了收入水平；2009年公司实现利润2985万元，比上年同期减少7979万元，减少73%，实现净利润1891万元，比上年同期减少5694万元，减少75%，对于利润的大幅减少，是多重因素共同作用的结果，但主要原因在于公司投资参股公司的收益减少和营业收入大幅减少的共同作用。

表 1：公司近两年来主要指标变动情况

项目	2009 年	同比	2008 年	同比	2007 年
营业总收入(百万元)	717.10	-0.20	896.66	0.42	629.66
营业利润(百万元)	21.21	-0.81	108.91	-0.33	162.82
利润总额(百万元)	29.85	-0.73	109.64	-0.33	162.44
净利润(百万元)	18.91	-0.75	75.85	-0.31	109.39

资料来源：公司公告

三、投资价值分析

2009年，公司进一步确立了未来3~5年的发展战略，明确了“以铜产业链为依托、以高档电解铜箔和中高附加值线缆加工为基础的综合化业务模式高速发展”战略，我们认为，公司的发展规划改变了过去多元主业并举的发展模式，不仅符合产业发展的趋势，还和公司资源禀赋相吻合，在此战略定位下，公司将形成以高档电解铜箔和中高附加值线缆为核心、以铜矿采选为重点进入领域的铜产业链业务体系，通过在短期内迅速做大、做强铜箔和线缆业务，并择机通过投资、并购方式迅速进入PCB/CCL等铜箔下游产业。

（一）公司的铜箔产业具有巨大的成长空间

电解铜箔是我国信息产业重要的电子材料之一，也是电子工业的基础材料，由于它具有高延性、高韧性、厚度均匀、导电性能好、防氧化能力强，与基板结合力强等特性，主要用于制作计算机、电讯设备用的覆铜板以及用于锂离子电池等产品的制造。

目前世界高档铜箔生产技术、设备制造技术及市场份额大部分被日本、美国等电解铜箔专业生产公司所垄断，全球主要高档电解铜箔供应商有三井金属、日本能源、古河电工、福田金属、日本电解、美国古尔德等公司。国内电解铜箔生产企业有二十一家，这些企业中，能生产出高档铜箔的厂家只有苏州福田金属有限公司、联合铜箔（惠州）有限公司，高档电解铜箔生产能力约为每年12000吨，缺口的高档电解铜箔需从日本、美国等地进口。随着电子信息技术的进一步发展，全球对高档铜箔的需求将以10%以上的速率增长，市场前景广阔。

作为高档电解铜箔主要应用领域的印制电路板市场增速迅猛，根据世界著名的专业电子产品产业调研机构Prismark公司在2008年5月的统计结果表明，2007年世界印制电路板的生产量为262.7百万平方米（其中：亚洲地区（不含日本）占比例83.7%，亚洲地区PCB增长最快的地区是中国内地、韩国、台湾地区等），预测到2012年PCB产量将达到350.6百万平方米，亚洲地区占世界中产量的比例将提高到88.20%。

表 2：2007 年世界 PCB 产量统计及 2012 年预测

	亚洲（不含日本）		日本		欧洲		美洲	
	产量	百分比	产量	百分比	产量	百分比	产量	百分比
2007年	219.70	83.7%	23.0	8.70%	11.2	4.2%	8.8	3.4%
2012年	309.40	88.2%	23.0	6.60%	10.3	2.9%	7.9	2.3%

资料来源：中国印制电路行业协会（CPCA）

而作为高档铜箔最具潜力的应用空间，则是随着新能源产业的发展对锂电池需求的快速增长。锂离子电池是一种新型的二次电池，它的研究始于20世纪80年代。90年代初，日本索尼公司首先推出了第一代锂离子电池。锂电池当前的应用主要集中在便携式IT产品上，随着新能源产业的不断发展，动力锂离子电池的应用前景开始显现，电动汽车逐渐受到各国的重视，日本、美国、加拿大、法国、德国、韩国都已在电动车用锂离子电池的开发方面取得了很大进展。

目前世界电解铜箔的年需求约为40万吨，中国需求在20万吨，其中大部分高档铜箔由日本、美国企业包办，据Prismark公司预测，近几年全球高档电解铜箔需求增长速度可达10%以上，目前国际市场仍有3~5万吨左右的高档铜箔供需缺口。而根据中国铜箔行

业协会的统计，2008年中国电解铜箔企业生产电解铜箔为10.5万吨左右，国产铜箔中约有12000吨高档电解铜箔，其余为中低档电解铜箔，据中国印制电路协会统计，我国目前高档电解铜箔的需求量在10万吨/年左右，而此其中，能够满足锂电池专用的40um高档铜箔生产的企业全球只有三家，而中科英华是国内唯一一家能够满足该品种铜箔的生产企业。

从国内外市场需求来看，目前普通电解铜箔供求基本平衡（甚至供过于求），而高档电解铜箔供求依然紧张，据海关电解铜箔进口数据分析，2006年我国的缺口高档电解铜箔在5万吨左右，随着电子信息产业的迅速发展，缺口还会增加，预计2010年我国高档电解铜箔需求量将进一步增加。

目前，公司惠州铜箔生产基地年产高档铜箔1800吨，远不能满足市场需求。在青海投资建设的25000吨高档铜箔产业基地中的一期1万吨已于2009年底投产，将于2010年达产；2010年度定向增发募集资金主要用于二期15000吨铜箔项目的建设，二期项目计划2012年建成投产。

表 3：公司铜箔产业产能规划

单位	产能规划		
	2010 年	2011 年	2012 年
惠州	1800T	2000T	2000T
青海	10000T	15000T	25000T

资料来源：公司公告

（二）线缆业务具有明显的竞争优势

总体来看，全球线缆市场整体集中度较低，仅部分发达国家市场和专业化产品市场实现整合，但从整个行业的发展格局看，全球线缆行业受各国政府电网建设改造投资和光纤入户等趋势的驱动，仍具有一定的增长潜力，并且逐渐呈现专业化（高压输电、光缆和电气装备用线缆市场）和同质化（配电、铜通信、建筑类线缆市场）两极发展趋势。

我国线缆行业未来的高速增长将主要源自于中高压电力电缆、光缆以及能源、大型交通工具用电线电缆的需求增长。虽然中国线缆行业具有巨大的发展潜力，但市场分化现象明显，各类市场的集中度和竞争主体各不相同。其中，高附加值市场虽然可以为公司带来较高的利润，但规模较小，市场中超过60%的销售额来源于低附加值市场。

但从公司的产品链来看，公司目前以中高压线缆、特种电缆和中高压附件为主要业务发展方向，尤其以其铝合金电缆和特种电缆为产品突破口，具有明显的市场竞争优势。

● 铝合金电缆

作为电缆的主要材料，铜比铝有着明显的物理特性。铜的比重为8.96克/立方厘米，是铝（2.7克/立方厘米）的3.65倍，铜的电阻率为0.01851 $\Omega \text{ mm}^2/\text{m}$ ，是铝（0.0294 $\Omega \text{ mm}^2/\text{m}$ ）的63%。但从资源和经济角度考虑，我国铜资源稀缺，每年产量300万吨，进口近200万吨，而铝资源则相对丰富，2007年我国电解铝产能已经超过1300万吨，不像铜需要大量进口。

导体作为电力电缆的主要构成部分，占电缆原材料成本的50%左右，所以导体的价格左右了电缆的价格，从而影响了企业的利润。当前铜价是每吨大约6.3万元，而铝价每吨大约2.0万元，自从06年初以来，铜价已经从3.5万元/T很快升至将近7万元/T，而铝价始终在1.9万元/T左右，铝具有很明显的价格优势。随着铜价的高涨和我国科研实力的增强，生产使用铝合金作为导体的电缆将成为未来必然的发展趋势。

据计算2006年当铜价在3.5万元/T时，以110KV单芯800 mm^2 的电缆价格在69万元/km，其中用铜7.12T，即24.92万元，若改为铝芯1200 mm^2 ，用铝5.508万元，导体部分即可节省19.412万元。

表 4： 0.6/1KV YJV 单芯电缆材料成本比较

序号	截面（单位： mm^2 ）	铜芯电缆（元/km）	铝芯电缆（元/km）
1	10	7259	3676
2	16	10934	4521
3	25	16671	6237
4	35	22804	7661
5	50	32845	8035
6	70	44862	13830
7	95	61471	19943
8	120	76586	23068
9	150	96915	31200
10	185	120466	40355
11	240	152614	45020
12	300	190222	55184
13	400	250934	68188
14	500	335029	127958
15	630	420342	157638
16	800	532259	197158

并且由于在相同导电性能时，铝芯电缆的重量只有铜芯电缆的一半，可以较大地减少工程安装和运输成本。据计算使用铝合金架空导线，线路投资可节省8%~12%，在节能、节材、节地的同时又提高了输电的安全性和可靠性，尤其在旧线路的增容改造上，经济效益更为明显。

铝合金电力电缆技术含量的提高，使其具有较高的附加值，产品单价在用户所能接

受的价格间有较好的利润空间。在当前铜芯电缆的市场平均毛利润率为6%~8%左右，而如果生产铝合金电缆，则毛利润率可达到30%。

● 防火电缆

据统计，我国每年发生火灾约十多万起，直接财产损失十多亿元。其中，有电线电缆短路、超负荷、电器设备故障等电气原因引发的火灾约占总数的30%。而此其中，由电线电缆引发的火灾又约占一半，因此，关于电线电缆的阻燃和防火安全问题受到越来越多的重视，对电线电缆的阻燃合防火要求也越来越高。

现有的防火电缆一般采用以氧化镁为绝缘的矿物绝缘（MI电缆），存在一个普遍的问题就是弯曲性差、易吸潮。公司根据市场的需要，研发出了传统矿物绝缘电缆的更新防火电缆，采用绞和铜线做导体，介电性能优异的云母、二氧化硅等无机带材作绝缘，铜、不锈钢等金属材料作密封护层，使电缆既保留了传统矿物绝缘电缆的耐高温、防火、低烟无毒、耐老化等特性，同时又克服了其弯曲性差、易吸潮；接头多、安装施工不方便；制造设备昂贵、工艺复杂、产量低、能耗高、制造长度受限制等诸多缺点，为防火电缆的广泛应用创造了更加有利的条件。

目前，公司对电线电缆的产值规划在既有产能的前提下稳步提升。

表 5：公司的电线电缆产能规划

单位：万元

单位	产值规划		
	2010 年	2011 年	2012 年
郑州	90000	130000	170000
上辐	8000	12000	25000
长春	7400	7400	12800

（三）其他产业的布局也为公司的业绩增长预留了空间

● 石油资源

公司拥有吉林京源石油50%和松原正源石油90%的股权，其地质石油储量高达874万吨（合计约6000多万桶）；收购世新泰德的100%股权后，公司石油储量大幅增长50%左右。若以每桶70美元的价格估计，仅石油储备一项，公司拥有的资源市值即高达200亿元以上，可贡献利润超过80亿元（石油开采业务毛利率多年来一直维持在43%以上），每股净资产增厚近8元。

● 新能源开发

公司收购了北京创亚动力电池公司100%股权，并在浙江湖州建立了锂离子电池材料公司，从而全力进军动力电池领域。结合公司锂电池用电解铜箔专有的技术优势，公司电动

汽车想象空间巨大。

随着当前各国政府清洁能源相关扶持政策的出台，以替代传统高耗能汽车为目的的电动汽车迎来高速发展期。受益于国家产业政策补贴，电动汽车的价格竞争力也逐步显现，未来以动力电池驱动的电动汽车将成为主流。而动力电池作为电动汽车的核心部件，由于具有较高技术壁垒，将是最先受益和持续受益的环节，并由此获得超额收益。

在积极推动汽车新能源的同时，中科英华还充分利用自身“产学研”一体化的优势，同国内知名高校建立战略同盟，共同从事太阳能、生物质能源等新能源的开发。

● 核能概念

公司投资兴建了“中国辐照加工中心”，以中国最新的辐照技术成果实现产业化为特色，以中国最密集的电子加速器群为规模，成为中国最大的辐照加工中心基地，是实现国家倡导的先进环保型高新技术产业化示范工程，使辐照这一和平利用核能的崭新技术产生巨大的产业化示范效应。目前，该基地已建成了四条电子加速器生产线，第一期投资今年上半年竣工投产后即实现440万元净利润，整体投产后该中心将成为中国乃至亚洲地区最大的辐照加工中心，并达到年加工45万公里电线或与之相当的辐照产品能力。由于该中心的上游产品多为中科英华本身的产品，再加上其辐照加工技术处于国内领先的地位，因此，该项目的投产将使公司出现质的飞跃，而国家对核能源民用化的大力支持，更使公司的核能源产业“钱程”似锦。

● 铜矿资源

2007年3月28日，中科英华发布公告称与西部矿业签订了战略合作协议。协议约定，双方共同投资建设年产5万吨的无氧铜杆生产项目，该项目中科英华持股60%，西部矿业持股40%。在协议中还约定，将由中科英华参股一家由西部矿业控制的与双方合作规模相匹配的铜矿，铜矿开发项目由西部矿业控股（持股比例为60%）、中科英华参股（参股比例为40%）。一旦完成上述合作，中科英华将进一步锁定公司主要原材料成本，增大下游产品的获利机会。在与西部矿业合作的同时，公司还在青海、新疆等地以及海外寻找铜矿投资机会。

● 参与设立保险公司

2009年9月14日，公司发布公告称：公司全资子公司联合其他投资人共同以现金出资方式在“正华健康保险股份有限公司”设立中融人寿保险股份有限公司，注册资本为2.2亿元，保险公司已于2010年3月份正式开业，公司入股中融人寿保险公司从而进军金融行业，实现了公司产业和投资“双翼起飞”。

四、盈利预测与投资建议

根据对公司情况的综合分析，初步预测公司2010年~2011年将分别实现营业收入13.06亿元和18.01亿元，EPS分别为0.07元和0.15元，目前公司的静态市盈率不具有参考意义，随着公司主业的明确和产能的释放，业绩有望明显提升，根据公司近两年业绩变化趋势测算公司2010年和2011年的静态市盈率约为51倍和26倍，高于行业的平均估值水平，但考虑到公司业务的增长性和产业发展的状况，相对应的动态市盈率分别为46倍和32倍，给予短期“增持”、长期“买入”评级。

表 6：行业的估值比较

代码	简称	每股收益			市盈率 PE			市净率	市现率	市销率
		TTM	09A	10E	TTM	09A	10E	PB	PCF	PS
								(MRQ)	(TTM)	(TTM)
行业	均值	0.11	0.23	0.49	162.34	55.14	25.49	3.41	-830.28	1.83
	中值	0.13	0.29	0.48	47.03	49.48	33.08	4.37	11.76	3.35
601600	中国铝业	-0.34	-0.17	0.25	-37.99	-77.99	51.39	3.50	-20.56	2.51
600019	宝钢股份	0.33	0.32	0.61	23.00	24.18	12.62	1.41	-92.37	0.90
601899	紫金矿业	0.24	0.28	0.36	35.56	31.35	23.82	6.93	451.05	6.01
600362	江西铜业	0.78	0.86	1.35	47.44	42.85	27.34	4.89	-49.71	2.16
000898	鞍钢股份	-0.68	0.16	0.69	-16.41	68.40	16.12	1.56	-17.01	1.02
600585	海螺水泥	2.01	2.07	2.76	20.86	20.20	15.14	2.57	-23.26	2.96
600688	S上石化	0.22	0.29	0.22	44.17	32.75	44.20	4.49	-137.47	1.33
000578	盐湖集团	0.48	0.63	0.85	46.06	34.61	25.76	8.36	-91.72	12.12
601958	金钼股份	0.20	0.24	0.55	90.13	74.76	33.08	4.46	7.03	9.86
600547	山东黄金	1.05	1.28	1.83	75.23	61.67	43.19	19.49	492.62	2.40
600005	武钢股份	-0.12	0.19	0.54	-55.66	34.69	12.26	1.92	-21.47	0.70
000629	攀钢钢钒	-0.44	-0.06	-	-19.09	-147.55	-	3.23	32.08	1.71
000825	太钢不锈	-0.23	0.10	0.45	-35.26	79.07	17.69	2.29	10.70	0.55
600489	中金黄金	0.43	0.54	0.88	130.13	105.42	63.89	10.81	-75.47	3.08
600309	烟台万华	0.64	0.72	1.00	38.01	33.75	24.37	8.02	-43.81	6.24
000792	盐湖钾肥	1.60	1.71	2.60	30.63	28.70	18.89	12.45	-50.19	8.26
000709	河北钢铁	-0.03	0.09	0.27	-164.92	55.55	18.97	2.87	43.47	0.61
000878	云南铜业	0.30	0.24	0.76	93.69	114.07	36.82	8.96	-30.84	2.16
600871	S仪化	0.10	-	0.02	90.57	-	461.33	4.91	80.83	2.62
601168	西部矿业	-0.10	0.15	0.36	-130.15	89.44	37.59	3.26	-25.76	2.57
600110	中科英华	0.006	0.006	0.15	1309.01	1309	51.26	6.12	-36.52	11.24

投资评级说明:		
类别	级别	定义
股票短期 投资评级	买入	预计未来 6个月内, 股价涨幅为15%以上
	增持	预计未来 6个月内, 股价涨幅为5-15%之间
	中性	预计未来 6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	卖出	预计未来 6个月内, 股价跌幅为10%以上
股票长期 投资评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
行业 投资评级	推荐	行业基本面向好, 预计未来 6个月内, 行业指数将跑赢市场平均水平
	中性	行业基本面稳定, 预计未来 6个月内, 行业指数跟随市场平均水平
	回避	行业基本面向淡, 预计未来 6个月内, 行业指数将跑输市场平均水平

声 明

※本报告作者声明: 在本机构、本人所知情的范围内, 本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。

※本报告文章纯属个人观点, 仅供参考, 文责自负。读者据此入市, 风险自担。

※本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意, 任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝; 或向其它人分发。