

中天科技（600522）：预制棒和电力缆是未来发展亮点

增持(维持)

通信

2010 年 05 月 17 日

联系人：孙秋波

021-58824282*868 sunqb@txsec.com

事件描述：

近期，我们对中天科技进行了调研，与公司高层就行业发展动向，公司经营状况与发展战略进行了交流。

评论：

一、发展战略：完善产业链。

1、电力缆：已经完成产业链的布局。

2、通信缆：上市公司层面还缺少预制棒的制棒环节，目前集团公司在做预制棒的研制，如果能将这部分资产注入上市公司，并能够实现产业化，将对上市公司毛利率带来强有力支撑。

图表 1 公司主要产品及简要分析

产品线	主要产品	公司及行业情况	潜力
通信缆	光纤	✓ 2010 年国内光纤市场供大于需。 ✓ 光纤价格：预计全年稳定在 78 元/芯公里左右； ✓ 预制棒自给，有利于稳定公司毛利率。	一般
	各种光缆	✓ 公司产品涉及到各种光缆：G652.B/C/D，G657 等； ✓ 随着 FTTH 等的推进，预计特种光缆会有较大的成长潜力。	一般
	海光缆	✓ 数据出口流量大幅增长，对远洋通信的需求大幅提高。	大
	OPGW、ADSS	主要客户是国家电网、南方电网。	大
电力缆	射频电缆	✓ 运营商是最大的需求方，快速发展期在 2009 年，未来进入平稳发展期； ✓ 公司已经是国内最大射频电缆厂商。	一般
	海缆（电缆、光电复合缆）	✓ 公司已经拿到深海海缆 UJ 认证，中国南海、渤海等在军事、石油开采等方面有巨大需求，对应产品主要是光电复合缆； ✓ 公司是目前国内最大的海缆供应商。	大
	铝合金导线、铝杆、普通电缆	✓ 国家电网总的投资规模下降，但是国内特种电缆的普及率依然很低，未来市场前景巨大； ✓ 公司是国内最大的特种导线生产厂商之一。	大
	软线缆、数字信号同轴电缆、漏缆等	✓ 国内投资热点不断轮换。2009 年电信运营资本开支较多，2010 年及以后智能电网，轨交类（高铁，地铁）等产业投资旺盛； ✓ 公司在电力缆（传输电能）和通信缆（传输信号）积累深厚。	大
房地产业务	房地产	预计未来将逐步退出房地产市场。	小
结论		预制棒、电力缆是未来发展的亮点。	

资料来源：公司网站，天相投顾整理

二、未来发展有哪些亮点？

1、开发预制棒，实现产业化。

预计预制棒(集团控股的中天精密材料负责)目前正在研制过程中,尚未产业化。根据公司最近公告(2010年5月15日公告),“2010年,中天科技将向关联单位中天精密材料采购光纤生产原材料,预计全年交易总金额为2亿元人民币。”依次推测,集团公司预制棒已有较大进展。

图表 2 预制棒占到光纤生产成本的 50%左右

步骤	预制棒占收入比例——推论过程
假设条件	✓ 预制棒进口价格 16.2 万美元/吨。(据杭州海关统计,2009 年 1-11 月浙江省进口光纤预制棒 118.2 吨,价值 1,912 万美元) ✓ 人民币兑换美元价格: 6.83:1; ✓ 每吨预制棒可以生产预制棒 3.3 万芯公里(经验值); ✓ 2010 年每公里光纤(G652B)价格平均为 78 元/芯公里;
推论过程	✓ 每吨预制棒的价格为: 16.2 万美元*6.83=111 万元; ✓ 3.3 万芯公里光纤的出厂价格: 78 元/芯公里*3.3 万芯公里=257 万元
计算结果	预制棒单价占到光纤收入的比例: $111/257=43\%$
步骤	预制棒占成本比例——推论过程
推论过程	✓ 亨通光电、中天科技 2009 年光纤光缆业务毛利率均达到 27%以上,一般光纤毛利率要高于光缆。 ✓ 按照业内光纤利润: 光缆利润 2:1 的比例推算,光纤的毛利率达到 18%。
计算结果	预制棒占成本比例: $111/[257*(1-18\%)]=111/211=52.6\%$ 。
最终结论	预制棒能否自给对光纤光缆厂商影响巨大

资料来源:天相投顾

2、电力缆业务亮点较多。

(1) **海缆类业务:**公司的海缆产品主要有海底电缆、海底光缆和海底光电复合缆,主要应用于浅海的岛岛通、风力发电、石油钻井等,涉及通信、电力、石油等领域,海缆产品的毛利率较高,约为 30%,2009 年公司海缆产品(主要是光电复合缆)收入 3 亿元左右。在 2009 年公司顺利通过 UJ 认证,未来有可能获得深海光缆的大额订单。

(2) **特种导线:**公司电力导线产品分为普通电力导线和特种电力导线,普通电力导线的技术含量较低,毛利率只有 5%-7%,而特种电力导线如高强度铝合金导线、耐热铝合金导线等技术含量较高,存在行业进入壁垒,毛利率达到 30%。公司在特种电力导线领域具有技术优势,占据垄断地位。目前国内特种电力导线占国内电缆投资比例仍比较低,未来随着国内城镇农村电网改造的提速,特种电力导线的需求将加速增长,未来电力特种导线的收入占比将逐步提高。



(3) **新产品**：软线缆、数字信号同轴电缆、漏缆等。国内投资热点不断轮换，2009 年电信运营资本开支较多，2010 年及以后智能电网、高铁、地铁等轨交类投资旺盛。公司在线缆领域积累深厚，传输信号的通信缆和传输电能的电力缆都会在这些领域应用，都有可能带来贡献数亿元级别收入。

三、光纤市场分析：供过于求，集采价格下降。

(1) **市场供需关系**：国内光纤市场供需关系：2010 年供过于求。

- ✓ **国内光纤市场需求**：2009 年基站大规模扩容、FTTx 建设、村村通等大大刺激了光纤需求；2010 年基站扩容弱化、FTTx 需求更大，预计市场需求稳定 8,000 万芯公里左右；
- ✓ **国内光纤市场供给**：2009 年五大光纤光缆厂商（长飞、富通、亨通、中天、烽火）产能大幅扩充，。特发等厂商也在大规模扩充产能，全国预计 2010 年合计差能将超过 9,000 万芯公里。

(2) **市场集采价格**：中国联通与中国电信已经完成了光纤的集采，价格在 78 元/芯公里左右。我们预计全年价格基本维持在这个水平。

(3) **公司供给量**：截止去年年底公司共有 11 座拉丝塔，22 条线，产能在 1,200 万芯公里；2010 年底预计达到 14 座拉丝塔，1,500 万芯公里产能。

(4) **公司扩产目的**：拉丝塔的建设本身有一定规模效应，已达到集约化，每次产能规划 6-7 座是比较理想的情况。

(5) **公司供给价格**：光纤市场 80% 的客户来自于三大运营商，公司光纤供应价格与市场价基本一致。

四、盈利预测及风险

盈利预测及评级：预制棒研制成功并实现量产，电力缆快速发展是公司未来发展的两大亮点。我们看好公司未来发展，上调公司 2010 年-2012 年 EPS 至 1.25 元（上调 0.02 元）、1.50 元（上调 0.08 元）和 1.74（下调 0.1 元），复合增长率为 18.59%；以 2010 年 5 月 14 日收盘价 19.56 元计算，对应动态市盈率为 15.7 倍、13.1 倍和 11.2 倍，如果扣除公司持有光迅科技（002281）对应的市值 7.5 亿元，对应动态市盈率为 13.8 倍、11.5 倍和 9.9 倍，与公司未来三年 18.45% 的符合增长率相比，公司股价被大幅低估，维持公司“增持”的投资评级。

风险：(1) 光纤价格下降超预期风险；(2) 预制棒量产及质量控制风险；(3) 新产品拓展风险；(4) 股票市场系统性风险。

图表 3 中天科技（600522）未来两年电力缆成长性优于通信缆

营业业务预测（百万元）	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
通信缆	413.8	526.2	826.2	962.5	1,272.7	1,578.6	1,900.8	2,181.3	2,435.0
YOY	34.2%	27.1%	57.0%	16.5%	32.2%	24.0%	20.4%	14.8%	11.6%
收入占比	69.2%	73.3%	71.1%	48.4%	43.7%	42.4%	41.0%	39.6%	39.1%
毛利率	19.9%	20.4%	21.4%	20.8%	23.1%	27.8%	25.1%	24.8%	24.5%
毛利贡献率	85.0%	83.7%	81.0%	58.2%	52.3%	48.2%	44.6%	5.6%	5.4%
电力缆	4.2	129.3	276.0	829.5	1,389.6	1,737.5	2,459.4	3,045.7	3,723.5
YOY		2942.6%	113.5%	200.6%	67.5%	25.0%	41.5%	23.8%	22.3%
收入占比	0.7%	18.0%	23.7%	41.7%	47.7%	46.7%	53.1%	55.4%	59.8%
毛利率	13.3%	6.2%	8.8%	13.8%	15.5%	21.2%	21.3%	21.3%	21.7%
毛利贡献率	0.6%	6.2%	11.1%	33.4%	38.3%	40.4%	48.9%	6.7%	7.3%

资料来源：上市公司公告，天相投顾

图表 5 中天科技（600522）盈利预测表

单位：万元	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	113,285	198,843	291,212	372,400	463,525	550,205	622,355
营业总收入增长（%）	24.47%	75.52%	46.45%	27.88%	24.47%	18.70%	13.11%
毛利率（%）	16.66%	17.27%	19.32%	24.48%	23.09%	22.91%	22.83%
二、营业总成本	109,408	185,752	270,170	327,818	411,182	487,436	549,380
营业成本	94,415	164,495	234,936	281,231	356,486	424,162	480,299
营业税金及附加	349	1,479	1,784	3,423	4,172	4,952	5,601
资产减值损失	554	582	916	1,158	1,854	2,751	3,112
期间费用	14,090	19,196	32,534	42,005	48,670	55,571	60,368
其中：销售费用	8,709	12,248	20,593	27,181	32,447	37,414	40,453
管理费用	4,530	4,960	6,805	11,342	11,588	12,655	13,692
财务费用	851	1,988	5,135	3,482	4,635	5,502	6,224
期间费用率（%）	12.44%	9.65%	11.17%	11.28%	10.50%	10.10%	9.70%
加：公允价值变动净收益	0	-166	68	208	200	200	200
投资净收益	206	656	-516	1,425	1,391	1,651	1,867
三、营业利润	7,032	13,582	20,594	46,215	53,933	64,619	75,041
营业利润增长（%）		93.13%	51.64%	124.41%	16.70%	19.81%	16.13%
营业利润率（%）	6.21%	6.83%	7.07%	12.41%	11.64%	11.74%	12.06%
加：营业外收入	72	795	1,258	1,904	2,318	2,751	3,112
减：营业外支出	186	566	345	1,069	1,391	1,651	1,867
四、利润总额	6,918	13,810	21,508	47,049	54,860	65,720	76,286
利润总额增长（%）		99.62%	55.74%	118.75%	16.60%	19.79%	16.08%
减：所得税	2,001	3,561	4,356	8,718	9,875	11,830	13,732
实际所得税率（%）	28.93%	25.78%	20.25%	18.53%	18.00%	18.00%	18.00%
五、净利润	4,917	10,250	17,152	38,331	44,985	53,890	62,555
净利润增长（%）		108.45%	67.35%	123.48%	17.36%	19.79%	16.08%
其中：归属母公司所有者净利润	3,951	8,431	14,601	33,498	40,037	47,962	55,674
母公司净利润增长（%）		113.38%	73.19%	129.42%	19.52%	19.79%	16.08%
净利率（%）	3.49%	4.24%	5.01%	9.00%	8.64%	8.72%	8.95%
少数股东损益	966	1,819	2,551	4,833	4,948	5,928	6,881
基本每股收益（元/股）	0.15	0.31	0.54	1.04	1.25	1.50	1.74
每股净资产（元/股）	2.35	2.71	3.24	3.96	4.81	5.83	6.98
净资产收益率（%）	6.21%	11.49%	16.64%	26.37%	25.93%	25.66%	24.87%

资料来源：上市公司公告，天相投顾

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：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002