

中超电缆 (002471. sz)

主营业务持续增长，重点关注募投项目

谢军 电力/电力设备研究员 电话: 020-87555888-663 eMail: xj@gf.com.cn
张小东 研究助理 电话: 020-87555888-665 eMail: zxd2@gf.com.cn
王昊 研究助理 电话: 020-87555888-681 eMail: wh15@gf.com.cn

公司主营业务持续增长

目前公司的主要产品为 35kV 及以下电线电缆，包括电力电缆、电气装备用电线电缆和裸电线三大类，其中以电力电缆为主。三年来，公司电力电缆销售量复合增长率超过 47%，今年上半年电力电缆销售额为 4.04 亿元，较去年同期增长 40.24%。

行业国内市场集中度低，竞争激烈

相较于欧美及日本等地区的垄断竞争市场而言，国内市场缺乏行业领军企业。中小企业数目庞大，且多为低端产品，同质化竞争严重。大型企业数量仅占 0.31%，其收入占比不足 10%。

公司募投项目值得关注

公司发展战略清晰，着眼于超高压项目，摆脱低端产品恶性竞争的困境。本次募集资金公司将全部投入 500kV 环保型阻燃超电压交联电缆及 500kV 资源节约型铝合金架空线项目。待项目达产后，预计每年新增营业收入 84768 万元，利润总额 13634 万元。

盈利预测

我们预计 2010 年和 2011 年公司 EPS 分别为 0.47 元、0.58 元，给予 2010 年 23-25 倍 PE，预计合理发行估值区间在 10.81-11.75 元。

风险提示

公司主要面临竞争加剧以及原材料价格波动风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(万元)	99,892.1	90,781.9	1062.15	1274.58	1579.74
EBITDA(万元)	9,737.84	9,549.80	121.40	146.59	191.31
净利润(万元)	4,533.66	5,065.90	74.68	92.53	119.59
净利润增长率	108.95%	11.74%	47.42%	23.91%	29.24%
每股收益(元)	0.38	0.42	0.47	0.58	0.75
市盈率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股红利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源: 财务报表, 广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	11.50 元
上市价格	14.00-16.00 元

股票数据

总股本(万股)	16,000.00
流通股本(万股)	4,000.00
主要股东:	
江苏中超投资集团有限公司	
主要股东持股比例	66.36%
流通 A 股比例	25.00%

财务比率

ROE	23.18%
ROA	10.37%
资产负债率	73.90%
每股净资产(元)	1.82

2009 年报数据

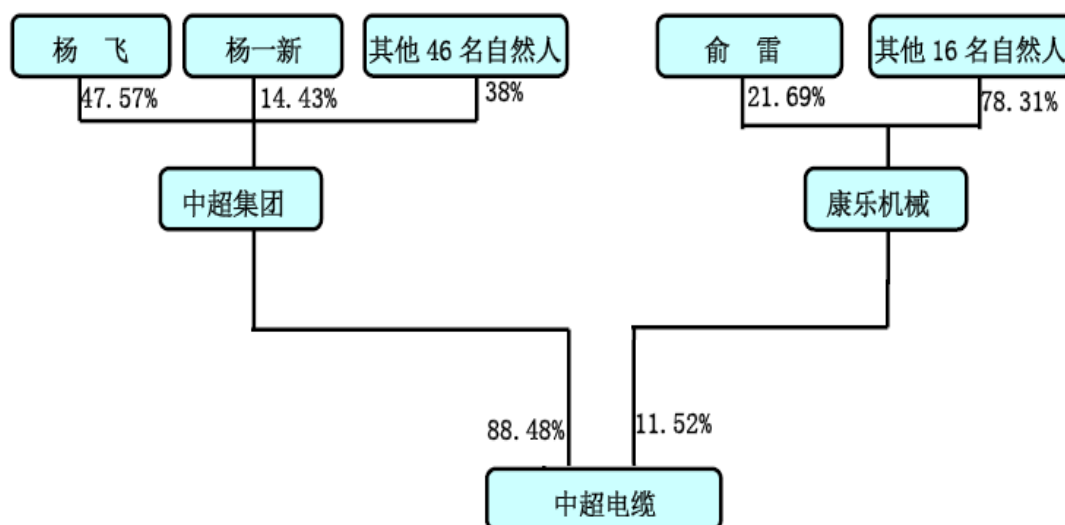
发行信息:

发行价格(元)	12.50
主承销商:	
东北证券股份有限公司	
发行市盈率	26.60

公司简介

江苏中超电缆股份有限公司（以下简称中超电缆）是由中超电缆有限公司整体变更设立的股份有限公司，发起人为江苏中超投资集团有限公司（以下简称中超集团）和宜兴市康乐机械贸易有限公司（以下简称康乐机械）两名法人股东，无自然人股东。本次发行前，中超集团和康乐机械分别控制公司88.48%和11.52%的股份。

图1：公司股权结构



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

表 1：股权发行前后变化

股东名称	发行前		发行后		股权性质
	数量（万股）	比例	数量（万股）	比例	
中超集团	10617	88.48%	10617	66.36%	限售流通股
康乐机械	1383	11.52%	1383	8.64%	限售流通股
公众投资者			4000	25.00%	无限售流通股
合计	12000	100.00%	16000	100.00%	

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

主营业务

公司主营业务涵盖电线电缆的研发、生产、销售和服务。目前公司的主要产品为35kV及以下电线电缆，包括电力电缆、电气装备用电线电缆和裸电线三大类。公司产品主要应用于电网系统、轨道交通以及冶金化工等领域。目前公司有能力和按照国家标准、英国标准、德国标准和国际电工委员会标准设计生产产品，并重点开发了中高压交联电缆及适用于特殊场合的阻燃、隔氧层、耐火、防鼠、防蚁、屏蔽、耐酸碱等格式特种电缆。

表 2: 主要产品及应用领域

	产品名称	电压等级	应用领域
电力电缆	交联聚乙烯绝缘电力电缆	1-35kV	电力传输
	聚氯乙烯绝缘电力电缆	1-6kV	电力传输
	架空绝缘电缆	1-35kV	中低压架空线路
	平行集束架空绝缘电缆	1kV	低压架空线路
	环保型阻燃交联电缆	1kV	电力传输, 设备供电
电气装备用 电线电缆	布电线	450/750V 及以下	建筑布线, 设备连接
	计算机电缆	300/500V 及以下	电厂、冶金、化工仪表连接
	塑料绝缘控制电缆	450/750V	设备控制
	无毒低烟电缆	1kV 及以下	建筑布线, 设备供电
	城市轨道交通特种电缆	35kV 及以下	轨道交通
裸电线	超高压稀土铝导线	220-800kV	大容量架空线路
	架空导线	110kV 及以下	架空线路

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

公司主营业务收入主要来源于电力电缆, 其占主营业务收入的比重每年都在75%以上。自2007年以来, 电力电缆的销售量保持高速增长, 2007年、2008年和2009年的电力电缆销售量分别为8513km、12488km和18565km, 复合增长率在47%以上。今年上半年电力电缆的销售额为4.04亿元, 较去年同期增长40.24%。但由于行业特点, 公司受原材料价格波动的影响, 2009年电力电缆销售价格下降, 该产品收入较上年同期降低0.98%。如剔除产品价格因素影响(即以2009年各类产品销售单价为基数计算各年主营业务收入), 则2008年和2009年的主营业务收入分别较上年增长57.87%和38.99%。

图2: 主营业务构成

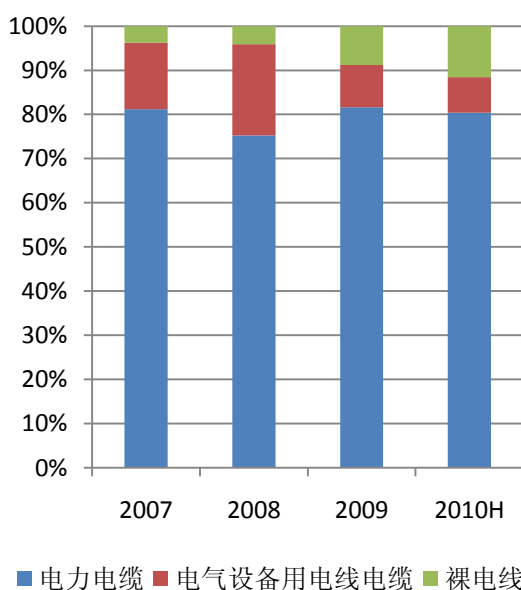
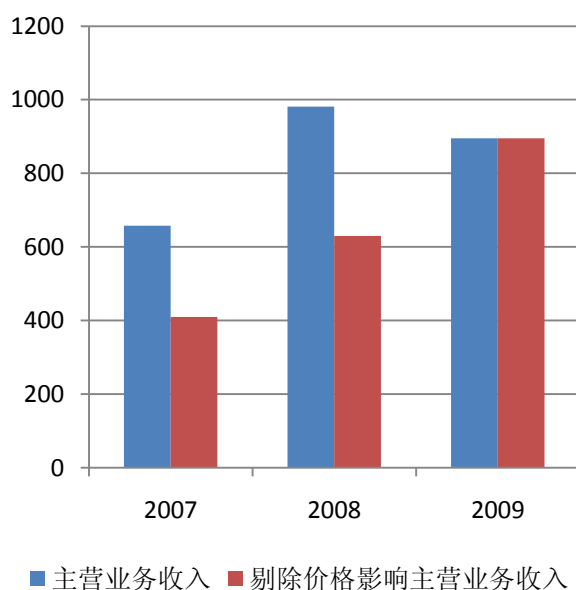


图3: 主营业务收入趋势 (单位: 百万元)



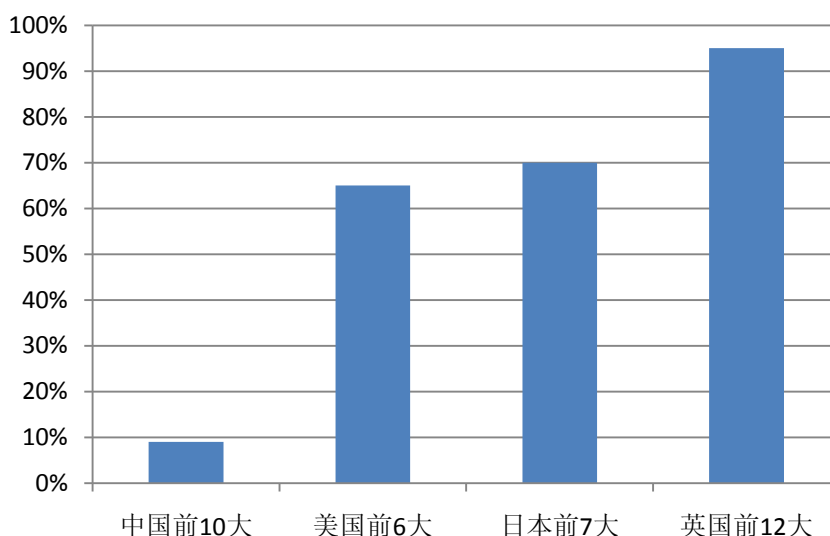
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

行业分析

行业竞争状况

就世界范围来看，电线电缆市场日趋成熟，总体增长幅度缓慢。目前，全球市场大部分供求集中在欧洲、美国和日本等发达国家和地区，竞争相当激烈，逐渐形成了几大巨头之间垄断竞争的格局。激烈的市场竞争导致大量中小企业或非专业性的电缆厂商被兼并或退出市场，行业趋于集中。当前，欧洲市场主要由意大利由意大利普睿司曼电缆公司和法国耐克森集团垄断，美国前六大线缆生产商占据了美国65%的市场，日本前七大线缆生产商占日本市场的70%。从地域方面来看，相较于亚洲企业，欧洲电缆生产企业还是具有较大优势的。首先，作为料重工轻的行业，电线电缆的生产成本的75%取决于原材料，而劳动力成本这个亚洲制造商最大的优势，仅占电缆生产成本的10%左右。另外，欧洲的电缆制造商在研发方面投入巨大，产品的技术优势更胜一筹。

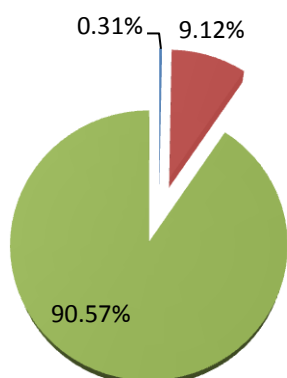
图4：各国行业集中度



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

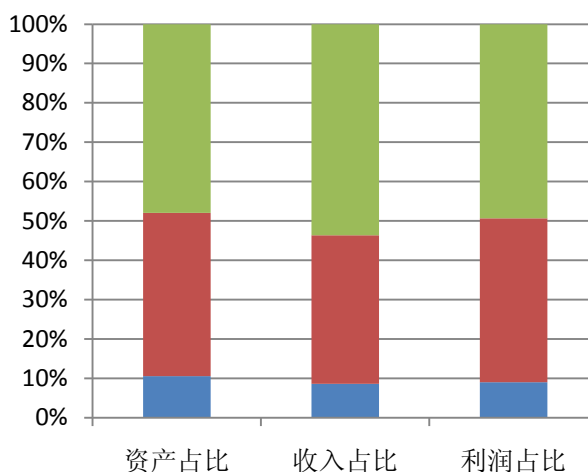
就国内市场来看，自20世纪90年代以来，我国线缆行业发展迅速。作为电网建设中重要的配套产业，线缆行业占中国电力行业总产值的25%。但国内电线电缆行业以中小型企业为主，数量庞大。相比之下，大型企业的资产仅占整个行业总资产的10.58%，收入占行业销售收入的8.62%，利润占行业总利润的8.99%，整个行业的集中度较低，企业竞争十分激烈。

图5: 各类规模企业数量占比



■ 大型企业 ■ 中型企业 ■ 小型企业

图6: 各类规模企业资产、收入、利润情况



■ 大型企业 ■ 中型企业 ■ 小型企业

数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

国内行业增长情况

作为新兴的亚洲市场,特别是中国市场,电线电缆的发展空间还相当广阔。得益于我国经济的高速发展,电线电缆行业总体保持较好的增长势头,根据Wind咨询数据,2009年1-11月行业总销售收入达到5747.5亿元。目前我国电线电缆生产总量(导体用量)已经超过美国成为世界第一大电线电缆成产国。

图7: 历年电线电缆行业收入(单位: 亿元)

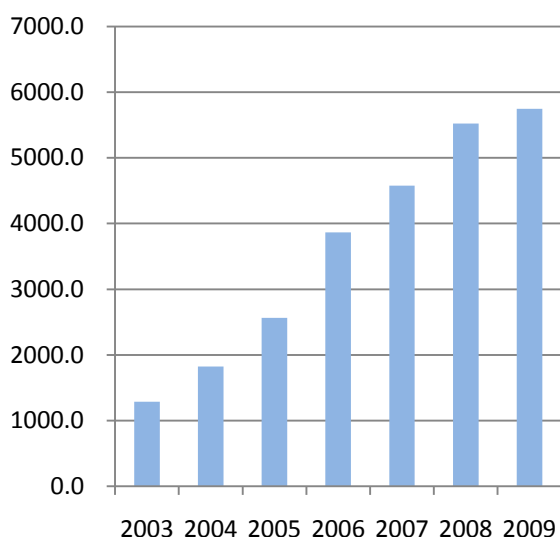
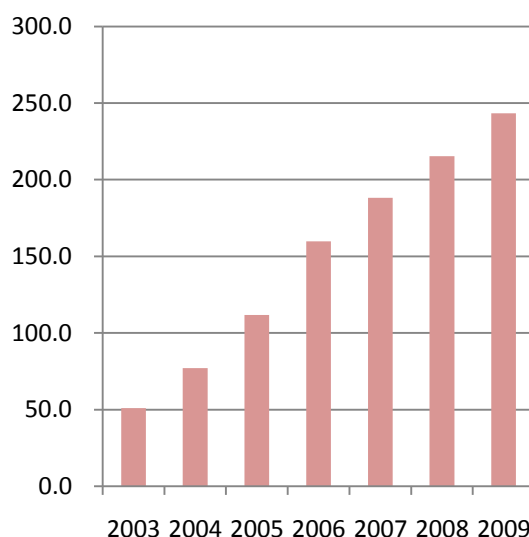


图8: 历年电线电缆行业利润(单位: 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

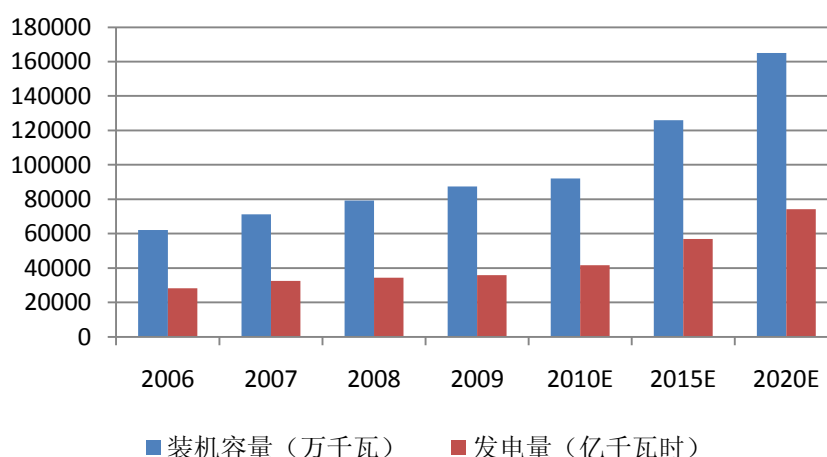
行业未来重点市场

未来几年中,我国电力、铁路、轨道交通、能源、建筑、船舶、汽车等产业将依旧保持较大的投资规模,给电线电缆行业的增长带来了机遇。

我们预计未来几年内电力系统项目建设和改造以及轨道交通建设将成为电线电缆行业的重点市场。

电力系统建设和改造项目主要涉及电网投资、城市电网的入地化以及农村城镇化。根据电网公司的规划，“十一五”期间电网总投资将超过1.6万亿元，预计到2010年末我国的发电装机容量将达到9.2亿kW。电网建设的推进毫无疑问的带动了电线电缆行业的发展。在城市电网建设中，架空线入地已成为城市发展的必然趋势。目前国外城市的地下电缆化已经完成了80%-90%，有的甚至达到100%。而我国平均城市地下电缆化率仅为10%。随着城市化的推进，我国大多数城市的规划目标为50%-80%，改造空间广阔。

图9：电网装机容量、发电量增长趋势



数据来源：电力监管年度报告，广发证券发展研究中心

表3：电力系统建设改造市场需求

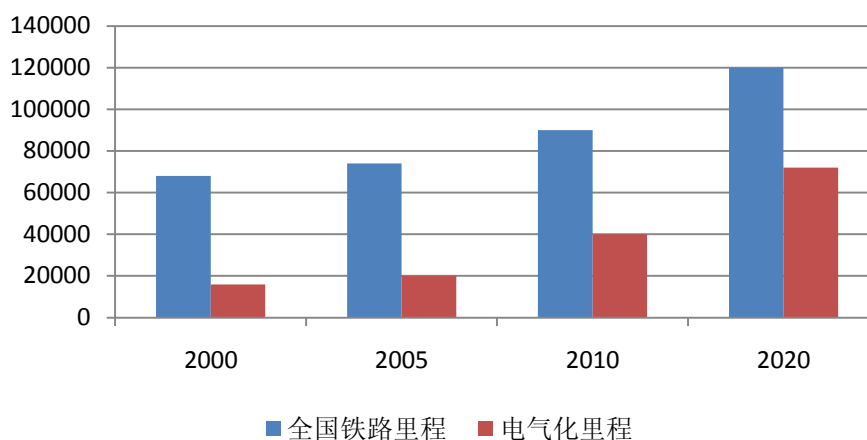
需求方向	行业发展空间	受益品种
电网投资	“十一五”期间总投资超过 1.6 万亿元	中低压交联电缆 超高压交联电缆 特高压导线
电缆入地化	发达国家电缆入地化率超过 80%，我国平均只有 10%	中低压交联电缆 超高压交联电缆
城镇化	2004 年我国城镇化率仅 40%，2020 年将达到 50%，预计 2050 年可达 70%	中低压交联电缆 超高压交联电缆

数据来源：机经网，广发证券发展研究中心

根据国务院《中长期铁路网规划（2008年调整）》目标，到2020年我国铁路营业里程将提高到12万公里，总投资规模约5万亿元，全国铁路电气化率提高60%以上。随着铁路交通，尤其是高速铁路、电气化铁路的快速建设，电线电缆行业将迎来巨大的发展机遇。此外，城市轨道交通建设也为行业带来利好。“十一五”期间我国特大城市的地铁和轻轨通车里程将超过1500km，投资约2000亿；还有25个城市完成的中远期规划中总

里程超过5000km，涉及投资估算超过8000亿。

图10: 电网装机容量、发电量增长趋势



数据来源：《中长期铁路网规划（2008年调整）》，广发证券发展研究中心

上游原材料对公司盈利影响

由于料重工轻的行业特点，公司盈利对上游原材料价格波动较为敏感。公司生产电力电缆的最主要原材料为铜材，2007-2009年度及2010年1-6月的铜材成本占公司同期营业成本的比重分别为78.58%、77.47%、71.94%和74.01%。由于电线电缆行业基本采取以铜现货价格为基础，加上辅料成本及加工费用来确定产品报价的定价机制，因此铜价波动对公司营业收入和营业成本都会产生较大影响。

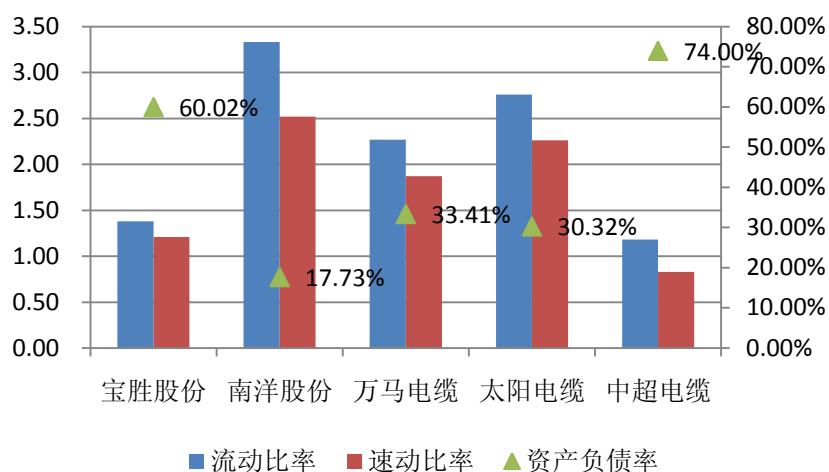
在铜价上涨的过程中，在销售量不变的情况下，公司营业收入随铜价上涨而提高。此时加工费用占总价比例较低，提价容易被客户接受，有利于公司毛利增加。但此时，高位铜价增加了存货、应收账款对流动资金的占用，公司资金压力增大，导致财务费用升高，对利润增长带来负面影响。

在铜价下跌的过程中，情况与上述相反。公司营业收入随铜价下跌而下降，加工费用占总价比例提高，公司维持原有毛利将面临压力。

公司财务分析

自2007年以来，公司平均流动比率和速动比率分别为1.13和0.85，资产负债率较高，在74%-76%之间。与同行业上市公司相比，公司流动比率、速动比率低于同行业上市公司，资产负债率高于同行业上市公司。这主要是由于公司成立时间较短，资本积累不足形成的。另外，南洋股份、万马电缆和太阳电缆分别于2008年和2009年通过公开发行股票募集资金，也使其各项偿债指标得到明显改善。随着公司经营规模的扩大和利润的积累，以及IPO完成后，债务结构将趋于合理。

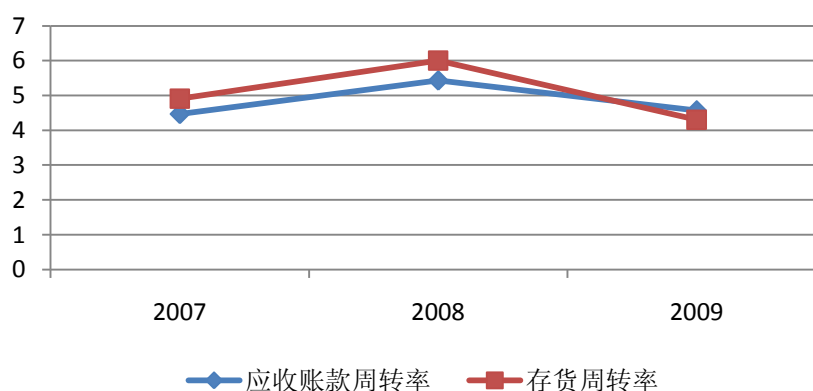
图11: 2009年债务指标对比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

由于客户结构原因，电缆行业周转率普遍不高。公司应收账款周转率稳定在4-6倍，周转速度处于同行业较高水平，显示了货款回收方面较好的管理能力。与同行业上市公司相比，公司的存货周转率处于较低水平。这主要是由于公司为提高产品质量，对中压电缆产品增加了去气工艺，该项工艺需要7天，降低了存货周转率。另外，公司为客户提供按客户施工计划直接将电缆分割并运送至施工现场的服务，也增加了公司产品的存储时间。

图12: 公司周转率指标



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

募投项目分析

公司拟向社会公开发行4000万股新股，扣除发行费用后的实际募集资金将全部用于500kV环保型阻燃超高压交联电缆及500kV资源节约型铝合金架空线项目。项目预计总投资42292.8万元，其中固定资产投资

22292.8万元。项目建设期为2年，投产期1年，预计投产第一年生产达到设计能力的70%，第二年达到设计产能。

500kV环保型阻燃超高压交联电缆项目

环保型阻燃超高压交联电力电缆属于国家“十五”计划阻燃电缆重点研制开发项目，应用于电力系统中传输和分配大功率电能。目前，随着环保标准的日益严格以及对电线电缆无卤阻燃要求的日益提升，欧美等发达国家正在大力提倡环保型电缆的使用，我国也加快了环保型电缆的推广和应用。

500kV资源节约型铝合金架空线项目

铝合金架空线具有强度高、重量轻、导电性能好等优点，目前已经在世界范围内被广泛应用。500kV铝合金架空线与传统使用的钢芯铝绞线相比，在同样单位重量下，前者具有直流电阻小、载流量大、拉力单重比达等优点，减少了电能在传输过程中的损耗，并且在线路建设中可以加大档距，减少杆塔数目，从而节约了大量的土地资源。这些特点在我国一次能源和电力负荷分布不均衡的国情下显得尤为重要。

项目效益分析

在第一年生产110kV交联电缆产品及各种资源节约型铝合金导线，并通过220kV及以上交联电缆预鉴定试验的情况下，本项目预计年均销售总收入为84768万元，新增年均销售税金及附加4651万元，年均利润总额13634万元，年均净利润10225万元。项目全部投资财务内部收益率为29.65%，投资利润率为32.24%，全部投资回收期5.13年。

表 4：项目效益 （单位：万元）

产品名称	产品型号	电压等级 kV	年产量	单价	合计
环保阻燃高压及超高压交联电缆					
环保阻燃铜芯超高压交联聚乙烯绝缘皱纹铝包防水层护套电力电缆	YJLW03	500	60km	307	18420
环保阻燃铜芯高压交联聚乙烯绝缘皱纹铝包防水层护套电力电缆	YJLW03	220	140km	173	24220
		110	400km	61	24400
小计			600km		67040
资源节约型铝合金导线					
资源节约型高强度钢芯铝合金绞线	JLHA1/G	500 及以上	3500t	1.95	6825
资源节约型特种全铝合金绞线	JLHA1	500 及以上	4000t	2.20	8800
资源节约型耐热铝合金绞线	JNRLH/G	500 及以上	2500t	1.95	4875
小计			10000t		20500

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

公司估值

主要盈利假设

1. 公司募投项目建设进展顺利，按计划于2012年中期完成。固定资产和在建工程资金投入复合预计。2012年底实现新增营业收入3.39亿元。
2. 2010年铜价较2009年上升20%，2011和2012年铜价震荡幅度不超过10%。

盈利预测

按照发行后股本1600万股计，我们预测公司2010年和2011年摊薄后EPS为0.47元、0.58元，给予2010年PE为23-25倍的估值，上市价格合理估值区间在10.81-11.75元。

表 5: PE 相对估值

公司	8.25 收盘价 (元)	EPS (元)		PE	
		2010E	2011E	2010E	2011E
宝胜股份	16.36	0.82	0.97	19.95	16.87
永鼎股份	10.65	0.50	0.61	21.30	17.46
南洋股份	17.81	0.77	0.94	23.13	18.95
精达股份	10.21	0.39	0.47	26.18	21.72
万马电缆	14.02	0.30	0.37	46.73	37.89
太阳电缆	21.15	0.74	1.02	28.58	20.74
行业平均		0.59	0.73	27.65	22.27
中超电缆		0.47	0.58	29.00	25.00

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

风险提示

国内市场行业竞争激烈，低端产品市场尤其分散。公司由于自身积累时间交短，资本实力并不十分雄厚，若行业景气度下降势必引发竞争进一步加剧，利润空间受到挤压，毛利率水平下降。

公司主要上游原材料为铜材，占公司营业成本的比例超过75%。铜价的波动将给公司营业成本和营业收入带来明显影响。公司毛利率具有一定程度的不确定性。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	234	465	399	468	
应收账款	184	174	209	277	
预付款项	39	26	31	46	
应收利息	0	0	0	0	
应收股利	0	0	0	0	
其他应收款	29	18	22	29	
存货	205	149	179	238	
流动资产合计	692	843	852	1071	
长期股权投资	0	0	0	0	
固定资产	103	90	128	214	
在建工程	4	60	171	60	
无形资产	33	41	50	59	
长期待摊费用	2	0	0	0	
递延所得税资产	3	4	4	5	
非流动资产合计	146	195	355	339	
资产总计	837	1038	1207	1410	
短期借款	228	0	0	0	
应付票据	119	202	242	264	
应付账款	178	108	129	177	
预收款项	36	29	35	46	
应付职工薪酬	2	2	3	3	
应交税费	18	14	17	22	
应付利息	0	0	0	0	
应付股利	0	0	0	0	
其他应付款	0	0	0	4	
流动负债合计	586	382	458	542	
长期借款	33	54	54	54	
应付债券	0	0	0	0	
长期应付款	0	0	0	0	
预计负债	0	0	0	0	
递延所得税负债	0	0	0	0	
非流动负债合计	33	54	54	54	
负债合计	619	436	512	596	
股本	120	160	160	160	
资本公积	26	295	295	295	
盈余公积	10	21	35	53	
未分配利润	62	126	205	306	
少数股东权益	0	0	0	0	
负债股东权益总计	837	1038	1207	1410	
每股净资产(元)	1.82	3.76	4.34	5.09	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	908	1062	1275	1580	
营业成本	756	878	1053	1301	
营业税金及附加	2	2	2	3	
销售费用	48	56	67	82	
管理费用	16	20	24	29	
财务费用	16	6	3	3	
资产减值损失	4	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资收益	2	0	1	1	
营业利润	67	102	126	163	
营业外收入	0	1	1	1	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	68	102	127	163	
所得税费用	18	28	34	44	
净利润	50	75	93	120	
归属于母公司净利润	51	75	93	120	
少数股东损益	0	0	0	0	
EPS(元)	0.42	0.47	0.58	0.75	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	65	198	113	81	
投资活动现金流量	(88)	(62)	(177)	(9)	
筹资活动现金流量	(51)	96	(3)	(3)	
现金及现金等价物净增加额	(74)	232	(66)	69	
期末现金余额	218	465	399	468	
每股经营活动现金流(元)	0.54	1.24	0.70	0.51	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	-9.1%	17.0%	20.0%	23.9%	
营业利润增长率	9.6%	51.6%	23.9%	28.8%	
毛利率	16.7%	17.4%	17.4%	17.6%	
营业利润率	7.4%	9.6%	9.9%	10.3%	
净利率	5.6%	7.0%	7.3%	7.6%	
净资产收益率	23.2%	12.4%	13.3%	14.7%	
总资产收益率	6.1%	7.2%	7.7%	8.5%	
流动比率	1.18	2.21	1.86	1.98	
资产负债率	73.9%	42.0%	42.4%	42.3%	
所得税税率	26.4%	27.0%	27.0%	26.8%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10 % 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10 % 以上。

相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。