

驶向高端特种电缆蓝海

报告关键点:

- 今年受益铜价上涨,超高压电缆项目开始发挥业绩,并成为业绩增长主要动力
- 公司拟募集资金发展特高压特种电缆,项目很有潜力
- 按照发行后股本,每股收益预计分别为0.63元、0.94元、1.25元,按照2011年23倍市盈率估值,维持目标价位21.5元,维持“增持-A”投资评级

报告摘要:

- 半年报回顾:** 上半年实现收入7.72亿元,同比增长72.96%,利润总额0.92亿元,同比增长19.86%,归属于母公司净利润同比增长12.07%,每股收益0.26元。财务费用提升,管理费用下降,公司管理能力体现明显。上半年增长的原因一是受益铜价上涨,二是超高压电缆项目发挥业绩。
- 下半年普通电缆增长预计回归正常:** 预计南网公司电网投资下降10%,我们预期下半年普通电缆的增长将回归正常水平,同时下半年从铜价上升中的获益同比将有所减弱。
- 超高压电缆项目将成为业绩增长动力:** 公司超高压电缆募集资金项目在去年4季度调试完毕开始试产,110kV电缆对业绩贡献在毛利率中体现明显,预计4季度可以在电网公司销售。我们预计超高压电缆项目2010-2012年的营业收入分别为3亿元、8亿元、10亿元。由于高电压等级电缆的高毛利率,公司未来综合毛利率将呈现上升趋势。
- 驶向高端特种电缆的蓝海:** 公司拟募集资金发展高端特种电缆,按照14.38元/股发行,拟募集资金41,745.97万元,预计发行2903万股。高端特种电缆是行业内高技术、高附加值的产品,市场需求大,替代进口的空间大,项目建成后可实现销售收入13亿元,年均利润总额1.58亿元。该项目我们预计2012年发挥效益。
- 盈利预测与投资评级:** 在假设铜价没有大幅度波动的情况下,我们预测公司2010年-2012年归属于母公司净利润分别为1.62亿元、2.4亿元、3.2亿元,按照发行后股本,每股收益预计分别为0.63元、0.94元、1.25元,按照2011年23倍市盈率估值,维持目标价位21.5元。维持“增持-A”投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,376.5	1,262.5	1,800.8	2,300.8	2,750.8
Growth(%)	18.5%	-8.3%	42.6%	27.8%	19.6%
净利润	125.8	128.0	161.9	240.1	319.8
Growth(%)	34.2%	1.7%	26.5%	48.3%	33.2%
毛利率(%)	15.8%	17.3%	17.7%	19.4%	21.2%
净利润率(%)	9.1%	10.1%	9.0%	10.4%	11.6%
每股收益(元)	0.56	0.57	0.63	0.94	1.25
每股净资产(元)	5.00	4.85	6.55	7.45	8.64
市盈率	32.1	31.6	28.2	19.0	14.3
市净率	3.6	3.7	2.7	2.4	2.1
净资产收益率(%)	13.2%	13.6%	11.4%	14.7%	16.7%
ROIC(%)	32.3%	22.8%	20.5%	17.9%	18.7%
EV/EBITDA	12.7	21.5	16.9	12.3	9.2
股息收益率	0.1%	3.7%	0.7%	1.1%	1.4%

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

 目标价格: **21.50 元**

期限: 6个月 上次预测: 21.50 元

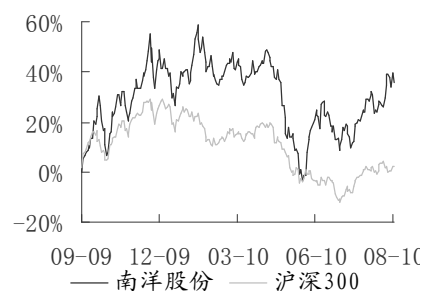
现价: 17.36 元

 报告日期: **2010-09-01**

市场数据

总市值(百万元)	3,932.04
流通市值(百万元)	992.92
总股本(百万股)	226.50
流通股本(百万股)	57.20
12个月最高/最低	11.80/20.47 元
十大流通股(%)	14.16%
股东户数	17,154

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.09	7.57	33.43
绝对收益	9.29	13.37	35.52

研究员

黄守宏	高级行业分析师
010-66581627	huangsh@essence.com.cn
证书编号	S1450210030003
汲亚飞	行业分析师
010-66581629	jiyf@essence.com.cn

前期研究成果

南洋股份: 受益铜价上涨	2009-12-15
南洋股份: 管理出色, 受惠南网投资增长	2009-04-24
南洋股份: 电缆行业的最佳选择	2008-12-09

近日我们对南洋股份广州超高压电缆公司进行了调研，并与领导就经营情况和拟增发项目进行了沟通。

1. 半年报业绩回顾

上半年实现收入 7.72 亿元，同比增长 72.96%，利润总额 9,277 万元，同比增长 19.86%，归属于母公司净利润同比增长 12.07%，每股收益 0.26 元。

2 季度同比大幅度增长：2 季度收入同比增长 107.5%，利润总额同比增长 91.8%，归属于母公司净利润同比增长 84.9%。

财务费用增长：由于去年同期有募集资金的存款利息，财务费用为-976 万元，而今年随着募集资金项目投产，在短期借款项目已经有借款，财务费用为 469 万元，二者差额 1445 万元。

管理费用率下降：上半年管理费用率 1.95%，同比下降 0.4 个百分点，在公司超高压项目投产，工资有所上调的背景下，公司出色的管理控制能力再次得到体现。关于公司的管理，我们在之前的报告《电缆行业的最佳选择》中已经充分说明，这里不再赘述。

受益铜价上涨：在我们之前的报告《受益铜价上涨》(2009-12-15)中，我们得出结论，由于电线电缆行业的定价模式，在铜价上升的时候收入会增长，毛利率略有下降，但利润会增长，从公司的半年报中得到印证。由于去年铜价处于上升通道中，从年初到现在基本稳定，我们预期铜价未来将基本稳定，因此我们预计公司下半年从铜价上升中的获益同比将有所减弱。

2. 下半年普通电缆增长预计回归正常

公司电缆 60%在电力系统销售，其中又主要集中在南方电网公司。2009 年南方电网公司完成固定资产投资 1051 亿元，其中电网建设投资 915 亿元，2010 年南方电网公司计划固定资产投资 1042 亿元，其中电网建设投资 880 亿元，计划投资量基本持平。2009 年上半年南网完成电网投资 345 亿元，2010 年上半年南网主网完成投资 122 亿元，城农网建设改造完成投资 193 亿元，合计 315 亿元，同比下降 8.7%。2009 年是保增长的一年，南网下半年完成电网投资 570 亿元，考虑今年 10 月亚运会在广州召开将短时期影响电网建设，我们预计南网 2010 年下半年完成去年同期的投资难度很大，预计也会同比下降 10%。由于电网投资预期下降，我们预期下半年普通电缆的增长将回归正常水平。

3. 超高压电缆项目将成为业绩增长动力

公司超高压电缆募集资金项目在去年 4 季度调试完毕开始试产，110kV 电缆对业绩贡献在毛利率中体现明显，公司 2 季度毛利率 19.2%，比一季度环比上升 5.9 个百分点，其中高毛利率的 110kV 电缆贡献业绩是其中主要原因。公司目前的 110kV 电缆销售在电力系统外，两大电网公司对公司的超高压项目进行了考察，对产品进行了检测，预计 4 季度可以在电网公司销售。公司的 220kV 电缆也已经试产送检，待积累挂网运行经验后才能销售，目前超高压项目主要还是生产 110kV 电缆。我们预计超高压电缆项目 2010-2012 年的营业收入分别为 3 亿元、8 亿元、10 亿元。由于高电压等级电缆的高毛利率，公司未来综合毛利率将呈现上升趋势。

4. 驶向高端特种电缆的蓝海

2010年6月29日，公司非公开发行A股股票的申请已获得中国证监会批准，核准公司非公开发行不超过5,500万股新股，按照14.38元/股发行，拟募集资金41,745.97万元，预计发行2903万股。公司的控股股东郑钟南认购公司本次非公开发行股份总量的10%。

公司将利用本次非公开发行股票所募集的现金投资“新能源、船用及变频节能特种电缆项目”。特种电线电缆主要指应用于新产业技术领域、重大工程建设、现代装备业配套等场合，需满足其相应特殊的使用环境、敷设方式、运行条件及专项功能等要求的电线电缆，主要应用于：核能及风能等新能源、交流变频调速、航空航天、城市轨道交通、高速铁路、船舶、机车车辆、汽车、冶金化工、高精仪表、家用电器、新型建筑、能源探测等领域的配电、动力、照明、控制、通信、信号等各种应用条件。本项目由广东南洋电缆集团股份有限公司设立天津子公司进行建设实施。项目拟年产核电站用电缆2,000km、风力发电用电缆2,500km和船用电缆12,000km、变频节能电缆1,680km。本项目建成后可实现销售收入129,960.00万元，年均利润总额15,839.91万元，全部投资回收期5.87年（包括建设期1.5年）。

表1 拟募集资金项目市场需求

特种电缆种类	要求特性	市场需求
核电站用电缆	无卤、低烟、低毒、寿命长	预计2009-2020年我国核电站2万km/年，核电出口8000km/年，2009-2014年内1E级电缆1000km/年，电缆升级2~3万km/年
风力发电用电缆	机械强度高、耐扭、耐震动以及耐油，耐低温	2009-2015年，每年约需风力发电用电力电缆6,400km，风力发电用控制电缆16,000km，风力发电用电源电缆16,000km
船用电缆	A类阻燃、无卤低烟及优良的弯曲性能	到2015年，每年的需求量为18万km
变频节能电缆	减少高次谐波和电机的噪声、耐高压、耐高频、耐脉冲电压、耐电晕	32,504km/年

数据来源：公司公告

拟募集资金项目特种电缆要求高，目前生产企业少，市场需求大，毛利率高。我国目前主要能生产制造核岛外围用K3类电线电缆，其余K1、K2类专用电线电缆目前对进口的依赖度还较高。

表2 国内高端特种电缆生产企业

特种电缆种类	国内生产企业
核电站用电缆	常州八益电缆、江苏华光电缆、江苏上上电缆、安徽电缆、江苏常燕电缆、上海电缆
风力发电用电缆	远东电缆50%占有率
船用电缆	宝胜股份、常州船用电缆、太阳电缆、江苏上上电缆、江苏远洋东泽电缆、天津金山电缆
变频节能电缆	宝胜股份、摩恩电气、特变电工、南洋股份

数据来源：安信证券研究中心

公司前期发布拟募集资金项目地点变更公告，据我们了解，最初天津市批准的用地尚未三平一通，变更后建设用地已经具备三平一通，并且交通运输条件更加便利。

普通常规电缆的已经处于充分竞争的状态，高端特种电缆是行业内高技术、高附加值的产品，市场需求大，替代进口的空间大，根据公司公告，我们预计2012年该募集资金项目将开始实现收入。

5. 盈利预测与投资评级

在假设铜价没有大幅度波动的情况下,我们预测公司 2010 年-2012 年归属于母公司净利润分别为 1.62 亿元、2.4 亿元、3.2 亿元,按照发行后股本每股收益预计分别为 0.63 元、0.94 元、1.25 元,按照 2011 年 23 倍市盈率估值,维持目标价位 21.5 元。维持“增持-A”投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-8-30		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,376.5	1,262.5	1,800.8	2,300.8	2,750.8	成长性					
减: 营业成本	1,158.9	1,044.0	1,482.6	1,855.0	2,167.2	营业收入增长率	18.5%	-8.3%	42.6%	27.8%	19.6%
营业税费	1.4	1.7	2.5	3.2	3.9	营业利润增长率	39.4%	8.6%	35.6%	46.9%	32.1%
销售费用	21.1	18.8	27.0	34.5	41.3	净利润增长率	34.2%	1.7%	26.5%	48.3%	33.2%
管理费用	21.0	20.0	28.8	36.8	44.0	EBITDA 增长率	29.4%	3.0%	45.5%	44.2%	34.3%
财务费用	0.7	-9.0	5.6	0.3	4.6	EBIT 增长率	30.9%	3.0%	45.7%	43.9%	33.3%
资产减值损失	2.4	1.3	2.3	0.6	0.6	NOPLAT 增长率	28.8%	-6.4%	38.5%	43.5%	33.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	32.9%	54.2%	64.5%	27.1%	13.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	161.1%	-3.2%	52.4%	13.8%	16.0%
营业利润	171.0	185.8	252.0	370.3	489.3	利润率					
加: 营业外净收支	0.6	1.9	2.0	2.0	2.0	毛利率	15.8%	17.3%	17.7%	19.4%	21.2%
利润总额	171.6	187.7	254.0	372.3	491.3	营业利润率	12.4%	14.7%	14.0%	16.1%	17.8%
减: 所得税	22.1	38.2	63.5	93.1	122.8	净利润率	9.1%	10.1%	9.0%	10.4%	11.6%
净利润	125.8	128.0	161.9	240.1	319.8	EBITDA/营业收入	13.1%	14.7%	15.0%	16.9%	19.0%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	12.5%	14.0%	14.3%	16.1%	18.0%
货币资金	516.3	326.1	436.7	184.1	420.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	18	55	63	56	61
应收帐款	332.1	429.1	762.4	974.1	1,164.6	流动营业资本周转天数	93	136	168	197	200
应收票据	16.9	20.2	29.6	37.8	45.2	流动资产周转天数	201	292	262	254	249
预付帐款	4.4	2.7	-0.3	-4.0	-8.3	应收帐款周转天数	71	104	115	132	136
存货	152.1	250.2	365.6	457.4	534.4	存货周转天数	41	57	62	64	65
其他流动资产	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	总资产周转天数	249	380	348	340	331
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	141	224	252	278	278
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	13.2%	13.6%	11.4%	14.7%	16.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	11.9%	10.6%	9.2%	12.3%	13.2%
固定资产	70.6	317.2	314.6	399.5	534.7	ROIC	32.3%	22.8%	20.5%	17.9%	18.7%
在建工程	125.0	19.3	107.3	154.4	40.9	费用率					
无形资产	37.7	37.0	55.9	54.8	53.8	销售费用率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
其他非流动资产	3.1	3.8	6.8	6.8	6.7	管理费用率	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
资产总额	1,258.9	1,406.2	2,079.3	2,265.6	2,792.7	财务费用率	0.0%	-0.7%	0.3%	0.0%	0.2%
短期债务	-	180.0	185.1	86.0	255.0	三费/营业收入	3.1%	2.4%	3.4%	3.1%	3.3%
应付帐款	32.0	75.6	122.8	153.6	179.4	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	10.0%	22.0%	18.4%	14.9%	20.1%
其他流动负债	93.7	53.1	71.3	94.6	122.3	负债权益比	11.1%	28.1%	22.6%	17.5%	25.1%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	8.14	3.33	4.23	4.98	3.89
其他非流动负债	0.1	-	0.4	0.7	1.0	速动比率	6.93	2.52	3.26	3.60	2.93
负债总额	125.7	308.7	377.3	332.4	555.0	利息保障倍数	260.99	-19.62	46.29	1,247.61	107.26
少数股东权益	102.4	89.7	118.3	157.4	206.0	分红指标					
股本	151.0	226.5	255.5	255.5	255.5	DPS(元)	0.01	0.67	0.13	0.19	0.25
留存收益	879.8	781.3	1,299.2	1,491.3	1,747.2	分红比率	2.4%	118.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,133.2	1,097.5	1,673.0	1,904.2	2,208.7	股息收益率	0.1%	3.7%	0.7%	1.1%	1.4%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	149.5	149.5	161.9	240.1	319.8	EPS(元)	0.56	0.57	0.63	0.94	1.25
加: 折旧和摊销	9.5	9.9	12.7	19.2	29.5	BVPS(元)	5.00	4.85	6.55	7.45	8.64
资产减值准备	2.4	1.3	2.3	0.6	0.6	PE(X)	32.1	31.6	28.2	19.0	14.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.6	3.7	2.7	2.4	2.1
财务费用	4.4	1.8	5.6	0.3	4.6	P/FCF	-26.8	-152.5	-9.6	-16.1	21.2
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	2.9	3.2	2.5	2.0	1.7
少数股东损益	23.7	21.6	28.6	39.1	48.6	EV/EBITDA	12.7	21.5	16.9	12.3	9.2
营运资金的变动	-58.8	-214.3	-391.6	-254.3	-217.2	CAGR(%)	23.1%	35.1%	39.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	106.4	-51.7	-180.6	45.0	185.9	PEG	1.4	0.9	0.7	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-104.9	-142.5	-120.0	-150.1	-50.1	ROIC/WACC	3.3	2.3	2.1	1.8	1.9
融资活动产生现金流量	420.7	-7.0	384.6	-147.4	100.4	REP	1.1	1.8	1.4	1.3	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

黄守宏, 执业证书编号 S1450210030003, 电力设备与新能源行业高级分析师, 华中理工大学工学学士, 北京大学工商管理硕士。高级工程师, 16 年电力行业工作经验。2007.7 加盟安信证券研究中心。

汲亚飞, 执业证书编号 S1450110040335, 电力设备与新能源行业分析师, 清华大学工学硕士, 3 年电力行业工作经验。2010.4 加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

潘艳

021-68766516

朱贤

021-68765293

凌洁

021-68765237

李昕

010-59113565

马正南

010-59113593

律烨

0755-82558076

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

panyan@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

lyye@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

黄方祥

021-68765913

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

潘冬亮

010-59113590

周蓉

010-59113563

曹加

0755-82558045

胡珍

0755-82558073

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

深圳联系人

caojia@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034