

深度报告

信息技术

通信

中天科技(600522)
谨慎推荐

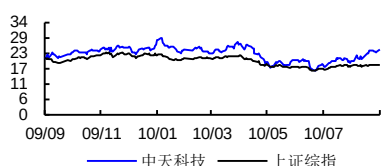
目标价: 32.00 元 昨收盘: 24.29 元 (维持评级)

2010年9月20日

本报告的独到之处

- 对公司近况进行了详细阐述

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	320.8/320.8
流通 B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0
总市值/流通市值(百万元)	7,792.3/7,792.3
上证综指/深圳成指	2,688.32/11,690.35
12 个月最高/最低(元)	28.70/16.42

财务数据

净资产(百万元)	1,718.19
每股净资产(元)	5.36
市净率	4.54
资产负债率	59.51%
息率	0.82%

相关研究报告:

《中天科技 2010 年一季报点评: 毛利率提升推动净利润增长 63%》——2010-4-22

《中天科技 09 年报点评: 年报符合预期, 估值水平较低》——2010-4-9

《中天科技: 预增 110-130%符合预期, 目前估值处于板块低端》——2010-1-25

分析师: 严平

电话: 021-60875165

E-mail: yanping@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209070368

联系人: 程锋

电话: 021-60933167

E-mail: chengfeng@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度跟踪

增发实施前存在阶段性机会

●正面因素: 挺进光纤产业上游, 横向拓展特种线缆

公司计划增发不超过 8000 万股, 目前预案已报会。增发项目前景良好: (1) 预制棒项目: 公司挺进光纤产业上游, 达产后 (400 吨年产能) 能实现预制棒完全自给。(2) 装备电缆项目: 重点为船缆和海缆, 符合产业发展方向, 有助提升规模效应。此外, 公司主业光纤光缆的需求依旧比较旺盛。电力光纤入户投资有望加大, 公司产品 OPLC 有望形成新的业务亮点。

●制约因素: 传统业务景气回落, 不确定性因素尚存

光纤光缆行业主要体现为制造业行业属性, 景气受到需求/供给周期的影响。目前景气度较 2009 年显著回落尚未回升 (今年需求上升、供给上升更快, 产品价格今年下降了 10%左右)。

●盈利预测: 预计 10/11 年 EPS1.28/1.30 元

10 年净利润包含出售地产业务的一次性盈利 EPS 约 0.36 元。另外公司持有光迅科技 2160 万股, 目前已经自由流通。若按目前市价全部出售, 将获得 6 亿元左右的非经常性盈利。后续如果公司逐步出售此股权, 表现 EPS 则可相对较高。

●投资建议: 增发实施前存在阶段性机会

目前股价 24 元不高, 较增发底价 (21-22 元) 溢价 10%左右, 对应主业 10/11 年 PE25/18 倍 (未考虑增发摊薄)。股价上涨催化剂包括: 光通信投资加大、电力光纤入户投资加大、公司光纤预制棒进展顺利、增发前增加投资者沟通。

●更长时间的股价走势, 依赖于多个重要因素的明朗。

1) 明年光纤行业景气度。2) 公司光纤预制棒进展。3) 公司增发进展。

●投资风险

明年光纤行业景气度继续下降, 公司预制棒项目进展慢于预期, 募投项目进展及销售不及预期。

盈利预测和财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3,724	4,383	5,513	6,839	8,406
(+/-%)	27.9%	17.7%	25.8%	24.0%	22.9%
净利润(百万元)	335	410	417	510	619
(+/-%)	129.4%	22.4%	1.7%	22.4%	21.2%
每股收益(元)	1.04	1.28	1.30	1.59	1.93
EBIT Margin	13.2%	10.7%	11.0%	10.9%	10.8%
净资产收益率 (ROE)	20.3%	20.7%	18.4%	19.8%	21.9%
市盈率 (PE)	23.7	19.4	19.1	15.6	12.8
EV/EBITDA	17.1	20.1	16.0	13.8	12.1
市净率 (PB)	4.8	4.0	3.5	3.1	2.8

目录

目录	2
图目录	2
表目录	2
正面因素：挺进光纤产业上游，横向拓展特种线缆	3
增发已经报会，募投两大项目	3
挺进光纤产业上游，拟建 400 吨预制棒产能	3
横向拓展特种线缆，重点发展装备缆、海缆	4
电力光纤入户预期强烈，OPLC 有望成为新增长点	4
制约因素：传统业务景气回落，不确定性因素尚存	5
产能释放快于需求增长，光纤景气度下行尚未见底	5
电力线缆平稳增长，拉动效应有所降低	6
不确定性因素：预制棒进展、增发进展	6
盈利预测：预计 10/11 年 EPS1.28/1.30 元	6
投资建议：增发实施前存在阶段性机会	6
附表 1：财务预测与估值	7
国信证券投资评级	8
免责声明	8

图目录

图 1：产业链利润主要集中在预制棒环节	3
图 2：VAD 是目前预制棒主流技术路线	3
图 3：光纤入户开启“多网融合”前景	4
图 4：国家电网目前在 14 个省份进行电力光纤入户试点	4
图 5：国家电网电力光纤入户推进意愿强烈，试点进程较快	5
图 6：光纤光缆行业扩产较快，10 年景气有所下滑	5
图 7：2010 年光纤招标价格约 74 元/芯公里	5

表目录

表 1：本次募集资金主要投向预制棒和装备电缆项目	3
表 2：国内仅长飞和富通实现预制棒量产，烽火、中天、亨通均在进程中	4

正面因素：挺进光纤产业上游，横向拓展特种线缆

增发已经报会，募投两大项目

公司于7月通过增发决议，拟公开增发不超过8000万股，目前已经上报证监会。本次增发计划募集资金约16.8亿元，投入“光纤预制棒制造项目”和“装备电缆项目”两个项目。顺利完成增发的最低价格为21-22元左右。

表1：本次募集资金主要投向预制棒和装备电缆项目

项目	建设期	投资额	投产后年收入	投产后年利润
预制棒	2年	11.8亿	5.9亿	1.8亿
装备电缆	2年	5.0亿	10.0亿	1.2亿

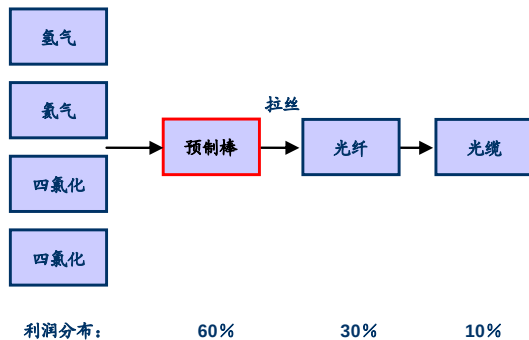
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

挺进光纤产业上游，拟建400吨预制棒产能

光纤光缆产业大致分为光纤预制棒、光纤、光缆三个环节，三环节利润分布大致为60%:30%:10%。预制棒制造的技术难度最高，利润最为丰厚。目前国内预制棒需求的80%以上依赖进口，主要进口国为日本和法国。以09年全行业光纤产能8800万芯公里计，预制棒需求约2700吨（每吨拉丝3.3万芯公里）。以09年深圳口岸进口单价计（146美元/公斤），合计价值3.9亿美元。

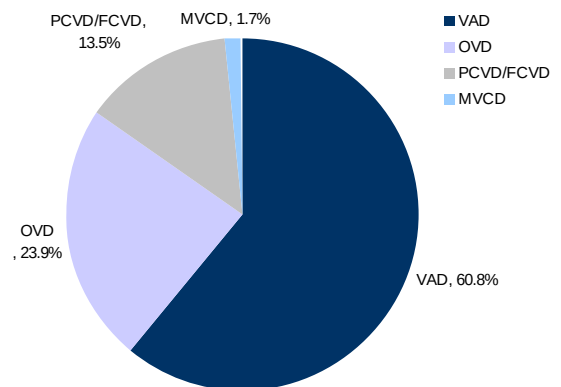
目前国内仅长飞和富通两家非上市公司具备预制棒规模生产能力。长飞为国内最大的预制棒生产商，最早与荷兰德拉克合资，产能约500吨/年。上市公司中，烽火、中天、亨通三大厂商前期对此均有技术积累，自09年起大举进军量产环节。其中烽火、亨通分别同日本藤仓、美国OFS（日本古河的美国子公司）合资，预计10年均有小规模量产，达产后产能分别为270、300吨。

图1：产业链利润主要集中在预制棒环节



资料来源：国信证券经济研究所

图2：VAD是目前预制棒主流技术路线



资料来源：国信证券经济研究所

中天预制棒项目由子公司中天科技精密材料实施，为技术转让方式，具备完全控股权。项目建设期2年，达产后产能为400吨，能够完全满足自身拉丝塔产能需求。项目采取VAD技术方案，为业内最主流的预制棒制造工艺，具有节省成本的优点。

表2: 国内仅长飞和富通实现预制棒量产, 烽火、中天、亨通均在进程中

厂商	合作方	技术	进展
长飞	荷兰德拉克 (合资)	OVD	已形成 500 吨/年的产能
富通	日本住友 (合资)	OVD	2008 年已投产
烽火	日本藤仓 (合资, 中方 40%)	VAD	2010 年投产, 满产 270 吨/年
中天	日本日立 (技术转让)	VAD	2010 年投产, 满产 400 吨/年
亨通	美国 OFS (合资, 中方 49%)	—	2010 年投产, 满产 300 吨/年

资料来源: 公开资料整理, 国信证券经济研究所

横向拓展特种线缆, 重点发展装备缆、海缆

募投项目中的装备电缆项目由子公司中天科技装备电缆有限公司实施, 建设期 2 年, 达产后新增年产 18000 公里船用电缆、10800 公里机车车辆用电缆、轨道交通电缆、1410 公里风能电缆、矿用电缆和 910 公里核能电缆的产能。项目总投资额 5 亿元, 预计达产后可实现年收入 10 亿元, 年净利润 1.2 亿元。

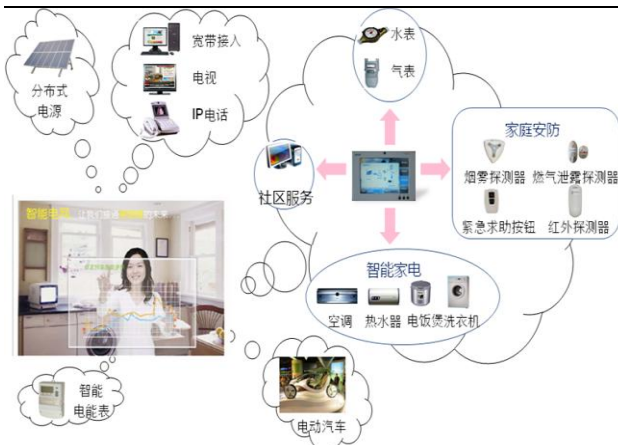
船缆是公司近期的重点突破领域, 船用电缆预计年内投产。公司处于造船基地遍布的长三角地区 (造船能力约占全国 40% 以上), 船缆需求前景良好。以所在的南通为例, 08 年全市规模以上船舶工业企业 333 家, 实现造船完工量 308 万载重吨, 约占全省的 35%, 全国的 11%, 全球的 3%。以南通为中心, 向四周扩散 100 公里, 有上海长兴岛造船基地, 往长江上游追溯, 毗邻南通的泰州、扬州、江南苏州、镇江等形成江苏省造船工业基地。

海缆方面, 公司积累充分, 海底电缆正常运行, 海底光缆进程仍需等待。公司海底光缆项目技术领先, 已获得各类认证, 目前瓶颈在于: 项目往往由国外总包商实施, 设备和线缆通常绑定, 打入供应体系难度较高。公司目前发展思路以自主出口为主, 未来不排除采用 OEM 或者成立合资公司的方式加快进度。

电力光纤入户预期强烈, OPLC 有望成为新增长点

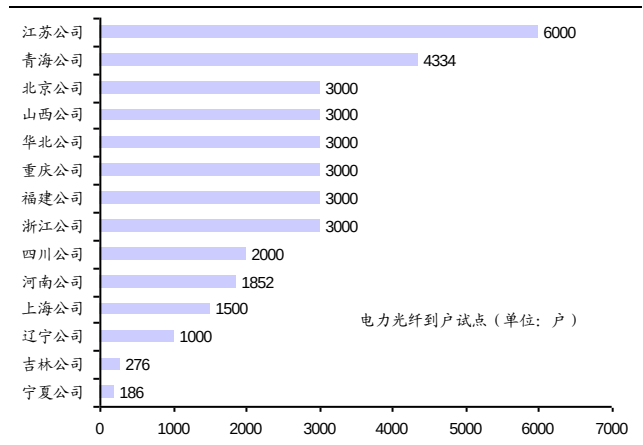
电力光纤入户开启了“多网融合”的前景, 国家电网公司自 09 年底完成初步研究后, 已在 14 个省份开展试点工作予以推进, 并有望将其纳入国网十二五规划。光纤复合低压电缆 (OPLC) 是电力光纤到户的主要手段。中天开发的 OPLC 率先通过了国网信通的试验认证, 并成功应用于部分省份的电力光纤到户试点工程。后续电力光纤入户若大规模推进, 将增加市场对公司从中受益的预期。

图 3: 光纤入户开启“多网融合”前景



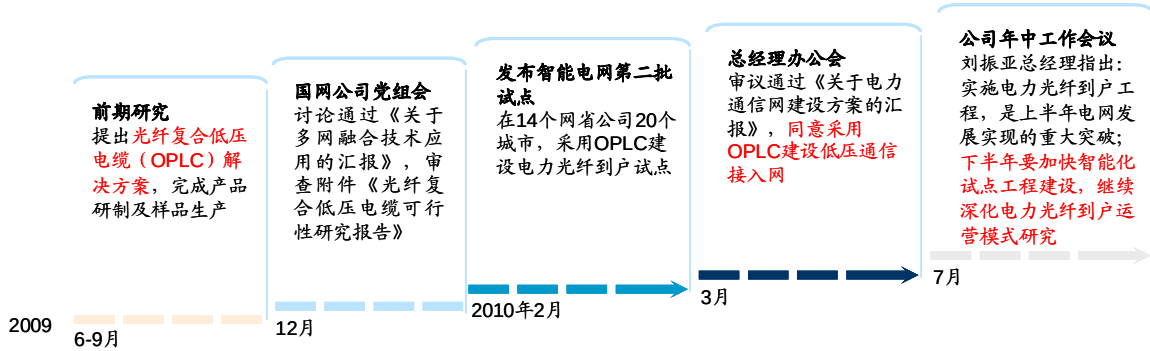
资料来源: 国信证券经济研究所

图 4: 国家电网目前在 14 个省份进行电力光纤入户试点



资料来源: 国家电网, 国信证券经济研究所

图 5: 国家电网电力光纤入户推进意愿强烈, 试点进程较快



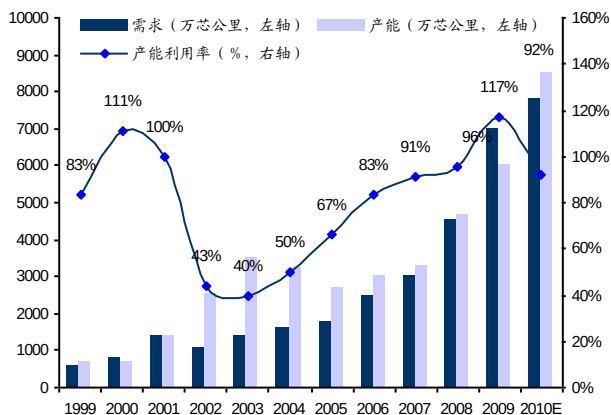
资料来源: 公开资料整理, 国信证券经济研究所

制约因素: 传统业务景气回落, 不确定性因素尚存

产能释放快于需求增长, 光纤景气度下行尚未见底

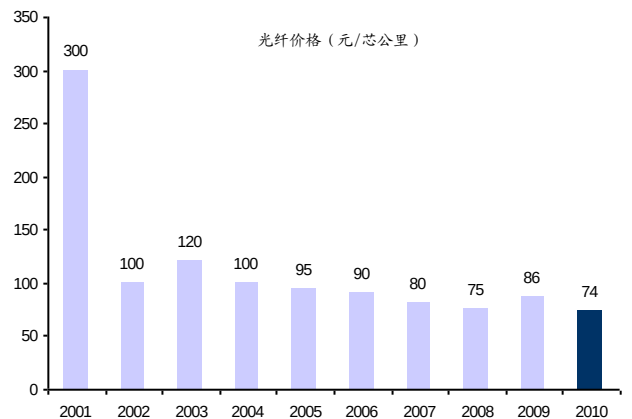
光纤光缆 09 年处于景气度大幅上升, 价格上涨 10-15%, 大部分光纤公司业绩均大幅增长。今年起虽然需求仍有上升, 但行业供给上升的更快, 价格下跌 10-15%, 行业景气度显著回落。行业价格一年一定, 明年的集中招标价格将确定行业景气度是否见底回升, 主要依赖于明年行业的供需对比, 目前尚难确定。

图 6: 光纤光缆行业扩产较快, 10 年景气有所下滑



资料来源: 国信证券经济研究所

图 7: 2010 年光纤招标价格约 74 元/芯公里



资料来源: 国信证券经济研究所

电力线缆平稳增长，拉动效应有所降低

电力导线方面，上半年增速有所放缓，主要因国网公司招标规模有所下滑。上半年毛利率下降至 12.9%，相对 09 年降幅较大，主要因 09 年合同中标时铝价高，生产时铝价低，铝价落差抬高当期毛利。今年则与之相反，导线业务平均毛利率约 15%，预计下半年将有所回升。射频电缆方面，今年因运营商基站建设增速放缓，增长亦将有所放缓，但公司去年已对此有所准备，未进一步扩产。

不确定性因素：预制棒进展、增发进展

公司目前着力开拓的几大业务：预制棒、装备电缆、海缆等均在进程之中，供需态势和项目进展仍存不确定性。未来对收入利润的贡献还需跟踪项目进展和订单情况。增发如果进展顺利，应该可以在明年上半年完成，增发实施后股本将扩张 20% 左右，业绩有所摊薄。

盈利预测：预计 10/11 年 EPS1.28/1.30 元

我们预计中天科技 2010-2012 年分别实现主营业务收入 43.8、55.1、68.3 亿元，分别增长 17.7%、25.8%、24.0%。净利润分别为 4.10、4.17、5.11 亿元，EPS 分别为 1.28、1.30 和 1.59 元（10 年净利润包含出售房地产业务的一次性营业外收入 1.36 亿元，扣税后折合 EPS 约 0.36 元；11-12 年 EPS 尚未考虑增发摊薄）。

另外公司持有光迅科技 2160 万股，目前已经自由流通。初始投资成本 3960 万元，折合 1.83 元/股。若按目前市价全部出售，将获得 6 亿元左右的非经常性盈利。后续如果公司逐步出售此股权，表观 EPS 则可相对较高。

投资建议：增发实施前存在阶段性机会

我们认为未来 1-2 个季度，公司增发实施前存在阶段性机会。目前股价不高：24 元较增发底价溢价 10% 左右，对应主业 10/11 年 PE25/18 倍（未考虑增发后摊薄）。股价上涨的潜在催化剂包括：光通信投资加大抬高公司估值、电力光纤入户投资加大提高公司受益程度的预期、公司光纤预制棒进展顺利、实施增发前增加投资者沟通增强市场信心。

更长时间的股价走势，依赖于多个重要因素的明朗。1) 明年光纤行业景气度：这是最重要的一个因素，关键看光纤招标价格的变化，预计明年 2 季度才会明朗。2) 公司光纤预制棒进展：进展顺利与否将在成本端影响未来数年产品的毛利率。这一点需要持续跟踪。3) 公司增发进展：将决定增发资金的投入进程、增发项目的达产进程、股本增加的幅度。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	657	890	862	1084	营业收入	3724	4383	5513	6839
应收款项	1001	1096	1378	1710	营业成本	2929	3563	4509	5626
存货净额	1045	1388	1535	1639	营业税金及附加	34	39	50	62
其他流动资产	90	175	221	274	销售费用	272	272	314	383
流动资产合计	2866	3622	4068	4778	管理费用	113	133	156	186
固定资产	703	951	1267	1655	财务费用	35	42	42	49
无形资产及其他	54	52	50	48	投资收益	14	16	20	20
投资性房地产	33	33	33	33	资产减值及公允价值变动	(10)	(11)	(11)	(11)
长期股权投资	56	64	72	80	其他收入	116	92	123	162
资产总计	3711	4721	5489	6595	营业利润	462	431	573	704
短期借款及交易性金融负债	820	820	840	1095	营业外净收支	8	145	12	13
应付款项	466	761	961	1198	利润总额	470	576	585	717
其他流动负债	533	891	1117	1387	所得税费用	87	106	108	133
流动负债合计	1819	2472	2918	3680	少数股东损益	48	59	60	74
长期借款及应付债券	35	35	35	35	归属于母公司净利润	335	410	417	510
其他长期负债	33	33	33	33					
长期负债合计	68	68	68	68	现金流量表（百万元）				
负债合计	1886	2539	2985	3747		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	174	203	233	270	净利润	335	410	417	510
股东权益	1651	1979	2271	2577	资产减值准备	2	(12)	0	0
负债和股东权益总计	3711	4721	5489	6595	折旧摊销	83	54	75	102
					公允价值变动损失	10	11	11	11
					财务费用	35	42	42	49
					营运资本变动	(237)	118	(48)	18
					其它	38	41	30	37
					经营活动现金流	231	623	485	679
					资本开支	(222)	(300)	(400)	(500)
					其它投资现金流	(68)	0	0	0
					投资活动现金流	(292)	(308)	(408)	(508)
					权益性融资	416	0	0	0
					负债净变化	35	0	0	0
					支付股利、利息	(55)	(82)	(125)	(204)
					其它融资现金流	(46)	0	20	255
					融资活动现金流	331	(82)	(105)	51
					现金净变动	270	233	(28)	222
					货币资金的期初余额	387	657	890	862
					货币资金的期末余额	657	890	862	1084
					企业自由现金流	112	253	121	227
					权益自由现金流	101	219	107	442

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	1.04	1.28	1.30	1.59
每股红利	0.17	0.26	0.39	0.64
每股净资产	5.15	6.17	7.08	8.03
ROIC	14%	12%	13%	13%
ROE	20%	21%	18%	20%
毛利率	24%	21%	20%	20%
EBIT Margin	13%	11%	11%	11%
EBITDA Margin	15%	12%	12%	12%
收入增长	28%	18%	26%	24%
净利润增长率	129%	22%	2%	22%
资产负债率	56%	58%	59%	61%
息率	0.7%	1.0%	1.6%	2.6%
P/E	23.7	19.4	19.1	15.6
P/B	4.8	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA	17.1	20.1	16.0	13.8

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
				岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		新兴产业	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66215566
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339
高 宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康 亢	010-66026337
张 旭	010-66026340	阳 瑾	0755-82133538	刘 洋	
蔺晚熠	021-60933146	周 琦	0755-82133568		
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	021-60933166				
郑 云	021-60875163				
毛 甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	