

电线电缆行业区域龙头公司

报告关键点:

- 中部地区最大的电线电缆制造企业和超高压、特高压输变电设备用电磁线制造企业
- 预测公司2010-2012 年EPS 分别为1.07元、1.46元、1.78元。上市首日定价区间36.50元-43.80元，询价区间31.50元-36.75元

报告摘要:

- 公司业务:** 金杯电工是一家专业从事电线电缆产品的研发、生产和销售的企业，是中部地区最大的电线电缆制造企业和国内领先的高压、超（特）高压变压器和电抗器等输变电重大装备用电磁线制造企业之一。
- 行业分析:** 城乡电网改造带动“十二五”期间中低压电缆需求量每年增长将维持在10%以上；特种电缆应用领域广泛，发展前景良好，预计需求量每年增速30%以上。电网建设带来更多的输变电设备需求，从而在一定程度上带动了电磁线行业需求。
- 公司竞争优势:** 金杯电工是中部地区电缆行业龙头。在国内电缆企业位居前列，公司具有规模化生产优势，是中南和华南地区唯一一家能与各种高压电压变压器及电抗器全面配套的电磁线生产企业。公司产品的研发和生产技术优势行业领先，并致力于品牌塑造，“金杯”牌电线电缆产品在行业内具有较高的知名度。
- 募集项目资金分析:** 本次公司向社会公开发行3,500万股新股，拟募集资金约2.86亿元，募资投向主要有两个：（1）500kV及以上超高压变压器及电抗器等输变电装备专用电磁线扩改项目；（2）风力发电及机车车辆用特种橡胶套电缆新建项目。两个投资项目先期投入资金合计25,953.76 万元。募集资金到位后将用募集资金置换预先已投入的自筹资金，剩余资金按计划投入募集资金投资项目。
- 风险提示:** 我们认为公司主要的风险来自于原材料价格大幅波动带来的经营风险、依赖单一市场的风险以及市场竞争的风险。
- 盈利预测与公司估值:** 预测公司2010-2012 年EPS 分别为1.07元、1.46元、1.78元。目前A股电缆大部分上市公司市盈率在30倍左右，建议给予公司2011年EPS25-30倍的市盈率，得出上市公司上市首日定价区间36.50元-43.80元。
- 询价建议:** 按照2010年EPS30-35倍的市盈率询价，询价区间31.50元-36.75元。

建议询价区间:

31.50 - 36.75 元

上市首日定价区间:

36.50 - 43.80 元

报告日期: 2010-12-16

发行数据

总股本(万股)	10,500
发行数量(万股)	3,500
网下发行(万股)	700
网上发行(万股)	2,800
保荐机构	西部证券股份有限公司
发行日期	2010-12-22
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

深圳市能翔投资发展有限公司	28.57%
湖南高创新创业投资有限责任公司	13.33%
上海昆吾九鼎投资发展中心(有限合伙)	9.53%
湖南闽能投资有限公司	7.42%
范志宏	5.05%
北京华隆科创投资管理有限公司	4.76%
刘格	4.01%
熊丕淑	3.81%
湖南华鸿财信创业投资有限公司	3.81%
周祖勤	3.14%

研究员

黄守宏 首席行业分析师
 010-66581627 huangsh@essence.com.cn
 证书编号 S1450210030003

联系人

汲亚飞
 010-66581629 jiyf@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,471.3	1,480.1	2,530.9	3,033.0	3,558.0
Growth(%)	16.1%	0.6%	71.0%	19.8%	17.3%
净利润	86.4	100.8	155.0	211.2	258.1
Growth(%)	47.0%	16.8%	53.8%	36.3%	22.2%
毛利率(%)	13.6%	14.8%	12.8%	13.2%	13.6%
净利润率(%)	5.9%	6.8%	6.1%	7.0%	7.3%
每股收益(元)	0.62	0.72	1.07	1.46	1.78
每股净资产(元)	2.39	3.84	7.88	9.05	10.48
净资产收益率(%)	25.9%	18.8%	13.6%	16.1%	17.0%
ROIC(%)	34.1%	32.1%	40.4%	25.9%	23.5%
EV/EBITDA	29.6	27.1	23.5	18.3	14.8
股息收益率	0.0%	0.6%	0.6%	0.8%	1.0%

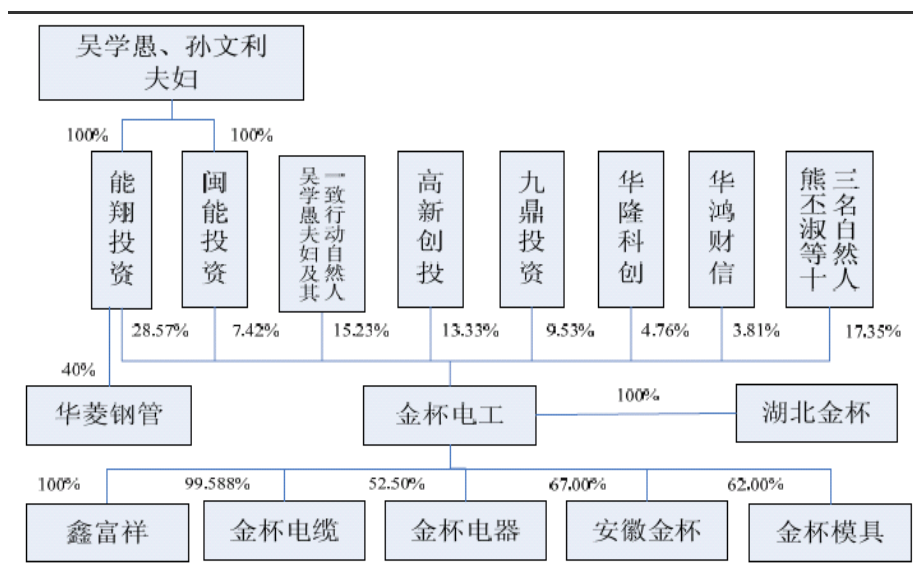
1. 电线电缆行业区域龙头企业

金杯电工是一家专业从事电线电缆产品的研发、生产和销售的企业，是中部地区最大的电线电缆制造企业和国内领先的高压、超（特）高压变压器和电抗器等输变电重大装备用电磁线制造企业之一。

1.1. 股权结构

金杯电工的前身为湘能线缆、湘能电线电缆和长沙华菱三家企业，2004 年，能翔投资、闽能投资、长利电工、湘能电力和湘能投资五家发起人按各自持有湘能线缆、湘能电线电缆和长沙华菱股权发起设立金杯电工。能翔投资是公司的控股股东，发行前共计持有公司 2,999.70 万股股份，占总股本比例为 28.57%。公司实际控制人是吴学愚夫妇。发行前吴学愚夫妇通过直接或间接的形式，合计持有 3,839.10 万股，是公司第一大股东，占股比例为 36.56%；并与公司原始创业团队成员范志宏、周祖勤、陈海兵、马勇、孙文辉、谭文稠通过一致行动的约定，合计有效控制公司 5,379.10 万股的股份表决权，占公司总表决权股份的 51.23%。发行后，吴学愚夫妇仍然是公司的实际控制人。

图 1 金杯电工的股权结构图



数据来源：招股说明书

本次发行前公司的总股本 10,500 万股，本次发行 3,500 万股，发行后公司总股本为 14,000 万股，本次发行的股份占发行后总股本的比例为 25%。

表 1 金杯电工发行前后股权比例

项目	股东名称	发行前		发行后	
		股份数 (万股)	持股比例	股份数 (万股)	持股比例
一、有限售条件的股份	能翔投资	2,999.70	28.57%	2,999.70	21.43%
	高新创投	1,400.00	13.33%	1,400.00	10.00%
	九鼎投资	1,000.00	9.52%	1,000.00	7.14%
	闽能投资	779.40	7.42%	779.40	5.57%
	华隆科创	500.00	4.76%	500.00	3.57%
	华鸿财信	400.00	3.81%	400.00	2.86%

吴学愚夫妇及一直行动人	1,599.15	15.23%	1,599.15	11.42%
熊丕淑等十三名自然人	1,821.75	17.35%	1,821.75	13.01%
二、本次发行流通股	-	-	3,500	25.00%
总股本	10,500	100.00%	14,000	100.00%

数据来源：招股说明书

1.2. 公司主要业务简介

金杯电工的主营产品包括电磁线、电力电缆、裸导线、电气装备用电线、特种电线电缆等五大类数百个品种近 10,000 个规格，产品种类齐全，已形成了电线电缆生产系列化、规模化、成套化的产品结构，是中部地区规模最大、技术领先的电线电缆生产企业。

电磁线领域：公司是国内少数具备能同时生产 1,000kV 及以下电压等级各型换位导线、纸包组合导线、漆包线的企业之一，是国内四大合资变压器公司（ABB、西门子、阿海珐、东芝）和特变电工衡阳变压器有限公司的常年供货商，是中南和华南地区唯一一家能与各种高电压变压器及电抗器全面配套的电磁线生产企业。

电力电缆领域：公司可生产 3kV 及以下聚氯乙烯绝缘电力电缆、1-35kV 低中压交联聚乙烯绝缘电力电缆、110kV 高压交联聚乙烯绝缘电力电缆，其中 2005 年从德国引进的 110kV 高压交联聚乙烯绝缘电力电缆生产线是目前国际上生产技术及在线检测功能领先的生产线。

裸导线领域：公司可生产 1,000kV 及以下电压等级钢芯铝绞线和铝绞线，其中公司生产的 ACSR-720/50、特高压大截面导线 JL/G3A-900/40-72/7 和 JL/G3A-1000/45-72/7 钢芯铝绞线已通过中国电力联合会的鉴定，具备为国家骨干电网供货的资质和业绩。

电气装备用电线领域：公司生产的“金杯”牌电线曾获我国同类产品最高奖——银质奖，在湖南省内享有很高的声誉，省内市场占有率排名第一。

在特种电线电缆领域：公司可生产包括阻燃、阻水、防鼠咬、防电磁干扰、耐火、耐高温、耐寒、低烟无卤、预分支、自润滑尼龙护套等一系列具有独特性能和特殊结构的电线电缆，此外还自主研发了符合欧盟环保指令 ROHS 的无铅、清洁环保等特种电线电缆。

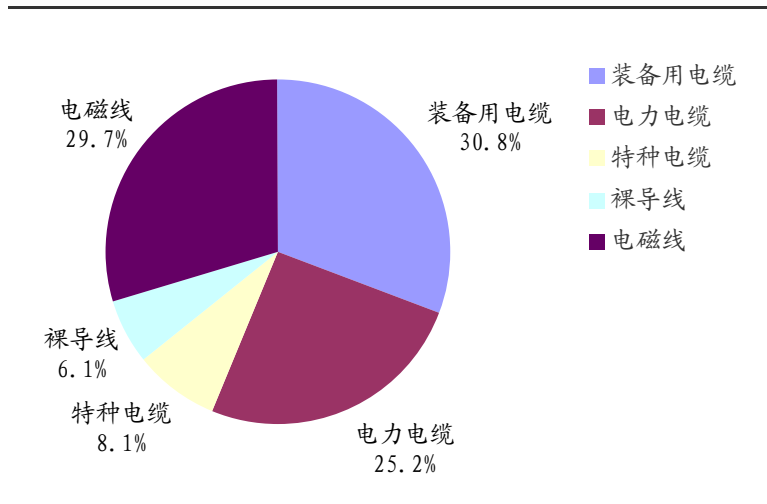
表 2 金杯电工最近三年的财务数据

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-6 月
营业收入（万元）	126,677.34	147,125.10	148,013.09	134,181.96
装备用电线	34,961.05	38,633.73	48,870.78	41,270.14
电力电缆	38,090.97	36,820.39	30,866.15	33,665.09
特种电缆	12,281.96	8,496.12	17,635.80	10,855.54
裸导线	14,777.73	27,546.15	19,844.50	8,219.55
电磁线	23338.69	35,355.00	30,457.12	39,777.43
其他业务收入	2614.16	0.00	0.00	153.50
净利润（万元）	6615.48	8655.628	10107.31	8,096.61
净资产收益率	25.5%	25.9%	18.8%	15.6%
综合毛利率	12.4%	13.6%	14.8%	12.6%
期间费用率	6.2%	6.7%	7.4%	5.4%
销售净利率	4.6%	5.9%	6.8%	6.0%

数据来源：招股说明书

在公司主营业务中,以装备用电缆、电磁线和电力电缆占比最多,公司 2007 年-2009 年综合毛利率稳步提高,2008 年和 2009 年净利润增长率分别为 30.8%和 16.8%,2009 年收入和净利润增速不及 2008 年的原因是受到经济危机的影响,需求量下降,原材料价格下降使得产品价格下降。

图 2 2010 年 1-6 月公司各产品收入占比



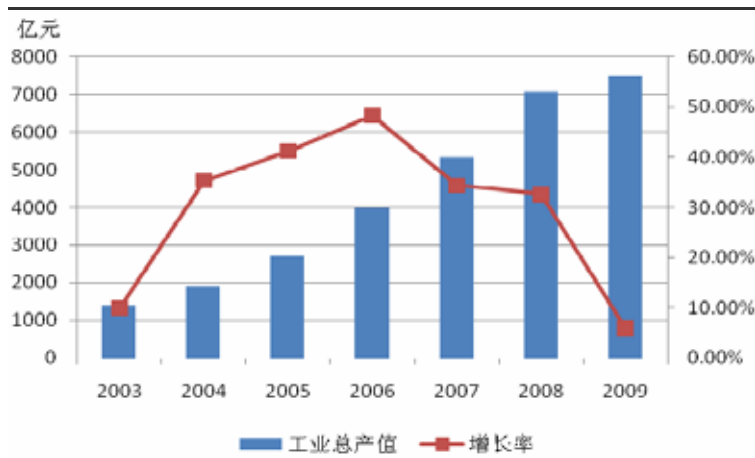
数据来源: 招股说明书

2. 行业分析

2.1. 电线电缆行业随经济高速发展而快速增长

随着我国经济持续高速发展,大规模大范围的城市基础建设投资和电网建设投资促进了电线电缆行业的迅速发展。据统计,2004-2007 年我国电线电缆行业总产值大幅增长,每年增速都在 30%以上,2008 年受到全球经济危机的影响,但是电线电缆行业年增长率依然达到 20%以上,2009 年伴随铜价大幅走低,致使全行业电缆价格走低,全年增长率为 4%,但是,进入 2010 年以来,铜价大幅回升,伴随经济回暖,电缆需求也在好转,因此预计今年全行业产值增幅将在 30%以上。

图 3 2010 年 1-6 月公司各产品收入占比



数据来源: 招股说明书

2.2. 城乡电网改造带动中低压电力电缆需求

目前国家电网公司和南方电网公司都在加大投资进行城乡电网改造,以解决电网配电

端的薄弱环节,提高电网运行效率。预计未来至少在“十二五”期间,电网投资仍然将维持在较高位置。同时电网投资的机构在逐渐向城乡电网倾斜,城乡电网改造涉及的电缆产品量大面广,特别是 35 kV 中压和 110 kV 以上高压电力电缆的需求将大幅增加。

同时,随着环保、安全呼声日益高涨,城市电网选用地下电缆取代架空线路渐成趋势。国外经验表明,110kV 地下电缆使用总成本仅为架空线的 2~3 倍,而在环保、安全、可靠性等方面的效应远好于架空线,故城市电网改造应优先使用地下电缆。在发达国家城市中如德国的柏林、日本东京,输电线的入地率都已经达到 90%以上。国内城市如北京、上海也都制定了架空线入地的规划。电缆地下化率的进一步提高,不仅美化了城市空间景观、节省土地资源,而且提高了供电的可靠性。城市电网地下化为中、高压电力电缆提供了巨大的市场空间。城乡电网新建与改造给电力电缆行业的发展提供了广阔的市场空间,我们预计 35kV 及以下中低压电力电缆在“十二五”期间,需求量每年增长将维持在 10%以上。

2.3. 特种电缆是行业未来重要增长点

随着我国经济的快速发展,各种特殊场所适用的具有独特性能和特殊结构的特种电线电缆的需求日益增加,相对于普通电线电缆而言,具有技术含量高、使用条件较严格、批量较小、附加值高的特点,其技术要求是:阻燃、不含卤素、不产生毒性和腐蚀性气体、不含铅等重金属、易于回收利用等,广泛应用于新能源发电、电气化铁路和城市轨道交通、舰船及海上石油开采、矿藏开发、高层建筑大楼、重要军事设施等,目前国内特种电缆 80%以上需要进口。我国的生产技术水平较低,特别是一些中高端特种电缆,国内的生产能力和供给量远远不能满足实际需求。近几年我国特种电缆的进口量增长率均在 20%以上。随着我国特种电缆制造能力的不断提高,存在进口替代的趋势。特种电缆应用行业非常广泛,尤其随着新技术发展将产生新的应用领域,比如未来海上风电有望高速发展,相应配套海上风机用特种电缆,以及海底电缆的需求量将上升。因此特种电缆行业有较为广阔的前景。我们预计特种电缆需求量每年增速达 30%以上。

2.4. 电磁线行业受益于“十二五”电网建设和完善

“十一五”期间,输变电路电压从 220kV、500kV 到 750kV 和 1,000kV 电压等级在逐步提高。随着电网建设的加快,输变电路电压等级的提高,发电设备、变压器等产品的性能、质量也随着提高,这就要求电线电缆行业提供与之相配套,在一定程度上带动了电磁线行业的需求。

电网未来几年的发展目标为:其一,完成城乡电网改造,将省网和几大骨干网实现互通,完善电网结构;其二,由于我国地域辽阔,东、西部水能和煤炭资源分布与经济发展不平衡,为加快我国能源结构调整和促进东、西部地区经济协调发展,继续推进“西电东送”工程;其三,为减少电能传输过程中的损耗,大力建设 500kV 以上超(特)高压特别是世界上唯一商用的特高压 1,000kV 电力传输网以及±800KV 直流输变电路。预计“十二五”期间,上述三项任务的稳步推进,需要大量的输变电设备,必将带动配套产品超(特)高压输变电装备专用电磁线市场的大幅增长。

3. 公司的优势和竞争地位

3.1. 中部地区的电缆行业龙头企业

金杯电工是集研发、生产、销售于一体的电线电缆专业生产企业,产品覆盖电磁线、电力电缆、裸导线、电气装备用电线、特种电线电缆等五大类别,能够生产数百个品种近 10,000 个规格的产品。公司是中部地区最大的电线电缆制造企业和国内领先的

高压、超（特）高压变压器和电抗器等输变电重大装备用电磁线制造企业之一。公司是湖南省工业企业百强企业，连续五年的销售收入在湖南省电线电缆行业排名第一；按照 2008 年电工行业企业完成工业总产值排名，公司在电线电缆行业内排名第 14 位，在中部地区排名第一位。

3.2. 公司产品拥有规模优势和配套优势

金杯电工目前已形成了电线电缆生产系列化、规模化、成套化的产品结构，公司的产能产值近 18 亿元，在国内电缆企业位居前列，公司具有规模化生产优势，为公司获得大型客户订单、提高盈利能力奠定了基础。同时，公司产品的综合配套生产能力在国内电线电缆行业中位居前列，公司是国家城乡电网改造使用产品定点企业和湖南省电站配套及输变电成套设备产业集群核心企业，是中南和华南地区唯一一家能与各种高电压变压器及电抗器全面配套的电磁线生产企业。

3.3. 产品的研发和生产技术行业领先

金杯电工通过多年不断的技术引进、技术合作、消化吸收和自主创新，在国内较早的开发和生产了通信电缆、载波电缆、数据电缆、通信光缆及高压电力电缆，培养了一大批高素质的专业技术人员和一支能够独立承担技术开发项目的科研队伍，其中有享受国务院特殊津贴的专家一人，学科体系及技术门类齐全。主要产品的研发和生产技术在国内同行业中处于领先地位。随着国内大型变压器产业的蓬勃发展，公司不断研发推出了 750kV/1,000kVA、1,000kV/1,000kVA 等超高压、大容量等输变电装备专用电磁线；110kV 高压交联聚乙烯电力电缆、预分支电缆、集束电缆、单面自粘漆包复合线、扩径导线、钢芯软铝绞线、倍容量复合材料芯铝绞线等一批满足客户差异化性能要求的新产品。此外，随着我国特高压主干电网建设的加快推进，公司有计划地开发了高压、超（特）高压、大长度、大截面架空导线等。公司多次参与了电线电缆领域国家标准的制定，共拥有 20 项专利技术。

3.4. 长期致力于塑造名牌产品

金杯电工通过不断提升产品质量及服务竞争力来打造品牌，其中“金杯”牌电气装备用电线是我国电线电缆行业内在电气装备用电线方面唯一获得最高荣誉奖——国家银质奖的产品，在国内同行业中享有极高的品牌美誉度。“金杯”牌电线电缆多次获得省工商局及消费者委员会颁发的“消费者信得过品牌”荣誉称号，“金杯”牌产品连续多年保持“湖南省名牌产品”称号；“金杯 GOLD CUP 及图”是省工商局认定的“湖南省著名商标”和国家工商总局商标局认定的“中国驰名商标”。良好的品牌形象为公司赢得了巨大的市场声誉和竞争优势。

3.5. 已形成广泛而稳定的客户关系

目前，金杯电工在国内已经形成了一批以国际和国内知名输变电设备企业和国家电网公司为主体的稳定、高端客户群。例如：公司是世界最大的输变电设备制造企业 ABB 集团和中国第一、世界第三的变压器制造企业特变电工股份有限公司电磁线产品的主要供应商，是天威保变、云南变压器等国内超大型电力变压器、铁路牵引变压器以及高铁、动车组用特种变压器制造企业的供应商，在国内市场输变电装备专用电磁线领域具有较强的市场优势。在电力电缆、裸导线领域，公司已成为国家电网公司、各地电力系统（发电、供电）、国内大型企业集团的主要供应商。随着公司生产规模的扩大和供货能力的不断提高，金杯电工将致力于成为更多知名客户的战略供应商。

3.6. 具有得天独厚的区位优势

金杯电工所处城市长沙在全国的位置承东启西、联南贯北，交通便利、物流成本低。公司生产基地所在长株潭城市群是湖南省“一点一线”（一点指长株潭一体，一线指京广线）发展战略的核心发展区域，区域经济后发优势明显。公司的核心销售圈可以覆盖湖北、江西、贵州、四川、广东、广西、安徽等运输半径八百公里内的区域。公司电缆产品中标武广铁路、洛湛铁路便是区域优势的体现。同时，湖南省是公司的传统市场，公司具有较大的竞争优势，电气装备用电线等产品在湖南省的市场占有率排名第一。随着国家“中部崛起”战略的实施，中部地区作为公司最大的区域市场，对电线电缆快速增长的需求，为公司未来的快速发展提供了很好的机遇。

4. 募集资金项目分析

本次公司向社会公开发行 3,500 万股新股，拟募集资金约 2.86 亿元，募资投向主要有两个：（1）500kV 及以上超高压变压器及电抗器等输变电装备专用电磁线扩改项目；（2）风力发电及机车车辆用特种橡胶套电缆新建项目。至 2010 年 9 月底，公司已对 500kV 及以上超高压变压器及电抗器等输变电装备专用电磁线扩改项目投入资金合计 9,690.94 万元；已为风力发电及机车车辆用特种橡胶套电缆新建项目投入固定资产建设资金 16,262.82 万元，两个投资项目先期投入资金合计 25,953.76 万元。募集资金到位后将用募集资金置换预先已投入的自筹资金，剩余资金按计划投入募集资金投资项目。

表 3 公司募集资金项目投资情况

项目名称	项目总投 资（万元）	其中固定资产 投资额（万元）	已投资额 （万元）	建设期 （年）
500kV 及以上超高压变压器及电抗器等输变电装备专用电磁线扩改项目	12,770.00	6,987.00	9,690.94	1
风力发电及机车车辆用特种橡胶套电缆新建项目	15,853.37	9,193.80	16,262.82	1.5
合计	28,623.37	16,180.80	28,623.37	

数据来源：公司招股说明书

500kV 及以上超高压变压器及电抗器等输变电装备专用电磁线扩改项目：该项目旨在顺利电磁线行业的发展趋势，及时调整产品结构和进一步提高经济效益，计划投资额约为 1.28 亿元。项目位于湖南长沙雨花区环保科技产业园内，建设规模为年产纸包、组合导线 2,000 吨，换位导线 3,000 吨。项目建设期为一年，第二年即可投产 80%，第三年达产。项目实施后，可扩大公司电磁线产品的生产规模，提高电磁线产品的整体技术水平，提高产品的市场竞争能力。

表 4 公司电磁线募投项目新增产能情况（单位：吨）

产品类型	原有产能	新增产能	达产后产能
纸包线	900	400	1300
组合导线	2100	1600	3700
换位导线	2000	3000	5000
合计	5000	5000	10000

数据来源：公司招股说明书

风力发电及机车车辆用特种橡胶套电缆新建项目：该项目旨在改变公司只能生产常规电线电缆的局面，具备生产具有高技术含量、高附加值的风力发电及机车车辆用等特种橡胶套电缆的能力。项目拟投资额 15,853.37 万元，项目建成后生产四类特种电缆包括为风力发电用风能电缆、机车车辆用电缆、海洋石油平台电缆和高压煤矿用橡胶套电缆，建设周期 1.5 年，投产后可以生产风能电缆、铁路机车电缆、海洋石油平台电缆、高

压煤矿用橡套电缆等四种电缆产品合计 2,508km，生产设备可以实现共享。

表 5 公司特种电缆募投项目新增产能情况

产品名称	年产量 (km)
风力发电用风能电缆	1150
机车车辆用电缆	1000
海洋石油平台电缆	198
高压煤矿用橡套电缆	160
合计	2508

数据来源：公司招股说明书

5. 公司风险分析

5.1. 原材料价格大幅波动带来的经营风险

电力电缆最主要原材料为铜材，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来确定产品报价的定价机制，铜、铝价格大幅上涨会增加发行人生产经营的资金需求，并可能导致供应商不履行现货供应合同，导致公司财务成本和采购成本增加；铜、铝价格大幅下跌则可能导致发行人自备库存产生跌价损失或客户终止销售合同形成损失。金杯电工多年来与江西铜业、恒星科技、ABB、特变电工等大型国企、外企、上市公司建立了良好的供、销合作关系，采取现货点价、签订远期供应合同、期货套期保值等措施锁定采购成本，但仍可能无法完全规避原材料价格波动带来的经营风险，尤其是不能完全规避销售投标报价至中标这一时段的原材料价格波动风险。

5.2. 依赖单一市场的风险

受运输成本和包装物回收成本等因素制约，电线电缆产品存在一定的经济销售半径。金杯电工过去三年来来自于湖南地区的销售收入占比在 60%以上，销售区域比较集中，虽然中部地区中西部地区对电线电缆需求将呈现快速增长态势，同时公司努力开拓省外市场，包括广东、广西、湖北、海南、四川、重庆等省销售增长迅速，但公司在一定时期内仍存在依赖单一市场的风险。

5.3. 市场竞争的风险

虽然我国电线电缆企业数量众多，但具备 110kV 及以上高压、超高压交联电缆生产能力、技术和设备的企业却较少，110kV、220kV、500kV 及以上电压交联电缆不能完全满足国内市场需求，其中 500kV 及以上电压交联电缆基本依赖进口。因国内大多数电线电缆企业主要生产中低压产品，导致中低压电线电缆生产能力大于市场需求，市场竞争激烈。虽然金杯电工的产品具有低、中、高压、超（特）高压的多样化结构，尤其在高压、超（特）高压电磁线和裸导线、110kV 交联电缆在高电压等级产品市场具有较强竞争力，但因中低压电缆和电气装备用电线产品销售占比较大，若不能随着市场需求及时优化产品结构、实现原有低端产品改造升级，仍将面临较大的市场竞争风险。

6. 盈利预测与公司估值

根据我们的模型，按照发行后股本摊薄，我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.07 元、1.46 元、1.78 元。目前 A 股电缆大部分上市公司市盈率在 30 倍左右，我们建议

给予公司 2011 年 EPS25-30 倍的市盈率，得出上市公司上市首日定价区间 36.50 元-43.80 元。询价建议：按照 2010 年 EPS30-35 倍的市盈率询价，询价区间 31.50 元-36.75 元。

表 6 金杯电工收入预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
电气装备用电线电缆				
收入（万元）	48871	82500	97500	120000
成本（万元）	43975	75075	88725	109200
毛利率	10.02%	9.00%	9.00%	9.00%
收入增长率	26.50%	68.81%	18.18%	23.08%
销售量（km）	424267	550000	650000	800000
产品单价（万元/km）	0.12	0.15	0.15	0.15
单价增长率	-22.86%	30.22%	0.00%	0.00%
电力电缆				
收入（万元）	30866	60000	65600	71400
成本（万元）	26097	51300	55760	60690
毛利率	15.45%	14.50%	15.00%	15.00%
收入增长率	-16.17%	94.39%	9.33%	8.84%
销售量（km）	10975	15000	16000	17000
产品单价（万元/km）	2.81	4.00	4.10	4.20
单价增长率	-38.02%	42.23%	2.00%	0.00%
特种电缆				
收入（万元）	17636	22950	29400	36250
成本（万元）	13544	18131	22932	27550
毛利率	23.20%	21.00%	22.00%	24.00%
收入增长率	107.57%	30.13%	28.10%	23.30%
销售量（km）	17675	17000	21000	25000
产品单价（万元/km）	1.00	1.35	1.40	1.45
单价增长率	18.97%	35.30%	2.00%	0.00%
裸导线				
收入（万元）	19845	16640	20800	25650
成本（万元）	16935	14194	17680	21803
毛利率	14.66%	14.70%	15.00%	15.00%
收入增长率	-27.96%	-16.15%	25.00%	23.32%
销售量（吨）	17417	13000	16000	19000
产品单价（万元/吨）	1.14	1.28	1.30	1.35
单价增长率	-27.51%	12.34%	-5.00%	-3.00%
电磁线				
收入（万元）	30457	70000	88000	99000
成本（万元）	25405	61460	77000	86130
毛利率	16.59%	12.20%	12.50%	13.00%
收入增长率	-13.85%	129.83%	25.71%	12.50%
销售量（吨）	7655	14000	16000	18000
产品单价（万元/吨）	3.98	5.00	5.50	5.50
单价增长率	-34.25%	25.67%	-5.00%	-3.00%
其他				
收入（万元）		500	1500	3000

成本 (万元)		300	900	1800
毛利率		40.00%	40.00%	40.00%
收入增长率			300.00%	200.00%
合计				
收入 (万元)	147674	252590	302800	355300
成本 (万元)	125956	220459	262997	307173
毛利率	14.71%	12.72%	13.14%	13.55%
收入增长率	0.56%	71.05%	19.88%	17.34%

数据来源: 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-12-14		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,471.3	1,480.1	2,530.9	3,033.0	3,558.0	成长性					
减: 营业成本	1,271.3	1,261.5	2,207.6	2,633.0	3,074.7	营业收入增长率	16.1%	0.6%	71.0%	19.8%	17.3%
营业税费	4.2	3.7	4.8	5.8	6.8	营业利润增长率	28.0%	16.1%	64.7%	37.0%	22.6%
销售费用	38.3	54.2	67.3	81.9	96.1	净利润增长率	47.0%	16.8%	53.8%	36.3%	22.2%
管理费用	43.9	49.2	58.2	69.8	81.8	EBITDA 增长率	25.2%	5.6%	54.2%	31.2%	23.5%
财务费用	16.6	5.6	8.6	-4.3	-3.7	EBIT 增长率	28.9%	3.7%	64.2%	28.4%	23.2%
资产减值损失	3.6	7.8	5.9	3.7	3.8	NOPLAT 增长率	31.4%	3.4%	52.6%	27.9%	22.8%
加: 公允价值变动收益	-	1.1	-1.0	-	-	投资资本增长率	10.0%	21.2%	99.8%	35.1%	16.6%
投资和汇兑收益	-	9.2	1.2	1.5	1.5	净资产增长率	28.7%	61.2%	112.3%	14.8%	15.8%
营业利润	93.4	108.5	178.7	244.7	299.9	利润率					
加: 营业外净收支	5.5	8.4	4.4	4.4	4.4	毛利率	13.6%	14.8%	12.8%	13.2%	13.6%
利润总额	99.0	116.9	183.1	249.1	304.3	营业利润率	6.4%	7.3%	7.1%	8.1%	8.4%
减: 所得税	12.4	15.8	27.6	37.4	45.7	净利润率	5.9%	6.8%	6.1%	7.0%	7.3%
净利润	86.4	100.8	155.0	211.2	258.1	EBITDA/营业收入	8.4%	8.8%	8.0%	8.7%	9.2%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	7.5%	7.7%	7.4%	7.9%	8.3%
货币资金	171.8	245.8	607.9	455.1	613.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	30	32	22	29	37
应收帐款	155.2	158.8	276.9	331.9	389.3	流动营业资本周转天数	41	46	54	74	74
应收票据	28.6	1.8	3.5	4.2	4.9	流动资产周转天数	123	156	151	162	151
预付帐款	44.8	58.3	58.3	58.3	58.3	应收帐款周转天数	36	37	31	36	37
存货	135.1	196.6	355.6	424.2	495.3	存货周转天数	31	41	40	47	47
其他流动资产	8.3	78.7	78.7	78.7	78.7	总资产周转天数	161	205	187	204	200
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	78	89	86	112	119
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	25.9%	18.8%	13.6%	16.1%	17.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.3%	10.3%	9.4%	11.8%	12.0%
固定资产	126.5	134.1	172.1	322.6	410.6	ROIC	34.1%	32.1%	40.4%	25.9%	23.5%
在建工程	5.4	19.9	12.0	42.4	28.5	费用率					
无形资产	26.1	84.8	79.1	73.9	68.9	销售费用率	2.6%	3.7%	2.7%	2.7%	2.7%
其他非流动资产	2.9	2.1	3.3	3.5	3.7	管理费用率	3.0%	3.3%	2.3%	2.3%	2.3%
资产总额	704.7	980.8	1,647.4	1,794.6	2,151.6	财务费用率	1.1%	0.4%	0.3%	-0.1%	-0.1%
短期债务	170.0	110.0	100.0	20.0	30.0	三费/营业收入	6.7%	7.4%	5.3%	4.9%	4.9%
应付帐款	81.5	97.3	145.2	173.1	202.2	偿债能力					
应付票据	-	94.4	151.2	180.3	210.6	资产负债率	52.6%	45.1%	30.6%	26.9%	29.4%
其他流动负债	106.0	108.2	108.7	109.3	109.9	负债权益比	111.0%	82.2%	44.2%	36.8%	41.6%
长期借款	-	-	-33.0	-33.0	47.0	流动比率	1.52	1.81	2.73	2.80	2.97
其他非流动负债	13.2	32.6	32.6	32.7	32.7	速动比率	1.14	1.31	2.02	1.90	2.05
负债总额	370.7	442.5	504.7	482.4	632.4	利息保障倍数	6.65	20.48	21.68	-55.98	-80.67
少数股东权益	0.7	2.9	3.3	3.8	4.4	分红指标					
股本	105.0	105.0	145.0	145.0	145.0	DPS(元)	-	0.23	0.21	0.29	0.36
留存收益	228.2	430.3	994.4	1,163.4	1,369.8	分红比率	0.0%	31.2%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	334.0	538.3	1,142.7	1,312.2	1,519.3	股息收益率	0.0%	0.6%	0.6%	0.8%	1.0%
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	86.6	101.1	155.0	211.2	258.1	EPS(元)	0.62	0.72	1.07	1.46	1.78
加: 折旧和摊销	14.6	17.9	14.6	24.4	30.8	BVPS(元)	2.39	3.84	7.88	9.05	10.48
资产减值准备	3.6	7.8	5.9	3.7	3.8	PE(X)	56.7	48.6	32.7	24.0	19.7
公允价值变动损失	-	-	-1.0	-	-	PB(X)	14.7	9.1	4.4	3.9	3.3
财务费用	16.6	6.1	8.6	-4.3	-3.7	P/FCF	115.9	-166.0	-17.5	-33.6	30.3
投资收益	-	-10.3	-1.2	-1.5	-1.5	P/S	3.3	3.3	2.0	1.7	1.4
少数股东损益	0.2	0.2	0.4	0.5	0.6	EV/EBITDA	29.6	27.1	23.5	18.3	14.8
营运资金的变动	6.1	-1.7	-179.7	-70.4	-73.5	CAGR(%)	34.7%	36.8%	25.1%		
经营活动产生现金流量	111.0	171.8	2.6	163.6	214.7	PEG	1.6	1.3	1.3		
投资活动产生现金流量	-76.3	-104.0	-38.8	-198.5	-98.5	ROIC/WACC	3.4	3.2	4.1	2.6	2.4
融资活动产生现金流量	-4.3	-17.8	397.4	-118.0	42.1	REP	3.2	2.7	1.4	1.7	1.6

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。

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;
- 推荐 — 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

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@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