

经营稳健，稳定成长

——中天科技调研报告

✎	崔健 CFA	张博
☎	86-22-2845 1618	86-10-6878 4239
SAC 执业证书编号	S1150207100102	
✉	bhzqj@hotmail.com	zhangbo@bhq.com

核心观点:

- 光通信行业投资保持高增长
- 公司光纤光缆业务向上游延伸保证盈利能力
- 特种经营思路布局多个增长点

投资要点:

● 高需求保证光通信行业增长

在三网融合背景下，宽带接入将成为持续热点，未来几年电信运营商和广电体系将加大对于宽带接入的投资力度。考虑到电信和广电系统对于宽带接入的投资力度增加等因素，预计明年光纤光缆建设里程将相对 2010 年增长 50%，光通信行业继续保持高行业景气度。

● 公司光纤光缆业务高增长

2010 年上半年，公司光纤光缆业务收入同比增长 93%。公司今年全年光纤产销量预计为 1100 万芯公里至 1200 万芯公里。公司预制棒项目计划于 2012 年投产，预计产能 400 吨/年，将保证公司未来几年的盈利能力。

● 电线电缆业务收入保持稳定

2010 年上半年，公司电缆业务同比下降 21.8%，主要为相关项目滞后所致。目前业务进展顺利，预计今年公司电缆业务收入将保持稳定。

● 特种产品战略，布局多个增长点

公司坚持特种产品战略，对海缆、OPLC、OPGW、装备电缆等业务进行充分布局，目前正在建设销售队伍、加大营销力度。新业务技术壁垒高、利润率高、市场空间大，将形成收入增长点。

● 投资建议

预计 2010 年-2011 年 EPS 分别为 1.27、1.55、1.97 元。公司基本面良好，行业前景明确，同时拟进行的募投项目将保证公司盈利能力，在光通信行业高行业景气度下，光通信子行业整体估值将得到提升，给予“买入”评级，目标价 46 元。

评级:

买入

首次评级

目标价格:

¥ 46

当前价格:

¥ 32.30

2010.12.21

中天科技最近 1 年走势



相关报告

无

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	2,912	3,724	4,790	5,670	7,169
(+/-)%	46%	28%	29%	18%	26%
经营利润 (EBIT)	271	492	523	626	785
(+/-)%	73%	82%	6%	20%	25%
净利润	146	335	407	496	630
(+/-)%	73%	129%	21%	22%	27%
每股净收益 (元)	0.539	1.044	1.267	1.545	1.965
每股股利 (元)	0.04	0.03	0.07	0.15	0.18

资产负债表	利润表 (百万					元)					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	387	657	783	949	1200	营业收入	2912	3724	4790	5670	7169
应收票据	7	10	12	14	18	营业成本	2349	2812	3745	4421	5595
应收账款	696	913	1174	1390	1757	营业税金及附加	18	34	40	48	61
预付款项	70	90	129	175	233	销售费用	206	272	346	411	520
其他应收款	32	79	101	120	152	管理费用	68	113	136	164	208
存货	969	1045	1468	1732	2193	财务费用	51	35	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	9	12	0	0	0
长期股权投资	54	56	56	56	56	投资收益	-5	14	8	10	10
固定资产	506	639	584	515	440	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	50	64	37	24	19	营业利润	206	462	531	636	795
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	9	8	9	9	18
无形资产	53	54	56	58	59	税前利润	215	470	540	644	813
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减: 所得税	44	87	46	55	69
资产总计	2846	3711	4476	5109	6203	净利润	172	383	494	590	744
短期借款	898	816	672	592	724	归属于母公司					
应付票据	56	30	40	47	60	的净利润	146	335	436	521	657
应付账款	309	436	522	616	785	少数股东损益	26	48	58	68	86
预收款项	341	291	341	401	477	基本每股收益	0.54	1.04	1.36	1.62	2.05
应付职工薪酬	16	25	25	25	25	稀释每股收益	0.54	1.04	1.36	1.62	2.05
应交税费	-13	6	300	300	300	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	149	211	211	211	211	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	46.5%	27.9%	28.6%	18.4%	26.4%
长期借款	0	35	35	35	35	EBIT 增长率	73.0%	81.7%	6.2%	19.7%	25.4%
负债合计	1829	1886	2196	2290	2699	净利润增长率	73.2%	129.4%	30.1%	19.6%	26.1%
股东权益合计	1017	1825	2280	2819	3503	盈利性					
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售毛利率	19.3%	24.5%	21.8%	22.0%	22.0%
净利润	172	383	494	590	744	销售净利率	5.0%	9.0%	9.1%	9.2%	9.2%
折旧与摊销	56	83	95	97	99	ROE	14.4%	18.4%	19.1%	18.5%	18.8%
经营活动现金流	56	193	316	303	189	ROIC	11.00%	14.93%	15.96%	16.56%	16.81%
投资活动现金流	-140	-199	-8	-7	-10	估值倍数					
融资活动现金流	289	275	-183	-130	72	PE	55.6	28.7	22.1	18.5	14.6
现金净变动	205	269	126	166	251	P/S	2.8	2.6	2.0	1.7	1.3
期初现金余额	186	387	657	783	949	P/B	7.99	5.27	4.22	3.41	2.75
期末现金余额	392	656	783	949	1200	股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.5%	0.6%
						EV/EBITDA	27.0	17.2	15.7	13.2	10.7

目 录

1. 公司概况	5
1.1. 基本情况	5
1.2. 公司收入和业务情况	5
2. 光纤光缆业务将稳定增长	6
2.1 光通信建设未来几年高增长	6
2.2 公司光纤光缆产品分析	8
3. 电缆业务下半年恢复增长	8
4. 产业拓展，布局多个增长点	10
4.1 光纤产业链延伸保证未来盈利能力	10
4.2 坚持特种产品战略，布局装备电缆等多类产品	11
5. 盈利预测	11

图 目 录

图 1 营业收入增长情况	5
图 2 公司整体毛利率变化	5
图 3 公司 2010 年上半年业务收入构成情况	6
图 4 公司 2010 年上半年业务毛利构成情况	6
图 5 我国光缆里程情况	6
图 6 我国年度新增光缆里程及同比增长	6
图 7 电信运营商三网融合建设步骤	7
图 8 我国 xDSL 用户及其占宽带用户比重	7
图 9 公司光纤光缆业务收入情况	8
图 10 公司光纤光缆业务毛利率情况	8
图 11 我国电线电缆销售产值情况	9
图 12 公司电缆业务收入情况	9
图 13 公司电缆业务毛利变化情况	10
图 14 公司光纤光缆产业布局横向和纵向延伸	10

表 目 录

表 1 电信运营商与广电运营商网络接入能力和运营能力对比	7
表 2 主要上市公司预制棒产能情况	10
表 3 同行业公司估值情况	11

1. 公司概况

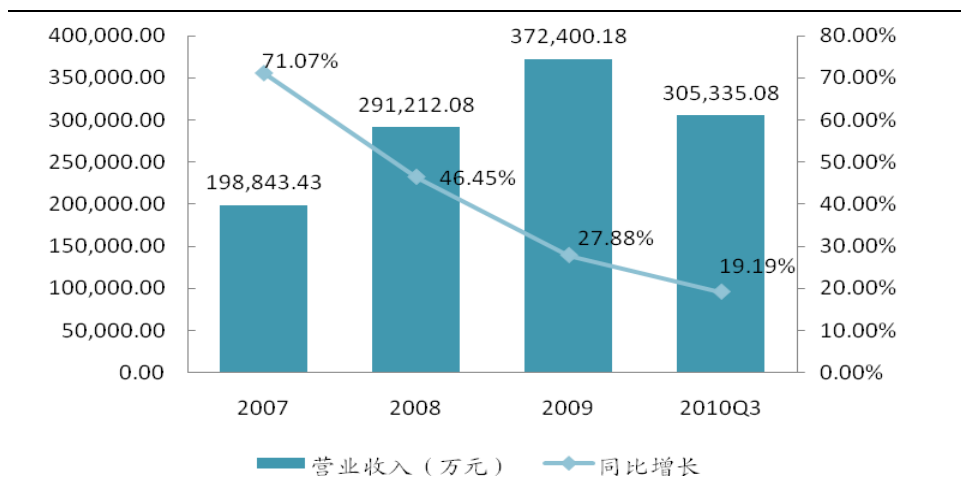
1.1. 基本情况

1999 年 11 月，公司由江苏中天光缆集团有限公司整体变更为股份有限公司。公司目前主要业务为光纤光缆业务、电缆业务两个部分，产品包括普通光纤光缆、特种光缆、普通电缆、特种电缆等多个产品系列。

1.2. 公司收入和业务情况

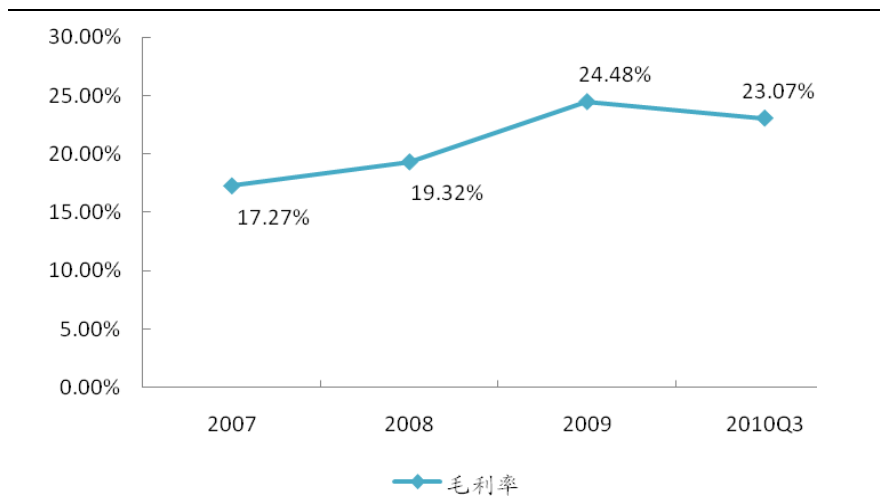
公司近几年营业收入增长速度出现下滑，但公司通过控制成本，毛利率得到提升。2010 年 3 季报显示，公司实现营业收入 30.5 亿元，同比增长 19.19%。

图 1 营业收入增长情况



来源：工信部 渤海证券研究所

图 2 公司整体毛利率变化



来源：工信部 渤海证券研究所

业务方面，公司 3 季度将房地产业务剥离，经营战略定位于光缆、电缆两大业务主线，并坚持特种产品战略。根据 2010 年中报，光纤光缆业务毛利依然维持较高水平，收入占比为 43%，毛利占比 49.05%。电缆产品毛利今年出现降低，2010 年中

报显示，收入占比 48%，毛利占比为 41.15%。

图 3 公司 2010 年上半年业务收入构成情况

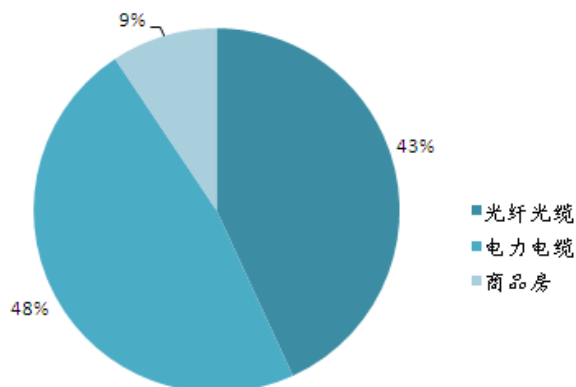
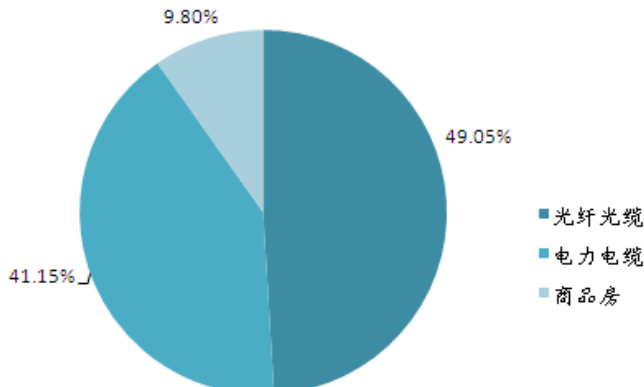


图 4 公司 2010 年上半年业务毛利构成情况



来源：公司公告 渤海证券研究所

来源：公司公告 渤海证券研究所

2. 光纤光缆业务将稳定增长

2.1 光通信建设未来几年高增长

2009 年我国新增光纤光缆长度约为 149 万公里，今年增长平稳，预计 2010 年新增光纤光缆长度同比增长 5.5% 左右。但我们预计 2011 年电信、广电等对于光通信的投资力度将增加，我国光通信建设将再次出现高增长情况。就实际运营层面，均有公开消息表明，中国电信、中国移动、广电体系均表明要追加宽带接入资本开支，加速 FTTH 建设。具体投资额方面，根据公开消息，中国电信拟追加 150 亿元、中国移动拟投资 150 亿元。

图 5 我国光缆里程情况

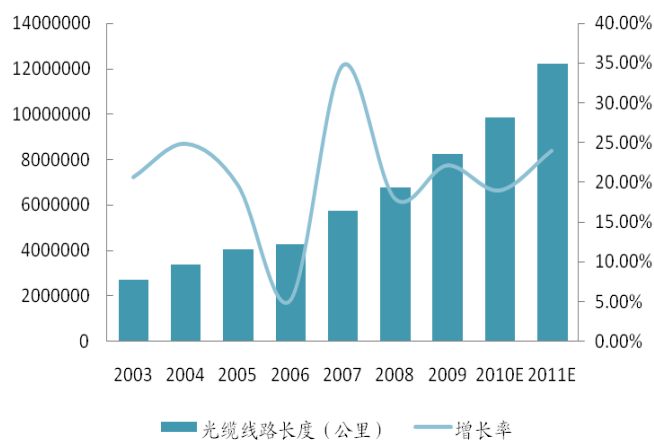
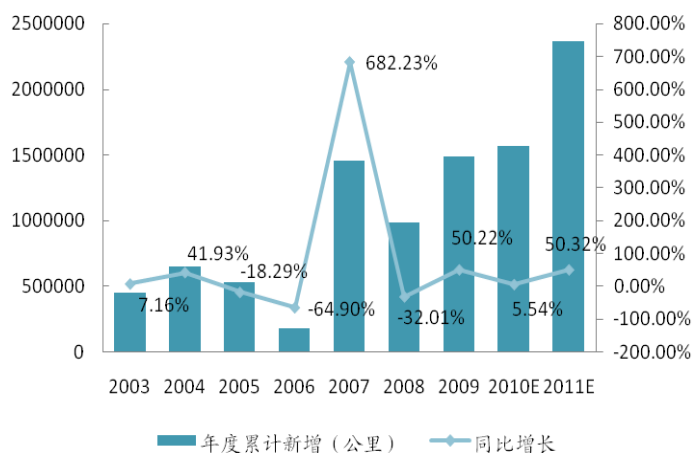


图 6 我国年度新增光缆里程及同比增长



来源：工信部 渤海证券研究所

光通信领域的增长推动力主要是宽带接入投资增长，即电信运营商宽带接入的投资的规模将加大。造成光通信行业高增长的主要原因在于两个方面：一是三网融合造

成的竞争压力；二是我国光进铜退的整体战略所决定。

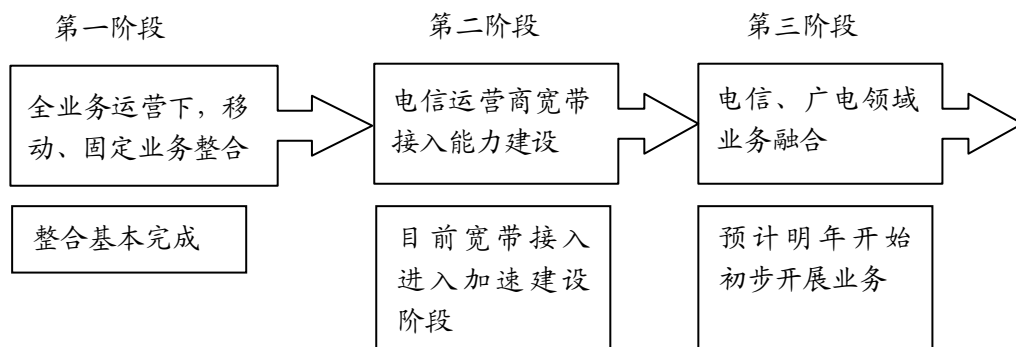
三网融合是最重要的原因。三网融合首要是业务层面的融合，广电系统和电信系统基础条件的差异导致其战略重点有所不同。网络基础条件是开展融合业务的必须条件，当前电信运营商的 xDSL 所提供的网络带宽能力弱于广电 HFC 方式，因此在网络基础条件上电信运营商处于劣势地位，加大宽带建设是必要的战略步骤。

表 1 电信运营商与广电运营商网络接入能力和运营能力对比

	电信运营商	广电网络运营商
网络接入能力	xDSL 为主，接入能力弱	HFC 方式，接入能力中等
业务运营能力	整合的网络，多年建设的 BOSS 系统，运营能力强	分散的网络，初步建成 BOSS 系统，运营能力弱

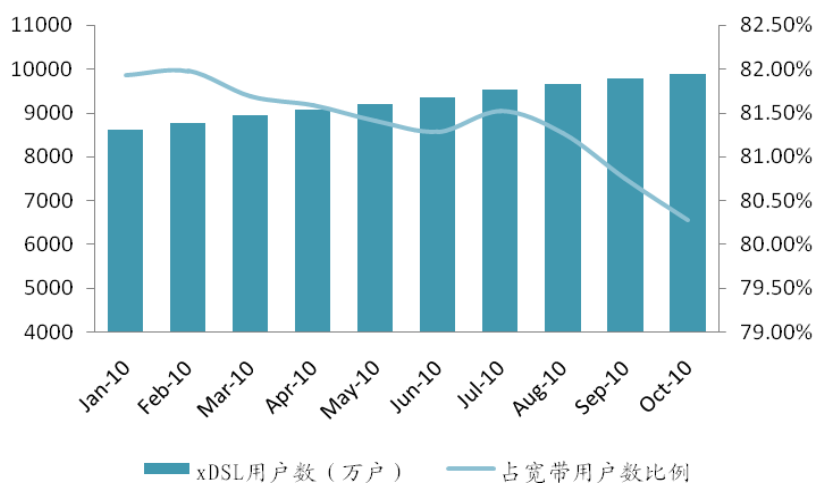
来源：渤海证券研究所

图 7 电信运营商三网融合建设步骤



来源：渤海证券研究所

图 8 我国 xDSL 用户及其占宽带用户比重



来源：工信部 渤海证券研究所

随着广电运营商加大交互数字电视业务，电信运营商在三网融合的底层接入中处于劣势地位，光纤入户需求较为迫切。xDSL 接入方式依然是我国互联网宽带接入的

主要技术方式，但这一方式在三网融合的业务融合要求下并不能得以满足。数据显示，至 2010 年 10 月份，我国互联网宽带用户为 1.23 亿户，其中 80.28% 为 xDSL 用户，电信系统 xDSL 用户是宽带用户主体。但在视频业务中，xDSL 的最高 8Mbps 的下行速率并不能满足视频业务的开展，建设 FTTH 是增进宽带能力的必然手段。

2.2 公司光纤光缆产品分析

公司今年通过技术改造，将光纤产能由 09 年的 1200 万芯公里提升为 1300 万芯公里，预计 2010 年全年产销量为 1100 万芯公里至 1200 万芯公里。

对于未来的光纤光缆价格方面，我们认为 2011 年需求增加将缓解产能过剩压力，预计未来光纤价格将逐步趋稳，将维持在 70 元左右。而未来随着各企业光纤预制棒生产线逐步投产，光纤光缆行业集中度将再一次提升，产品毛利率也将趋于稳定。

2010 年由于光纤光缆产能获得较大扩张，引发了光纤光缆价格降低，由 85 元左右降至 75 元左右。公司 2010 年中报显示光纤光缆产品毛利率为 28.9%，部分原因为 09 年部分订单延续至今年，考虑价格降低因素，公司 2010 年光纤光缆业务毛利率将降低，我们预计全年毛利率预计维持在 24% 左右。

图 9 公司光纤光缆业务收入情况

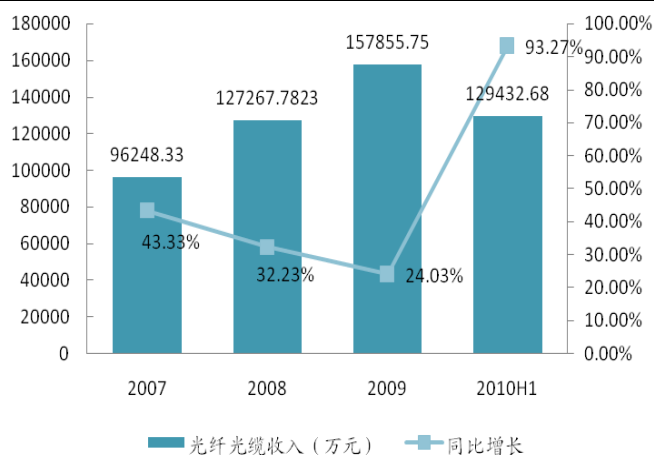
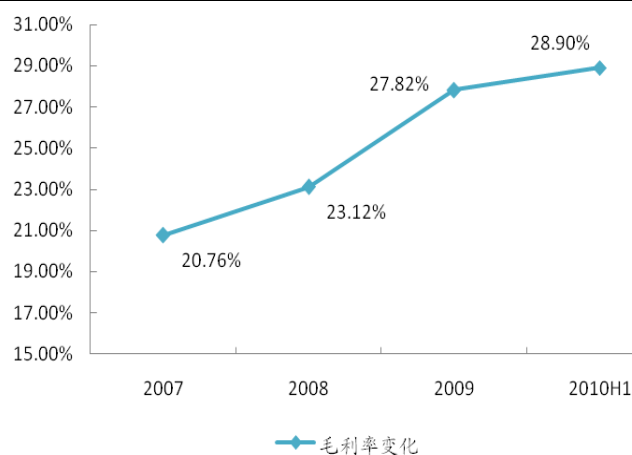


图 10 公司光纤光缆业务毛利率情况



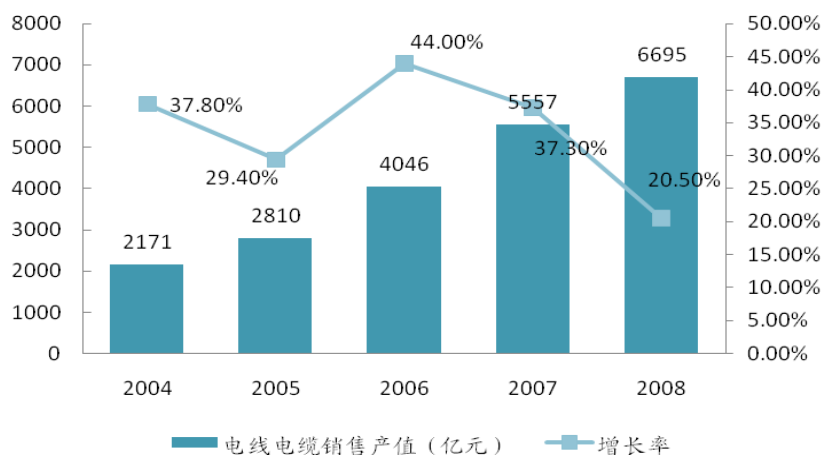
来源：公司公告 渤海证券研究所

来源：公司公告 渤海证券研究所

3. 电缆业务下半年恢复增长

我国经济持续快速增长为电线电缆行业的发展提供了巨大的市场空间。电力、通信、轨道交通、汽车和船舶制造等行业发展迅速，造成对于电线电缆的巨大需求。我们认为在电线电缆市场需求空间仍然巨大，未来我国电线电缆市场仍将保持增长。

图 11 我国电线电缆销售产值情况



来源：招股说明书 渤海证券研究所

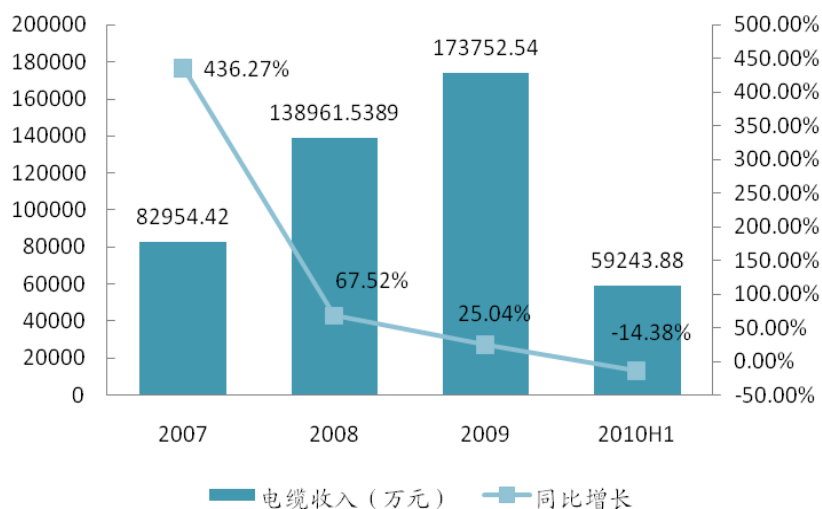
公司电力导线产品是主要的业务收入来源，公司电力导线产品产能扩张较快。目前公司电力导线产能为 10 万吨左右，我们预计 2011 年产能将继续扩张至 12 万吨。产销量也将逐步提升，预计 2010 年全年实现产销量 8 万吨-9 万吨左右。

2010 年中报显示，公司电线电缆业务收入 5.92 亿元，同比减少 14.38%。公司电缆收入同比下滑主要为相关项目滞后所导致，根据交流，项目已经恢复正常，我们预计营收将在下半年好转，今年收入将有一定增长。

利润率方面，公司电线电缆业务去年毛利较高，部分原因为投资收益增加所致。考虑今年电缆价格因素，我们预计全年毛利将降低至 08 年水平。

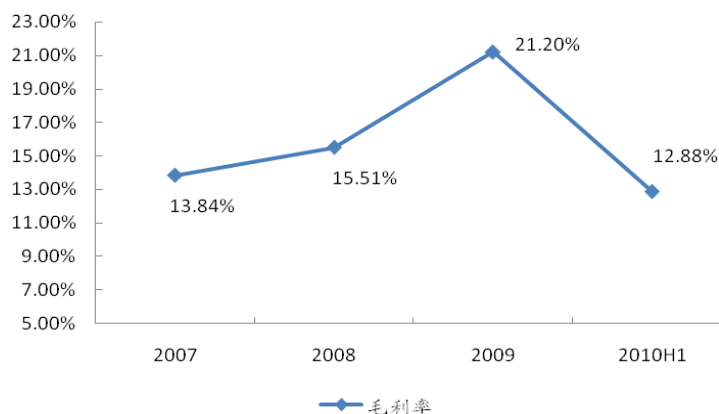
综合考虑各方面因素，我们认为公司今年电缆业务营收不必过于悲观，产品营收和利润将保持稳定。

图 12 公司电缆业务收入情况



来源：公司公告 渤海证券研究所

图 13 公司电缆业务毛利变化情况



来源：公司公告 渤海证券研究所

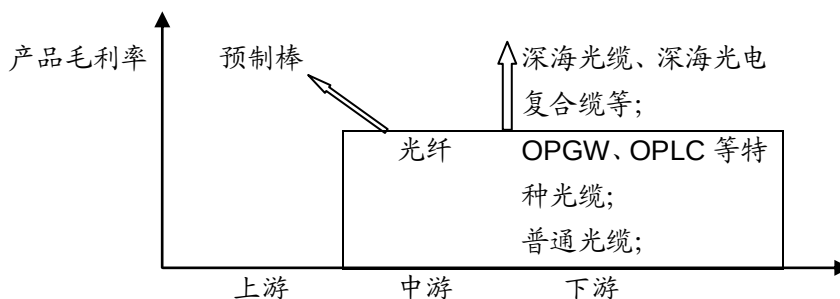
4. 产业拓展，布局多个增长点

4.1 光纤产业链延伸保证未来盈利能力

光纤光缆产业链包括预制棒、光纤、光缆三个环节，利润分配比例为 7:2:1，目前国内各主流光纤生产企业均向上游预制棒环节延伸。中天科技成立子公司中天精密材料有限公司实施预制棒项目，与日本日立电线株式会社合作，采用技术转让方式引入成熟的技术方案，可减少磨合阶段。公司预制棒项目建设期 2 年，建成后新增年产光纤预制棒 400 吨的生产能力。公司预制棒投产后将用于满足自身拉丝塔产能，提升公司光纤光缆产业的盈利能力。

在产品创新方面，公司自主研发深海光缆、深海光电复合缆等产品，产品毛利较高，是未来公司的主要产品方向。由于海缆产品体积和重量限制较多，公司地理位置使其在产品运输方面占据一定优势地位。

图 14 公司光纤光缆产业布局横向和纵向延伸



来源：渤海证券研究所

表 2 主要上市公司预制棒产能情况

公司名称	合作方	合作方式	计划产能	目前进展
中天科技	日立电线株式会社	技术转让	400 吨	募集资金

烽火通信	日本株式会社滕仓	设立合资公司 (占股 40%)	270 吨	已初步投产
亨通光电	1) 自建生产线 2) 美国 OFS 公司(控 股股东为日本古河电 工股份有限公司)	设立合资公司 (占股 49%)	自建产能 200 吨	自建生产线 已经投产

来源：公司公告 渤海证券研究所

4.2 坚持特种产品战略，布局装备电缆等多类产品

公司拟募集资金开展装备电缆项目，该项目由公司全资子公司中天科技装备电缆有限公司在江苏省南通市经济技术开发区负责实施。项目建设期 2 年，建成达产后新增年产 18,000 公里船用电缆、10,800 公里机车车辆用电线、轨道交通电缆、1,410 公里风能电缆、矿用电线 and 910 公里核能电缆的生产能力。

公司依托南通地理优势，将船缆业务作为主要突破点。以南通为中心，向四周扩散 100km 范围，包含了上海长兴岛、泰州、扬州、江南苏州、镇江等地，形成我国造船工业基地，具备 4000 万载重吨/年的造船模，长江三角洲的造船能力或船舶工业规模约占全国 40%以上。

海缆业务也是公司重点布局的业务领域，目前公司正建设营销队伍，开发海外市场，但具体进展仍需要时间。

5. 盈利预测与估值

公司基本面良好，行业前景明确，同时拟进行的募投项目将保证公司盈利能力。我们预计公司 2010 年-2011 年 EPS 分别为 1.27、1.55、1.97 元。

在光通信行业高景气度下，光通信子行业整体估值将得到提升，考虑板块整体估值水平，给予“买入”评级，目标区间 40-46 元。

表 3 同行业公司估值情况

公司名称	代码	收盘价 (2010.12.21)	年涨跌幅	PE 2010E	PE 2011E	PE 2012E
光缆企业						
烽火通信	600498	41.71	57.10%	48.19	36.69	28.83
亨通光电	600487	40.88	28.99%	33.54	28.01	23.29
通鼎光电	002491	21.99	15.43%	43.89	32.71	26.35
中天科技	600522	32.31	31.77%	25.32	20.96	17.12
永鼎股份	600105	16.65	111.56%	33.22	27.43	25.35
电缆企业						

汉缆股份	002498	52.77	19.39%	56.65	45.24	35.94
中超电缆	002471	27.82	-15.18%	58.59	46.56	34.41
太阳电缆	002300	22.20	1.76%	31.87	23.67	15.88
南洋股份	002212	22.7 23.19	29.55%	38.97	31.83	19.16
摩恩电气	002451	17.99	8.90%	42.32	34.02	24.83
宝胜股份	600973	23.23	17.46%	27.98	23.85	21.27
平均值				40.05	31.91	24.77

来源：Wind 渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 150%以上；
- 2、中 性：未来12个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来12个月内股价落后大盘15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn	
huangfeng@bhq.com		xiexd@bhq.com	

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn