

2011-01-04

电气设备与新能源

三普药业 600869-SH

发力特种电缆，推动产业升级

◇报告起因：公司公告非公开发行股票预案

◇潜在催化因素：碳纤维复合导线推广超预期，高端网架建设超预期

◆产品结构显著升级，专业化电缆产品拉动公司成长

公司作为国内输电设备市场领导者，在高端、特种线缆行业独占鳌头。其近日公告定增，加力扩张特种线缆，全面升级产品结构：1）公司独有碳纤维复合导线技术，通过核心部件国产，具备全面推广条件，即将拉动业绩跨越式发展；2）十二五高端电网投资发力，公司作为特高压线路主要供货商，适时增兵高端线缆及 ACCC，将尽享行业高度景气；3）公司加力发展新能源、海工用电缆、船缆、铁道线缆，在享受细分市场高增长的同时，大幅提升盈利能力。公司 10、11 两年 EPS 分别为 0.98、1.64，合理价格 45 元，建议买入。

◆节能环保导线，输电线路的革命：

以碳纤维复合导线为代表的节能环保导线，受益于十二五电网全面扩容，及输电线路节能减排的要求，未来 5 年市场需求强烈。公司通过此次募投，实现碳纤维芯棒的国产化，使得碳纤维复合导线（ACCC）具备了大规模推广条件。作为国内唯一能够量产该特种导线的企业，公司借力该项目实现业绩跨越式发展是大概率事件。节能环保导线 2011 年起放量增长，预计今明两年贡献 EPS 分别为 0.18、0.24 元。

◆高端网架建设，输电一次设备龙头最先受益：

十二五高端电网投资喷井，高端电网（交直流 500kV 及以上）投资同比增至 2.5 倍，拉动高端输电设备市场爆发式增长。公司作为特高压线路的主要供货商，不失时机的大举扩产高端线缆，携既有的渠道和品牌优势，布局下阶段的又一增长点。我们预计公司超高压募投项目，今明两年贡献 EPS 0.14、0.22 元。

◆新能源电缆、海洋船用电缆、铁路电缆共同拉动增长：

十二五期间，电源结构升级、海洋工程及船舶行业的复苏，高铁和城轨的加速投资将大幅增加该领域专业化电缆的需求。公司在新能源电缆领域长期以来独占鳌头，此次募投扩产，将进一步提升市场占有率，并同时享受市场景气带来的高盈利能力。船缆、海工用电缆及铁缆将在明年全部达产，公司强势的市场和技术实力，足以支持其一出手便占据高端细分市场龙头地位。我们预计这三项产品今明两年将合计为公司贡献 EPS 0.25、0.36 元。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	208	212	10,744	14,461	17,708
营业收入增长率	17.92%	2.07%	4966.16%	34.59%	22.46%
净利润（百万元）	-56	2	418	703	859
净利润增长率	-963.81%	-104.05%	18210.11%	67.99%	22.24%
EPS（元）	-0.13	0.01	0.98	1.64	2.01
ROE（归属母公司）（摊薄）	-74.40%	3.04%	15.47%	23.51%	27.31%
P/E	-195	4,807	26	16	13
P/B	145	146	4	4	3
EV/EBITDA	-143	-160	26	16	14

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

买入

当前价格	25.69 元
目标价格	45.00 元
目标期限	6 个月

电力设备与新能源行业分析师：

袁 瑶（执业证书编号：S0930510120023）

021-22169112

yuanyao@ebsecn.com

王海生（研究团队负责人）

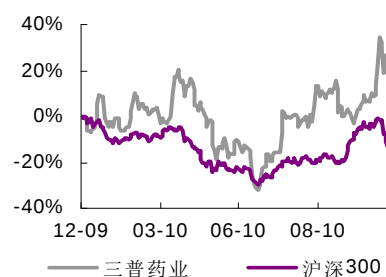
021-22169165

haisheng.wang@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	427
总市值(百万元)	10,981
流通比例(%)	28.07%
12 个月最高/最低（元）	26.12/11.50
近 3 月日均成交量（百万股）	2.96
主要股东	远东控股集团有限公司

股价表现（12 个月）



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.65	36.86	57.96
绝对收益	11.40	43.42	45.45

相关报告：

20100727-远东电缆-电线电缆行业整合者
..... 2010-07-26

投资要件

关键假设

- 1) 未来原材料价格保持平稳，不出现剧烈波动。
- 2) 未来三年，中国电网输配电线路投资保持稳定，不会出现大幅下降。
- 3) 细分领域发展遵循十二五规划。
- 4) 公司非公开增发顺利完成。

我们为什么与市场普遍观点不同

- 1) 市场认为电线电缆行业将长期处于竞争分散格局，盈利能力差的状态；我们认为市场龙头将通过规模化或专业化整合市场，龙头企业的市场份额和盈利能力将会提高。
- 2) 市场认为电线电缆行业高速增长期已过，未来将趋于平淡；我们认为高端电缆以及风电、核电用等特种电缆将接过增长的“接力棒”，延续电线电缆行业的景气周期。
- 3) 市场认为公司未来三年复合增长 20%；我们认为公司通过产品结构升级，毛利率提升明显，未来三年复合增长达到 30%。

估值和目标价格

预计 10、11 年 EPS 分别为 0.98 元和 1.64 元，合理价格 45 元。目前价值低估，建议买入。

股价上涨的催化因素

- 1) 特高压建设全面展开，公司高端电缆产品在高端电缆市场中份额上升
- 2) 国网推广 ACCC 导线超预期

投资风险

- 1) 原材料价格波动风险
- 2) 特、超高压进程低于预期，造成高端电缆销售低于预期
- 3) 系统性风险

正文目录

1 输电设备龙头，高端装备腾飞.....	5
1.1 远东电缆：高端电缆龙头，新能源拉动增长	5
1.2 电缆行业整合，将由规模化或专业化龙头实现	5
1.3 募投项目：专业化龙头，再度腾飞	6
2 节能环保电缆，输电线路的革命	7
2.1 碳纤维复合导线，现有导线的革命性替代产品	7
2.2 国产化大幅降低成本，大规模推广条件成熟	9
2.3 节能环保电缆 2011 年贡献 EPS 0.18 元	9
3 高端网架建设，高端电缆制造商受益最大	9
3.1 十二五高端电网投资额同比增至 2.5 倍	9
3.2 高端输电市场发力，远东电缆成最大赢家	10
3.3 超高压电缆 2011 年贡献 EPS 0.14 元	11
4 电源结构调整，新能源电缆驶入蓝海	11
4.1 十二五风电、核电、太阳能装机总量同比增至 3.6 倍	11
4.2 新能源电缆 2011 年贡献 EPS 0.14 元	12
5 海洋、船运的复苏，拉动电缆产品需求	12
5.1 海洋工程和船舶工业迎来复苏	12
5.2 海工用缆和船缆 2011 年贡献 EPS 0.08 元	13
6 十二五高铁、轨交投资喷井，为电缆行业带来新机遇	13
6.1 城镇化需求加速十二五高铁、轨交投资	13
6.2 铁路用电缆 2011 年贡献 EPS 0.03 元	13
7 盈利预测及估值.....	13

图表目录

图表 1：2004~2009 年电线电缆行业销售收入复合增速 28%..... 5

图表 2：中国电力电缆市场分散度远高于欧美国家水平..... 6

图表 3：电缆行业龙头企业关键竞争要素..... 6

图表 4：三普药业募投项目分析..... 7

图表 5：ACCC 与 ACSR 对比图..... 8

图表 6：ACCC 与 ACSR 性能比较..... 8

图表 7：“220KV 闵行电厂-金都线”改造方案比较..... 8

图表 8：三普药业碳纤维导线成长路径..... 9

图表 9：特高压投资计算..... 10

图表 10：输电电缆市场容量计算..... 10

图表 11：特高压投资拆分：输电电缆与铁塔厂家受益最大..... 11

图表 12：十二五末电源结构拆分..... 11

1 输电设备龙头，高端装备腾飞

1.1 远东电缆：高端电缆龙头，新能源拉动增长

公司销售收入连续十年国内第一，2009 年全球第七，目标是 10 年内成为世界首位。公司目前产品定位高端，新能源特种电缆开始发力：

碳纤维复合导线：公司是碳纤维复合导线（ACCC）国内唯一生产商，目前产品已在国内 50 多条线路挂网运行，毛利率水平为 40%，远高于传统电缆产品。09 年贡献销售收入 4 亿以上，较之 08 年增长 250% 以上，一旦国网大力推广，该产品将迎来快速增长和巨大空间。预计未来 3 年保持 50% 的复合增速。

超高压电缆：公司拥有高至 500kV 的超高压电缆生产能力，受益于“电源深入负荷中心”的城市电网发展趋势。800 千伏直流向家坝到上海公司中标，这是世界第一条，反映公司在国网的地位和品牌认同度。特高压导线的工艺要求较高，该示范项目毛利率 34%，高于常规架空导线。国网大力发展特高压带来大量订单。公司定位高端电网市场，有利于规避分散竞争，保持较高的盈利能力。

新能源电缆：公司是国内风电电缆的最大供应商，占有 50% 的市场份额。金风科技、Vestas、Gamesa 等厂家均大量采购公司风电特种电缆。公司的核电特种电缆通过 E2、E3 级认证，并有来自秦山核电站的销售收入。光伏特种电缆已经开始生产。新能源特种电缆由于工艺要求严格，进入壁垒高，毛利率在 40% 以上。

1.2 电缆行业整合，将由规模化或专业化龙头实现

自 20 世纪 90 年代以来，我国的电线电缆制造业飞速发展，目前规模已居世界第 1 位，受益于我国经济的快速增长，国内电线电缆的需求始终保持较高水平，2004 - 2009 年复合增长率达到 28%。去除铜价因素后的 5 年复合增速 12%，高于全国同期 GDP 的增速。

未来 3 年，电网建设力度加大，高铁轨交加速投资，城镇化的继续以及其他细分领域的开拓，我们预计我国电线电缆行业发展速度将继续高于国民经济的发展速度，预计去除铜价因素后的复合增速在 10% 以上。

图表 1：2004~2009 年电线电缆行业销售收入复合增速 28%

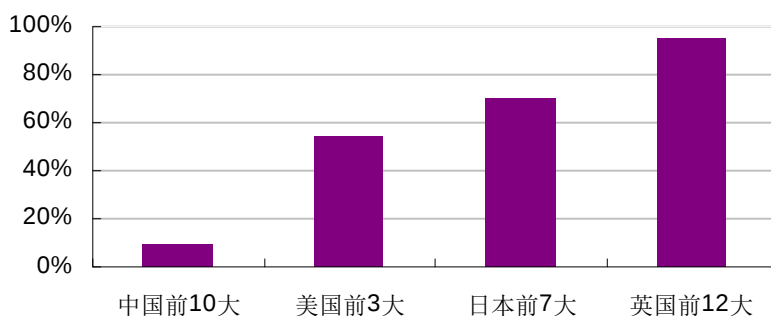


资料来源：国家统计局，光大证券研究所

我国电线电缆行业 15 家龙头企业的份额在 10% 上下波动。而发达国家

的电线电缆行业经过多年发展，特别是面对原材料价格波动，小企业逐渐退出市场，产业集中度大幅提高：

图表 2：中国电力电缆市场分散度远高于欧美国家水平



资料来源：光大证券研究所

相对于成熟市场的垄断竞争格局，我们认为国内市场存在整合需求。未来随着原材料价格的长期上涨，行业整合的趋势将会出现。原因是：

资金需求：电线电缆行业具有料重工轻的特点，对流动资金的规模和资金周转效率的要求较高；铜铝等主要原材料价格的上涨，使得中小企业流动资金规模难以满足新形势需要，更增加了企业资金管理的难度和套保的需求，管理水平落后的企业加速淘汰。

品牌和质量偏好：随着电网及建筑工程高端化大型化，市场对品质的偏好越来越强于对价格的偏好。而随着原材料价格上升，成本控制力弱的中小企业将被迫采取偷工减料和采用次品原料的手段竞争，质量下降。

电网三产剥离：过去供电系统内的销售渠道多被供电公司三产企业把持。但随着供电公司三产剥离和招标流程的透明化，这些企业失去渠道优势。招标形式逐步完善后，电网系统的采购渠道将向社会大厂集中。

图表 3：电缆行业龙头企业关键竞争要素

关键竞争要素	规模扩张路线	专业化营销路线
质量壁垒		定位高端或特种电缆
成本壁垒	规模经济、地域扩张	
营销和服务	整合营销服务网络	加强细分市场影响力

资料来源：光大证券研究所

如上文所述，中国的电缆龙头企业受益行业整合的大趋势将会获得扩张式发展的良机。根据市场竞争要素分析，我们认为可能的扩张路线有二：

规模扩张：从规模经济和范围经济中获得成本优势，生产更全系列的电线电缆产品，并将品牌和营销服务网络拓展至全国。

专业化营销：主要依靠生产特定产品的专业化优势，在特定的电缆细分市场中占据有利的竞争地位，享受高端细分市场带来的高盈利能力，并以此为基础开展规模和范围扩张。

1.3 募投项目：专业化龙头，再度腾飞

公司 2010 年 12 月底公布了非公开发行股票方案，拟对不超过 10 名的机构投资者发行 7200 万股股票，发行价格不低于 21.69 元/股，募集资金用于对各种高端电缆的投资，通过对增发项目进行了归纳，我们认为此次增发对于公司业绩有较大改善：

经济效益好：我们之前预测公司 2010 年销售收入为 107 亿元，此次增发项目达产后，预计为公司新增销售收入 48.16 亿元，收入增幅为 45%。而且增发项目全为高端电缆投资，将提升公司产品结构，大幅提升毛利率。

达产周期短：公司增发预案中显示，除铁路用电缆、海缆和船缆外，其余 3 个项目均为公司现有项目，即此次投资将是对原生产线的扩产，建设周期将大幅缩短。我们预计除智能电网超高压电缆、海缆及铁路用电缆建设周期为 1-1.5 年，其余项目建设周期都将为 1 年之内，即在 2011 年就可贡献业绩。

图表 4：三普药业募投项目分析

项目名称	项目投资总额（亿元）	项目基本情况	预计建设期	预计年均销售收入（亿元）
高强度节能环保型特种导线项目	4.12	年产高强度铝合金导线 5000 吨，耐热铝合金导线 5000 吨，耐热铝合金扩径导线 5000 吨，各种新型特种铝包钢单线 10000 吨、铝包钢芯铝绞线 15000 吨、实现碳纤维棒国产化	<1 年	11.82
智能电网超高压电缆项目	4.74	年生产 500kV 超高压交联电缆 50km，以及年生产 220kV、110kV 高压交联电缆 1850km	1-1.5 年	16.04
风电、核电与太阳能新能源用特种电缆项目	2.56	年产风力发电用电缆 4000km，核电站用电缆 2000km，太阳能光伏发电用电缆 1500km	<1 年	7.82
海洋工程及船舶用特种电缆项目	2.74	年产海洋工程用电缆 730km 和船用电缆 23400km	1-1.5 年	7.68
快速铁路用铜合金接触线项目	1.09	年生产各类铜合金接触线及与接触线配套使用的合金绞线（承力索）6800 吨	1-1.5 年	4.8
合计	15.25			48.16

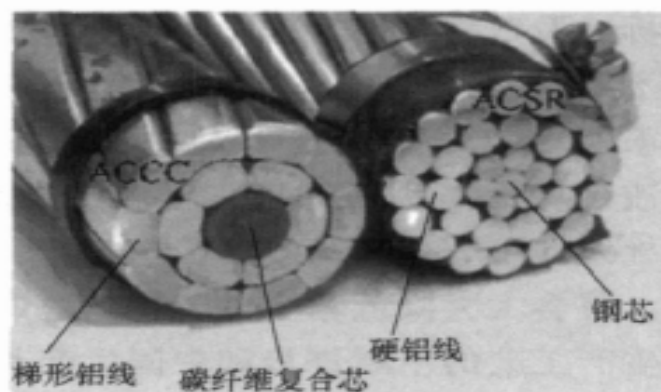
资料来源：公司公告，光大证券研究所

2 节能环保电缆，输电线路的革命

2.1 碳纤维复合导线，现有导线的革命性替代产品

ACCC 具备优良的物理性能：碳纤维电缆是传统钢芯铝绞线（裸导线）的替代产品，主要应用于 110kV ~ 220kV 线路。较之常规钢芯铝绞线（ACSR），ACCC 的铝截面积增加 29%，而单位长度重量轻 20%，因而在容许的悬垂度一定的情况下，采用 ACCC 可以极大提升线路传输能力，降低损耗。电网公司通过将大量普通导线更换为 ACCC 导线，可以不新增线路而实现电网扩容，大幅节约土地、塔架、工程成本，符合节能增效的政策方向。

图表 5: ACCC 与 ACSR 对比图



资料来源：光大证券研究所

图表 6: ACCC 与 ACSR 性能比较

性能	ACCC 与 ACSR 相比
强度	提高 30%
导电率	减少 6%输电线损
载流量	为其 2 倍
弛度	弧垂为其 1/10
重量	为其 60%-80%
寿命	为其 2 倍

资料来源：光大证券研究所

ACCC 具备经济性: ACCC 导线目前的市场价格是 ACSR 导线的 4-5 倍,但是在输电工程项目中,导线成本不到 20%,对项目整体的影响较小。我们分析了上海电网对于“220KV 闵行电厂-金都线”(全长 16.5KM)的改造方案,采用 ACCC 的更换方案,工程静态投资为 241 万/KM,采用 ACSR 的更换方案,因工程必须拆除原来的线路并重新建设新的线路铁塔,同时增加了塔基线路的征地面积,发生了前期征地及赔偿费用,单位造价高达 417 万元/km,后者的造价是前者的 1.73 倍。

图表 7: “220KV 闵行电厂-金都线”改造方案比较

项目名称	采用 ACCC 方案	采用 ACSR 方案
本体工程费(万)	3017.36	3544.86
编制年价差(万)	33.66	723.2
其他费用(万)	867.74	2603.37

基本预备费（万）	58.25	215.16
静态投资合计（万）	3977	6871.43
单位投资额（万/KM）	241	417

资料来源：《碳纤维复合芯（ACCC）导线在上海电网应用分析》、光大证券研究所

年均市场容量超 100 亿元：按照目前全国电网建设规模，年均新增 220KV 输电线路回路长度为 25 万公里，未来电网投资总量保持稳定，假设 25% 的线路采用碳纤维复合导线（ACCC），按照每公里 16 万元的造价，我们预计未来每年 ACCC 市场容量将达到 100 亿元。若考虑更新需求及 220KV 以上输电线路需求，年均市场容量将远超 100 亿元。

2.2 国产化大幅降低成本，大规模推广条件成熟

如图表 8 所示，远东控股经过三阶段的耕耘，即将迎来碳纤维复合导线收获的时节，碳纤维芯棒的国产化的完成将进一步提升该产品的盈利水平，为大规模推广扫除最后的障碍，我们预计十二五期间将是碳纤维复合导线大规模应用时期，三普药业作为该领域的垄断者，将会持续受益。

图表 8：三普药业碳纤维导线成长路径



资料来源：光大证券研究所

2.3 节能环保电缆 2011 年贡献 EPS 0.18 元

此次增发投产的节能环保电缆主要包括高强度铝合金导线，耐热铝合金导线，耐热铝合金扩径导线，各种新型特种铝包钢单线，铝包钢芯铝绞线，碳纤维导线。此类产品都为公司现有产品，因此我们认为该项目的建设周期将在 1 年以内，2011 年就可贡献利润。预计 2011 年，2012 年分别贡献 EPS 0.18 元，0.24 元。

3 高端网架建设，高端电缆制造商受益最大

3.1 十二五高端电网投资额同比增至 2.5 倍

十二五期间，特高压投资额超过 5000 亿元，我们认为超高压用于对特高压的配套，投资额并不会同比减少，所以特高压的投资完全是一个增量。我们预计十二五期间，全国电网投资总额将达到 2.5 万亿，其中高端电

网（特高压和超高压）投资约为 7500 亿元左右，是十一五高端电网投资的 2.5 倍，其增长完全由特高压投资贡献。

图表 9：特高压投资计算

	十一五	十二五
变电站数量（座）	2	48
单位变电站成本（亿元/座）	11.8	11.8
变电站投资（亿元）	24	568
输电线路长度（公里）	638	38362
单位输电成本（百万/公里）	4.1	6
输电线路投资（亿元）	26	2302
交流特高压总投资（亿元）	50	2870
换流站数量（座）	4	24
单位换流站成本（亿元/座）	39.3	39.3
换流站投资（亿元）	157	944
输电线路长度（公里）	3273	16000
单位输电成本（百万/公里）	5	8
输电线路投资（亿元）	163.65	1280
直流特高压总投资（亿元）	321	2224
特高压总投资（亿元）	371	5094
未来 5 年复合增速	36%	

资料来源：国家电网，光大证券研究所

3.2 高端输电市场发力，远东电缆成最大赢家

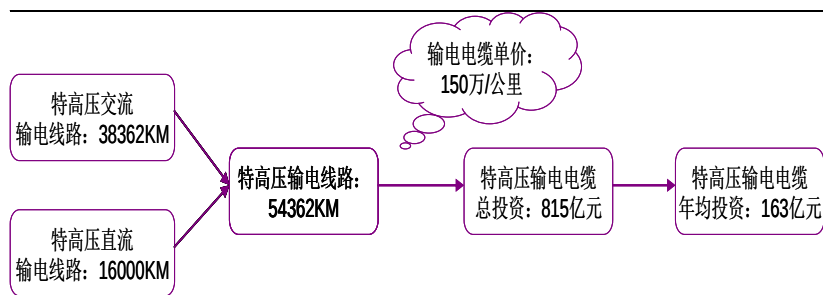
高端电网建设的投资在未来 5 年必将出现井喷，其重心和增量，将体现在特高压环节。而这个环节相对于整体电力设备行业，竞争壁垒、盈利水平显著占优。特高压网架投资的井喷，将促进输配电龙头企业业绩爆发。

特高压建设投资可分为：变电工程投资、输电工程投资。根据我们的计算，十二五期间特高压变电工程投资总额约为 1512 亿元，占比 29%；输电工程投资总额为 3582 亿元，占比 71%。

结合国网“晋东南-荆门交流特高压示范工程”和“向家坝-上海直流特高压示范工程”的投资细分，我们对特高压输电工程项目进行拆分，输电电缆、铁塔、绝缘子、串补及其他柔性输电设备投资占比分别为 23%、16%、3%、3%，从总量来看，输电电缆与铁塔厂家受益最大。

我们预计示范工程之后的交流特高压和直流特高压将采用同塔并架双回输电线路来替代示范工程的单回输电线路，以达到节省成本的目的，实施后输电电缆造价将由之前的 76 万元/公里上升到 150 万元/公里。十二五期间共建设输电线路 54362 公里，我们测算输电电缆总投资将为 815 亿元，年均投资 163 亿元。

图表 10：输电电缆市场容量计算



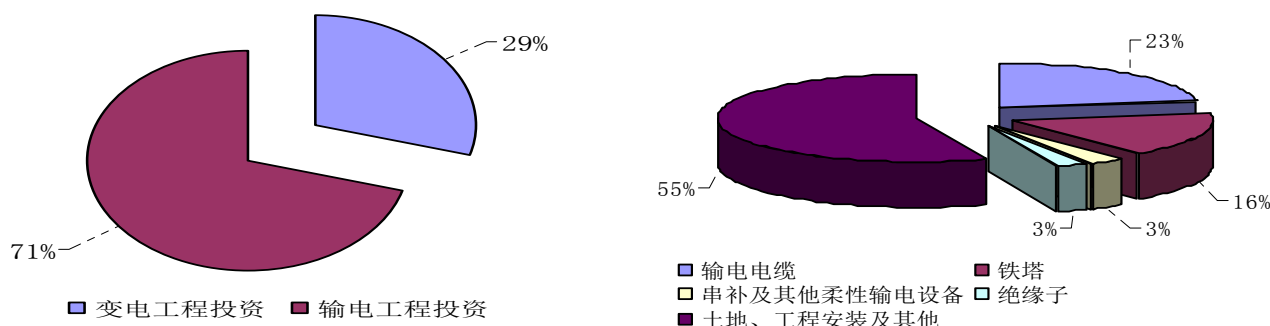
资料来源：国家电网，光大证券研究所

特高压在全国电网中举足轻重的地位决定了特高压必须将安全性与稳定性放在首位，特高压示范工程的国产化率超过 90%，特高压投资的受益者将主要集中于国内龙头。目前全国具备超高压电缆生产能力的企业有 10 家左右，我们预计三普药业凭借自身的品牌优势、技术优势、先发优势将获得 15% 的市场份额。

3.3 超高压电缆 2011 年贡献 EPS 0.14 元

由于超高压电缆项目的投资规模较大，我们预计 2011 年将投产 60%，完全达产时间将在 2012 年。考虑到此类产品的高毛利率，预计 2011 年、2012 年分别贡献 EPS 0.14 元、0.22 元。

图表 11：特高压投资拆分：输电电缆与铁塔厂家受益最大



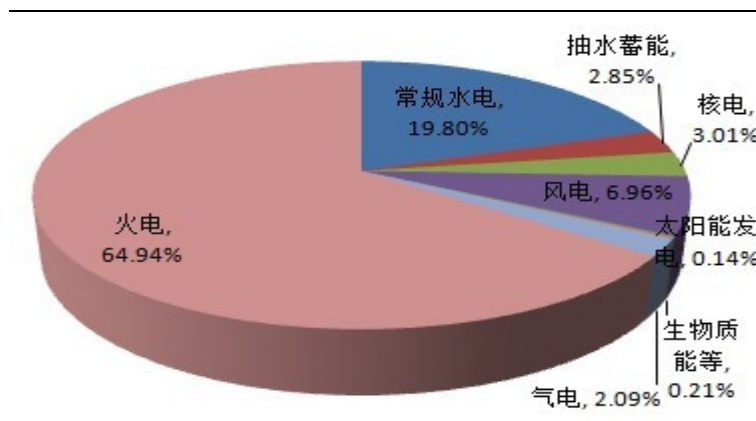
资料来源：国家电网，光大证券研究所

4 电源结构调整，新能源电缆驶入蓝海

4.1 十二五风电、核电、太阳能装机总量同比增至 3.6 倍

中电联披露的电力工业十二五规划中，到十二五末风电、核电及太阳能装机容量将达到 1.45 亿千瓦左右，占总装机容量比例将超过 10%，是十一末装机量的 3.6 倍。

图表 12：十二五末电源结构拆分



资料来源：中电联，光大证券研究所

风电电缆：按照我们之前的预测，十二五期间风电装机容量将新增 7000 万千瓦，年均增加 1400 万千瓦。按照 1MW 风机约需用电力电缆 0.5km、控制电缆 2km、电源电缆 2km 计算，每年需电力电缆 0.7 万 km，控制电缆和电源电缆各为 2.8 万 km，风电电缆共需 6.3 万 km。

由于风力发电的环境恶劣，风机使用年限较长，且电缆随风机不断旋转等特点，对电缆的性能要求较高，目前大量依赖进口，国内只有少数企业具备生产能力。此次增发将使公司在该领域继续扩大领先优势。

核电电缆：按照我们之前的预测，十二五期间核电装机容量将新增 3000 万千瓦，年均增加 600 万千瓦，按照每百万千瓦装机容量需要电缆近 3000km 计算，每年核电电缆需求量为 1.8 万 km。

由于核电电缆需要具备较长的使用寿命和很高的运行可靠性，国内仅有 11 家企业被批准可进行核级电缆的生产。巨大的市场需求以及较高的行业壁垒将锁定公司该项业务高成长、高盈利。

太阳能电缆：根据十二五规划，到 2015 年太阳能装机容量将达到 200 万千瓦。随着中国光伏推广的超预期，我们预计到 2015 年超过目前的规划将是大概率事件，太阳能电缆的市场空间将是极为巨大的。

公司太阳能电缆主要用于光伏组件以及光伏发电系统，由于该电缆不仅要求高的物理性能，还应具备环保性能，技术含量较高，目前也仅有国内少数几家企业进行生产。

4.2 新能源电缆 2011 年贡献 EPS 0.14 元

由于公司新能源电缆项目为已有项目，此次增发属于对现有生产线进行扩产，我们认为 2011 年该增发项目就能贡献业绩，由于新能源项目的毛利率水平大大高于传统电缆业绩，我们预测该项目可为公司增加 EPS0.14 元。

5 海洋、船运的复苏，拉动电缆产品需求

5.1 海洋工程和船舶工业迎来复苏

海洋工程特种电缆主要用于海洋石油钻井平台、浮式生产设施及海洋平

台辅助船舶和施工船舶。我们预计未来十年我国新建海洋工程所需电缆的年需求量约为 7000~8000km，加上亚洲市场的部分需求，未来十年海洋工程电缆年均需求量为 1 万 km 左右。

随着全球经济的好转，船舶工业迅速复苏，我国造船业按照保守估计 15% 的平均增速，本土船用电缆平均装船率达到 80% 计算，到 2015 年，船用电缆的年需求量将达到 20.9 万 km，加上军工舰船的需求量，预计到 2015 年，我国船用电缆的年需求量约为 25 万 km。

5.2 海工用缆和船缆 2011 年贡献 EPS 0.08 元

由于本项目为新建项目，我们预计建设周期为 1.5 年左右，2011 年将投产 60%，完全达产时间将在 2012 年中旬。我们预测 2011 年，2012 年分别贡献 EPS 0.08 元、0.13 元。

6 十二五高铁、轨交投资喷井，为电缆行业带来新机遇

6.1 城镇化需求加速十二五高铁、轨交投资

高速铁路：在“十二五”期间，我国要新增快速铁路网约 2 万 km，平均每年约 4000km，按一半单线一半复线计算，每公里约 4.8km 接触线时，约需接触线 1.92 万 km，约重 20700t，承力索约重 16300t。再加上现有线路维修，至少每年有 5000t 的需求量，共需接触线 25700t，承力索 21000t。

轨道交通：目前仅京沪广深等特大城市在“十二五”期间规划的地铁和轻轨里程就达 1000km，考虑到很多省会城市和二线城市都在积极规划，“十二五”期间城市轨道交通的总建设里程可能远超 2500km 年均修建轨道 500km 左右，按照每公里轨道约需 6km 接触线计算，则约需接触线 3000km，约重 3250t，承力索约重 2500t。

综上所述，快速铁路用接触线的年需求量约为 28950t，承力索的年需求量约为 23500t。

6.2 铁路用电缆 2011 年贡献 EPS 0.03 元

此项目投产主要产品为铜银合金接触线、铜锡合金接触线、铜镁合金接触线、铜镁合金绞线。由于本项目为新建项目，我们预计建设周期为 1.5 年左右，2011 年将投产 60%，完全达产时间将在 2012 年中旬。我们预测 2011 年，2012 年分别贡献 EPS 0.03 元、0.07 元。

7 盈利预测及估值

我们预测公司 2010 年电缆业务实现销售收入超过百亿，达 107 亿元，净利润 4.18 亿元，净利润率为 4% 左右；随着 2011 年公司募投项目的投产，公司产品结构升级显著，我们预计公司 2011 年电缆业务销售收入为 145 亿元，净利润率将高于 2010 年水平，达到 5.2%，对应的净利润为 7.51 亿元。未来三年收入复合增速为 30%。

我们预测公司 2010 至 2012 年每股收益分别为 0.98 元，1.64 元，2.01 元，对应市盈率分别为 25.7、15.6、12.9；每股销售收入分别为 25.16 元、33.86 元、41.45 元，对应市销率分别为 1、0.76、0.55。

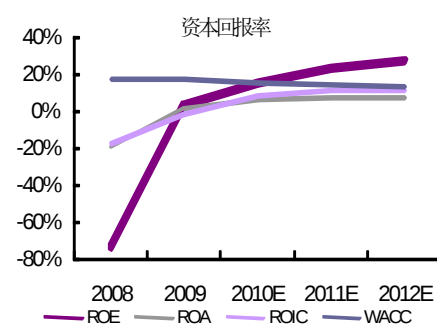
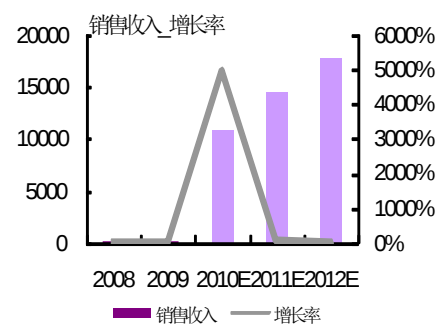
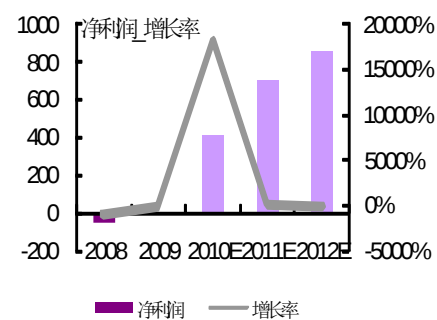
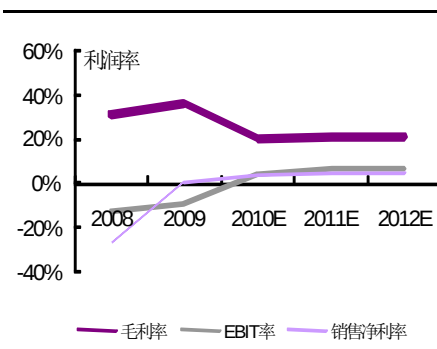
我们选取电缆行业上市公司的市盈率及市销率进行对比，可以看到 2011 年电缆行业平均市盈率为 30 倍，平均市销率为 2.5 倍。结合行业估值水

平及公司的成长性，我们认为给予公司 2011 年 30 倍市盈率较为合理，目前价值低估，考虑到增发后的股本摊薄效应，我们给予二级市场合理价格为 45 元，目标空间 80%。

相对估值表

证券 名称	当前 股价	总股本 (百万)	总市值 (亿元)	每股收益(元)		市盈率		每股销售收入(元)		市销率	
				10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E
太阳电缆	20.28	201	40.8	0.70	0.94	29.1	21.6	10.53	13.78	1.9	1.5
南洋股份	22.60	255	57.7	0.67	0.80	33.7	28.1	6.71	8.05	3.4	2.8
万马电缆	15.24	400	61.0	0.30	0.37	51.4	41.4	4.28	5.59	3.6	2.7
宝胜股份	21.22	156	33.1	0.84	0.97	25.3	21.8	33.81	38.89	0.6	0.55
汉缆股份	44.87	470	210.9	0.95	1.15	47.1	39.0	7.05	8.79	6.4	5.1
平均值	-			-	-	37.3	30.4			3.2	2.5
本公司	25.69	427	109.7	0.98	1.64	25.7	15.6	25.16	33.86	1	0.76

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	208	212	10,744	14,461	17,708
营业成本	143	134	8,537	11,309	13,931
折旧和摊销	4	-1	12	14	15
营业税费	2	-2	32	72	71
销售费用	59	70	1,279	1,793	2,125
管理费用	16	16	161	231	266
财务费用	7	7	81	200	284
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0
营业利润	-32	-26	441	778	963
利润总额	-56	12	492	827	1,010
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-56.45	2.28	418.23	702.57	858.83

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	276	306	7,360	9,879	12,097
流动资产	169	211	7,246	9,729	11,932
货币资金	51	43	1,934	2,603	3,188
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	67	102	2,783	3,745	4,586
应收票据	1	1	193	260	319
其他应收款	6	13	945	1,273	1,558
存货	41	47	1,263	1,678	2,072
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	14	9	9	9	9
固定资产	70	66	94	122	134
无形资产	4	1	1	1	1
总负债	198	229	4,655	6,889	8,951
无息负债	94	143	1,728	2,308	2,824
有息负债	104	86	2,927	4,581	6,127
股东权益	78	76	2,705	2,989	3,146
股本	120	120	427	427	427
公积金	3	0	1,966	2,071	2,200
未分配利润	-47	-45	311	489	517
少数股东权益	2	1	1	1	1

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	25	-33	-3,043	-318	56
净利润	-56	2	418	703	859
折旧摊销	4	-1	12	14	15
净营运资金增加	-59	2	5,455	1,902	1,687
其他	137	-37	-8,928	-2,936	-2,505
投资活动产生现金流	4	49	-37	-50	-30
净资本支出	-4	-1	50	50	30
长期投资变化	14	9	0	0	0
其他资产变化	-6	40	-87	-100	-60
融资活动现金流	-20	-15	4,971	1,037	559
股本变化	0	0	307	0	0
债务净变化	-8	-18	2,841	1,654	1,546
无息负债变化	30	49	1,584	581	516
净现金流	10	0	1,891	669	585

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	17.92%	2.07%	4966.16%	34.59%	22.46%
净利润增长率	-963.81%	-104.05%	18210.11%	67.99%	22.24%
EBITDA 增长率	-346.81%	-10.96%	-2824.06%	85.54%	27.44%
EBIT 增长率	-435.57%	-27.75%	-2915.24%	87.16%	27.67%
	-	-	-	-	-
估值指标					
PE	-195	4,807	26	16	13
PB	145	146	4	4	3
EV/EBITDA	-143	-160	26	16	14
EV/EBIT	-123	-170	27	16	14
EV/NOPLAT	-122	-1,032	31	19	16
EV/Sales	15	15	1	1	1
EV/IC	22	23	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	31.34%	36.84%	20.54%	21.80%	21.33%
EBITDA 率	-10.60%	-9.24%	4.97%	6.85%	7.13%
EBIT 率	-12.35%	-8.74%	4.86%	6.76%	7.04%
税前净利润率	-26.99%	5.76%	4.58%	5.72%	5.71%
税后净利润率 (归属母公司)	-27.17%	1.08%	3.89%	4.86%	4.85%
ROA	-20.48%	0.66%	5.68%	7.11%	7.10%
ROE (归属母公司) (摊薄)	-74.40%	3.04%	15.47%	23.51%	27.31%
经营性 ROIC	-18.46%	-2.25%	7.89%	10.98%	11.45%
偿债能力					
流动比率	0.90	0.92	1.56	1.41	1.33
速动比率	67.61%	71.49%	128.56%	116.86%	110.16%
归属母公司权益/有息债务	0.73	0.87	0.92	0.65	0.51
有形资产/有息债务	2.56	3.48	2.51	2.16	1.97
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	-0.13	0.01	0.98	1.64	2.01
每股红利	0.00	0.00	0.98	1.64	2.01
每股经营现金流	0.06	-0.08	-7.12	-0.74	0.13
每股自由现金流(FCFF)	0.12	0.02	-11.31	-2.41	-1.34
每股净资产	0.18	0.18	6.33	6.99	7.36
每股销售收入	0.49	0.50	25.14	33.83	41.43

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

袁瑶，上海财经大学硕士学位。2008 年加入光大证券研究所，先后从事策略、金融工程和行业研究。现任电力设备及新能源行业分析师。

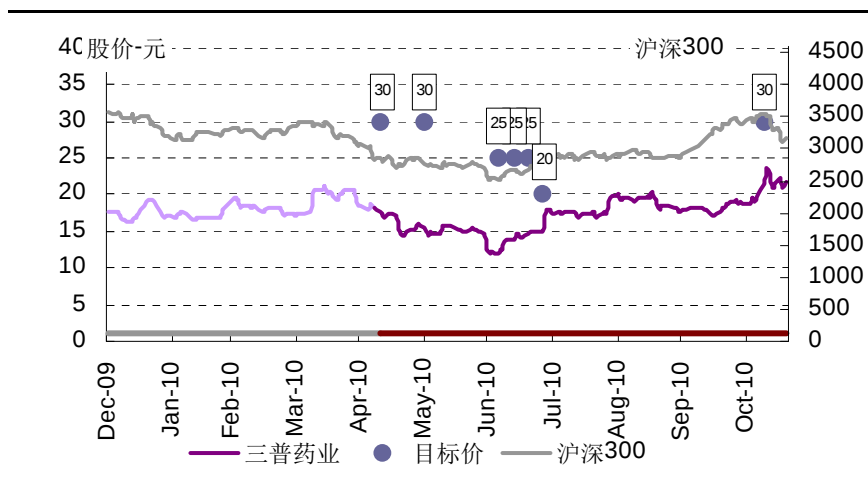
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

三普药业（600869）

分析师：袁瑶



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2010-05-10	18.25	30.00	买入
2010-05-31	16.06	30.00	买入
2010-07-05	12.17	25.00	买入
2010-07-12	13.76	25.00	买入
2010-07-19	14.17	25.00	买入
2010-07-26	14.89	20.00	买入
2010-11-08	19.99	30.00	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。