

分析师： 陈志坚 (8627)65799506 chenzj@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120018

联系人： 胡路 (8627) 65799506 hulu@cjsc.com.cn

中天科技 2010 年年报点评

事件描述

中天科技公布了其 2010 年年度报告，主要经营指标如下表所示：

表 1：中天科技 2010 年年度报告主要经营指标（元）

	2009Y	2010Y	YOY
营业收入	3,725,236,522.35	4,346,955,497.06	16.69%
利润总额	473,695,745.95	542,138,217.17	14.45%
归属于上市公司股东的净利润	337,091,375.72	436,916,337.79	29.61%
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益净利润	326,001,066.19	381,395,713.50	16.99%
经营活动产生的现金流量净额	328,195,484.30	22,538,255.86	-93.13%
全面摊薄每股收益	1.05	1.36	29.61%

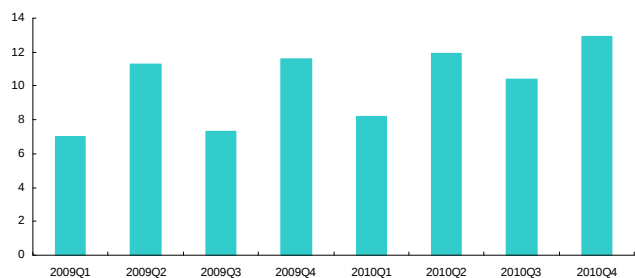
资料来源：公司公告，长江证券研究部

事件评论

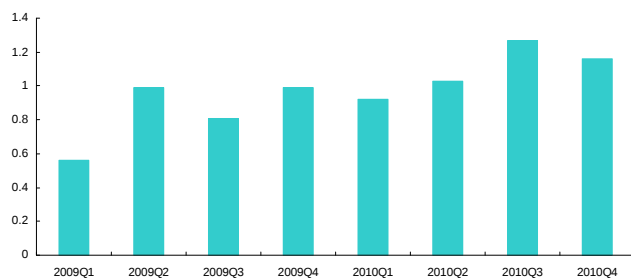
第一，受益于行业的持续发展，公司营收维持较快增长

2010 年全年，公司实现营业收入 43.46 亿元，较去年同期增长 16.69%；实现归属上市公司股东净利润 4.37 亿元，较去年同期增长 29.61%；扣除非经常性损益后的净利润为 3.81 亿元，同比增幅为 16.99%。全面摊薄每股收益为 1.36 元。

可以看到，公司 2010 年业绩保持了较快增长，而光纤光缆与电力电缆产品轮番成为公司业绩增长的主要驱动因素。从分季度的表现来看，公司在 2010 年下半年尤其是第四季度有营收放缓的趋势，其中第四季度的净利润甚至出现环比下滑，这一现象是光纤光缆集采价格下降后所带来的必然影响。

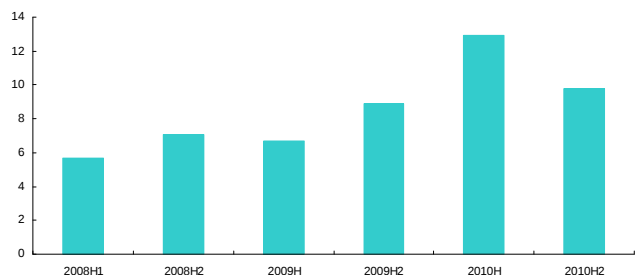
图 1: 公司分季度营业收入情况 (亿元)


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

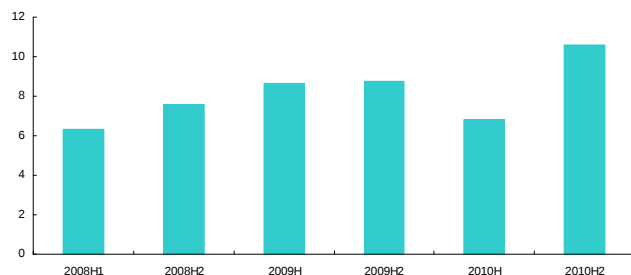
图 2: 公司分季度净利润情况 (亿元)


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

分产品的情况来看, 我们可以清楚的看到光纤光缆产品收入在 2010 年下半年出现较明显的下滑, 充分反映了对价格的弹性。而电力电缆产品收入在 2010 年下半年的较快增长则保障了公司整体收入的较快增长。

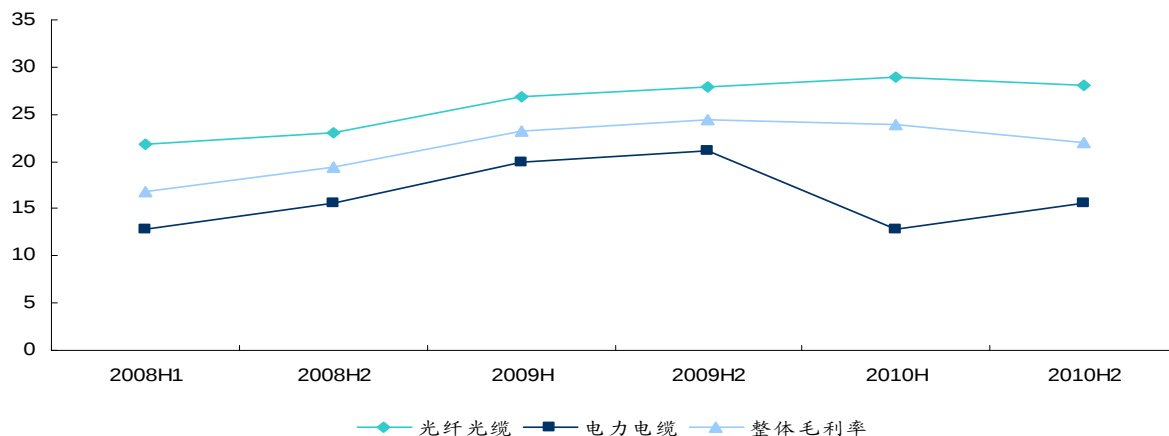
图 3: 光纤光缆半年收入情况一览 (亿元)


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 4: 电力电缆半年收入情况一览 (亿元)


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

与收入的变化趋势相同, 光纤光缆产品的毛利率也呈现较明显的下降之势, 从而使整体毛利率小幅下降。

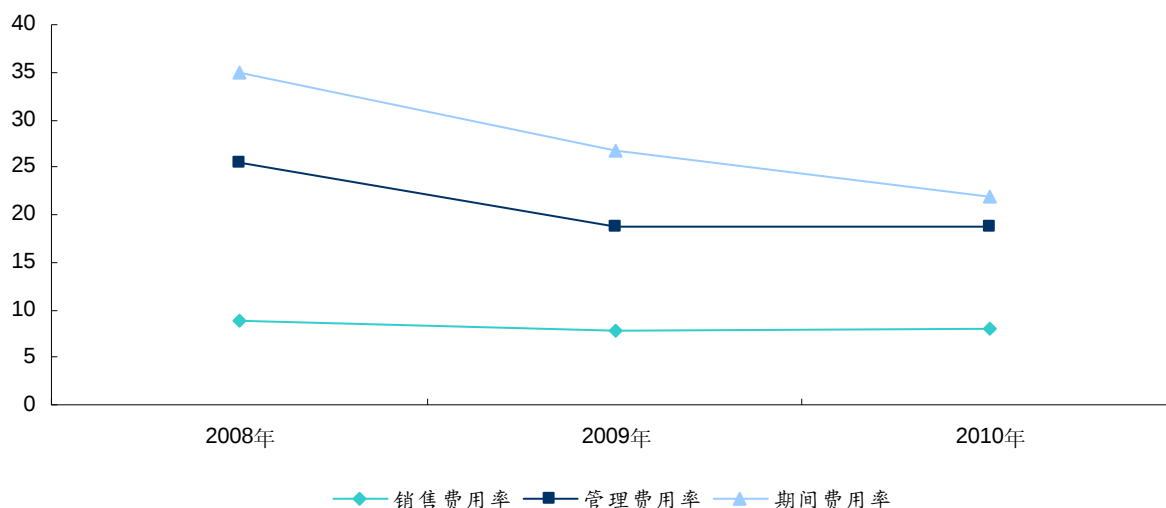
图 5: 公司各项期间费用占营业收入比重的变化情况 (%)


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第二，成本费用控制出色，期间费用率持续下降

我们注意到，虽然 2010 年收入出现了较快增长，但公司总体的期间费用率却呈现下降之势，这也显示了公司在成本控制方面取得的积极成效。具体来说，销售费用占营业收入比重相比 2009 年降低 1 个百分点达到 6.37%，而管理费用则略微下降至 2.93%。总体期间费用率相比 2009 年也略微下降 0.67 个百分点达到 10.61%。

图 6：公司各项期间费用占营业收入比重的变化情况（%）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，2011 年光纤光缆总体行业需求稳定上行，预制棒投产将提升光纤光缆产品盈利能力

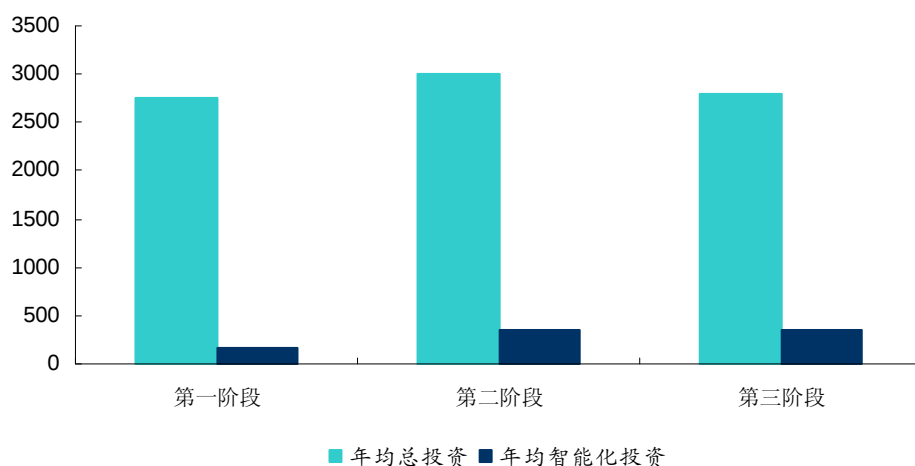
我们认为，受到 FTTH 超预期发展的驱动 2011 年中国光纤光缆总的行业需求会继续维持稳定增长。从整个电信运营发展的趋势来看，宽带化进程加速不可避免。经过大规模的 3G 网络建设，无线网络的宽带化进程基本告一段落，而有线网络的宽带化则会之后的建设重点。因此，我们可以看到，自 2010 年中开始有线网络的宽带化建设如火如荼，而中国电信等运营商的 FTTH 超预期建设则将有线宽带建设推向高潮。而我们判断，中国的有线宽带网络的高强度建设仍将持续 3 年左右，这也将保证光纤光缆行业总的需求规模呈现出稳定上行之势。

虽然由于产能过快扩张导致的整个行业供大于求的格局在 2011 年仍然不会发生改变，但我们认为后续的光纤光缆价格下行压力会比较有限。另一方面，公司冀望通过实现光纤预制棒自主生产向产业链上游延伸，这将在长期内提升光纤光缆产品的盈利能力，提高其在行业内的竞争力。

第四，智能电网建设逐渐提速，公司 OPLC 等线缆产品迎来良好发展机遇

以国家电网公司为代表的电网运营商一直希望通过智能电网建设来重构适应新时代需求的电力网络体系，而作为智能电网信息系统的重要组成部分，电力专用通信网络也将随着智能电网的不断深入推进而得到大力发展。

图 7：电网年均总投资及年均智能化投资机会（亿元）



资料来源：长江证券研究部

从整个电力通信网络的构成来看，电力“光纤到户”是未来的发展方向及重点，而 OPLC 则是电力接入网的主要传输材料，因此，随着智能电网建设的逐步提速，OPLC 产品需求将快速增长。而公司作为国内为数不多的具备 OPLC 产品提供能力的厂商，必然会从中充分受益。

第五，盈利预测与估值

在光纤光缆及电力电缆产品的双轮驱动下，我们预计公司在 2011 年业绩仍将稳步增长。我们看好公司的长期发展，预计公司 2011 年、2012 年和 2013 年的全面摊薄 EPS 分别为 1.60 元、1.86 元和 2.14 元，并给予公司“谨慎推荐”的评级。

附：财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4347	5036	5883	6821	货币资金	516	504	588	682
营业成本	3386	3900	4582	5334	交易性金融资产	29	29	29	29
毛利	961	1136	1302	1486	应收账款	1519	1716	2005	2324
% 营业收入	22.1%	22.6%	22.1%	21.8%	存货	983	1064	1250	1456
营业税金及附加	13	15	18	21	预付账款	205	233	274	319
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	65	66	77	89
销售费用	277	302	353	409	流动资产合计	3330	3637	4253	4933
% 营业收入	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	128	136	159	184	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.9%	2.7%	2.7%	2.7%	长期股权投资	56	56	56	56
财务费用	57	58	46	36	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.3%	1.2%	0.8%	0.5%	固定资产合计	1166	1123	1079	1037
资产减值损失	15	0	0	0	无形资产	142	135	128	122
公允价值变动收益	-1	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	52	0	0	0	递延所得税资产	37	0	0	0
营业利润	522	625	726	836	其他非流动资产	4	4	4	4
% 营业收入	12.0%	12.4%	12.3%	12.3%	资产总计	4735	4955	5519	6152
营业外收支	20	0	0	0	短期贷款	1015	663	473	246
利润总额	542	625	726	836	应付款项	789	862	1012	1178
% 营业收入	12.5%	12.4%	12.3%	12.3%	预收账款	93	101	118	136
所得税费用	83	87	102	117	应付职工薪酬	41	39	46	53
净利润	459	537	625	719	应交税费	2	2	2	3
归属于母公司所有者的净利润	436.9	512.1	595.5	685.6	其他流动负债	225	259	305	354
少数股东损益	22	25	29	33	流动负债合计	2165	1926	1955	1971
EPS (元/股)	1.36	1.60	1.86	2.14	长期借款	401	401	401	401
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	1	0	0	0
经营活动现金流净额	23	535	479	537	其他非流动负债	47	47	47	47
取得投资收益收回现金	14	0	0	0	负债合计	2614	2374	2403	2420
长期股权投资	-55	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1964	2399	2905	3488
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	157	182	211	244
固定资产投资	-545	-60	-69	-78	股东权益	2121	2581	3116	3732
其他	12	0	0	0	负债及股东权益	4735	4955	5519	6152
投资活动现金流净额	-588	-60	-69	-78	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.362	1.596	1.856	2.137
股权融资	2	0	0	0	BVPS	6.12	7.48	9.06	10.87
银行贷款增加 (减少)	416	-352	-190	-226	PE	21.11	18.01	15.49	13.45
筹资成本	158	-135	-135	-139	PEG	1.30	1.11	0.96	0.83
其他	-316	0	0	0	PB	4.70	3.84	3.17	2.64
筹资活动现金流净额	260	-487	-325	-365	EV/EBITDA	14.90	12.33	10.66	9.21
现金净流量	-305	-12	85	94	ROE	22.2%	21.3%	20.5%	19.7%

分析师介绍

陈志坚，清华大学工商管理硕士，华中理工大学通信工程学士，从事 TMT 行业研究。
胡路，北京邮电大学信息管理与信息系统硕士，北京邮电大学通信工程学士，从事 TMT 行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。