

通信传输设备

署名人: 王鹏

S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 齐宁

执业证书编号: S0960111010004

0755-82026841

qining@cjis.cn

6-12 个月目标价: 32.00 元

当前股价: 23.56 元

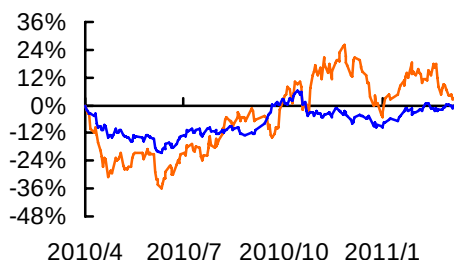
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3010.52
总股本(百万)	321
流通股本(百万)	321
流通市值(亿)	76
EPS (TTM)	1.30
每股净资产(元)	6.61
资产负债率	55.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中天科技	-14.45	-8.86	-5.91
上证综合指数	3.13	10.87	1.19



相关报告

《中天科技-预制棒货源负面影响有限, 光缆集采价格将超预期。》2011-4-8
《中天科技-业绩超预期, 中移动传输 CAPEX 下降被误读带来投资良机》
《中天科技-新产品新区域, 稳健扩张打开线缆全系列产品发展蓝图》2011-3-10

中天科技

600522

强烈推荐

毛利下滑导致业绩低于预期, 不改公司中长期前景

事件: 公司公布1季报, 实现营业收入91000万元, 同比增长11%; 实现净利润7311.59万元, 同比减少20%。实现每股EPS 0.23元。同时中天集团于2011 年4 月25 日、26 日增持3,245,590 股, 约占本公司已发行总股份的1.01%。公司计划于在未来12 个月内以自身名义继续增持, 累计增持比例不超过已发行总股份的4.14%。

点评及投资要点:

■ **业绩下滑源于光电产品毛利下降及房地产业务退出。**公司业绩下滑源于毛利受压: 一季度综合毛利率约 20%, 同比下降 6 个百分点。导致毛利下滑的主因有三: 一、占公司净利润 10%的高毛利房地产业务在 2010 年下半年全面退出; 二、去年 1 季度光纤招标价使用 2009 年 85 元/芯公里高价, 而今年 1 季度则使用去年下半年 73 元/芯公里低价, 价格下滑打击毛利, 下滑约 2 个百分点至 27%; 三、受通胀因素影响有色金属原材料价格自去年下半年上涨, 电缆产品成本上升明显, 毛利下滑约 6 个百分点至 15%。若剔除房地产业务, 公司实际净利润下降约 10%。

■ **电缆业务仍有超预期增长可能。**今年国家电网改变招标规则, 打破单厂商份额不能超过 30%的界限。如果按照公司在 ADSS、OPPC 等产品领域市场份额第一来考虑, 公司 2011 年有望在电缆产品领域获得突破进展, 在普通导线和特种导线领域实现收入翻番。同时, 考虑到国际宏观调控紧缩通道, 通胀势头将得到有效遏制, 因此有色金属价格继续大幅上涨的可能性不大, 公司毛利有望维持在 2010 年下半年的水平上。

■ **光缆业务增长并非希望尽失。**由于日本地震的影响, 上游进口预制棒供应偏紧, 因此造成 2011 年年初联通光纤招标价维持在 71 元/芯公里的高位。在日本光棒供应商生产迟迟不能恢复的情况下, 这一趋势仍将延续。公司与武汉长飞具有稳定的长期合作协议, 并将在 2011 年实现 30%的光棒自给, 因此上游光棒供应具有稳定保障。我们认为公司光纤光缆毛利继续下行的空间不大, 将保持在去年下半年的水平。此外, 由于国内 FTTX 建设的加速以及 CAPEX 的追加, 2011 年整体光纤市场需求仍将保持约 20%的增速。综合来看光缆业务仍将保持增长。

■ **大股东增持显示对未来长期发展看好。**公司集团推出“辛亥百年计划”: 全集团收入从 2010 年 80 亿增长到 100 亿。同时, “十二五”期间努力用 3 年时间实现业绩翻番。此次增持显示公司管理层对其发展长期看好, 未来前景光明。

■ **盈利预测与估值。**我们根据公司的一季报及各业务群毛利情况相应下调盈利预测。预计公司 2011-2013 年 EPS 为 1.55 元、1.92 元、2.29 元。目标价看至 32 元。公司当前股价已经跌至价值区间, 维持“强烈推荐”评级。

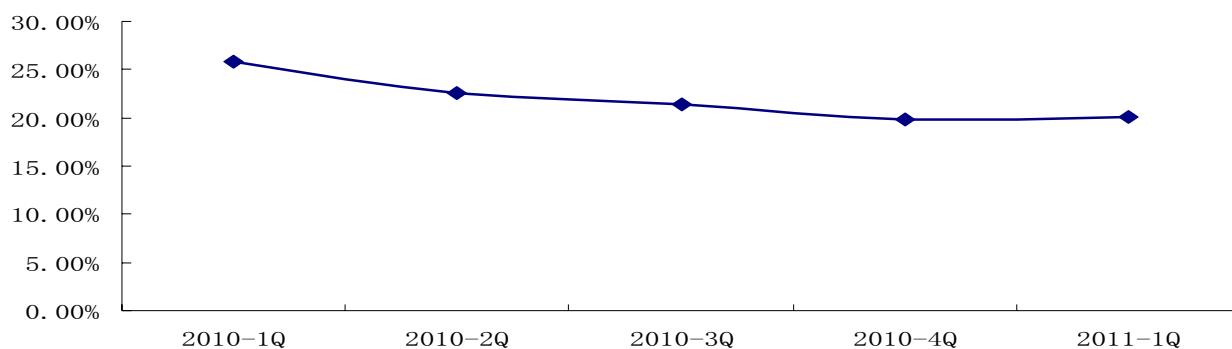
■ **风险提示:** 上游原材料涨价超预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4347	6557	7822	8582
同比(%)	17%	51%	19%	10%
归属母公司净利润(百万元)	437	496	605	769
同比(%)	30%	14%	22%	27%
毛利率(%)	22.1%	21.1%	21.6%	22.1%
ROE(%)	22.2%	20.2%	19.7%	20.1%
每股收益(元)	1.36	1.55	1.88	2.40
P/E	21.04	18.54	15.20	11.95
P/B	4.68	3.74	3.00	2.40
EV/EBITDA	15	12	10	8

资料来源: 中投证券研究所

图 1 中天科技毛利率变化图



资料来源：中投证券研究所

表 1 盈利预测关键假设

		2010	2011E	2012E	2013E
光缆	业务收入(百万元)	2269	2891	3406	3960
	毛利率	28.1%	27%	26%	25%
射频电缆	业务收入(百万元)	512.4	512.4	640.5	768.6
	毛利率	11.47%	11%	11%	11%
电力导线	业务收入(百万元)	1375	2750	4110	4730
	毛利率	15.57%	15%	15%	15%
海缆	业务收入(百万元)	200	300	400	500
	毛利率	30%	30%	30%	30%
预制棒	业务收入(百万元)		104	208	260
	毛利率		45%	48%	50%

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3330	4682	5456	5913	营业收入	4347	6557	7822	8582
现金	516	563	547	552	营业成本	3386	5171	6132	6684
应收账款	1456	2000	2464	2675	营业税金及附加	13	37	42	44
其它应收款	62	111	125	140	营业费用	277	438	515	568
预付账款	205	313	371	404	管理费用	128	206	245	269
存货	983	1645	1893	2085	财务费用	57	105	156	144
其他	108	51	55	58	资产减值损失	15	13	14	14
非流动资产	1405	1688	1852	1985	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	56	375	375	375	投资净收益	52	0	-5	52
固定资产	982	955	1077	1148	营业利润	522	588	714	911
无形资产	142	228	314	400	营业外收入	26	36	44	51
其他	225	131	86	62	营业外支出	6	8	8	8
资产总计	4735	6370	7308	7898	利润总额	542	615	750	954
流动负债	2165	3296	3596	3380	所得税	83	95	115	147
短期借款	1012	1677	1725	1362	净利润	459	521	635	808
应付账款	682	961	1172	1266	少数股东损益	22	25	30	39
其他	472	658	699	752	归属母公司净利润	437	496	605	769
非流动负债	449	432	435	434	EBITDA	679	814	1011	1226
长期借款	401	401	401	401	EPS (元)	1.36	1.55	1.88	2.40
其他	48	32	34	33	主要财务比率				
负债合计	2614	3729	4031	3814	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	157	182	212	251	成长能力				
股本	321	321	321	321	营业收入	16.7%	50.8%	19.3%	9.7%
资本公积	580	580	580	580	营业利润	13.6%	12.6%	21.5%	27.6%
留存收益	1063	1559	2164	2933	归属于母公司净利润	29.6%	13.5%	21.9%	27.2%
归属母公司股东权益	1964	2460	3064	3834	获利能力				
负债和股东权益	4735	6370	7308	7898	毛利率	22.1%	21.1%	21.6%	22.1%
现金流量表					净利率	10.1%	7.6%	7.7%	9.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	22.2%	20.2%	19.7%	20.1%
经营活动现金流	23	-106	402	765	ROIC	16.9%	15.8%	16.7%	18.4%
净利润	459	521	635	808	偿债能力				
折旧摊销	101	121	142	171	资产负债率	55.2%	58.5%	55.2%	48.3%
财务费用	57	105	156	144	净负债比率	54.18	55.82%	52.83	46.31%
投资损失	-52	0	5	-52	流动比率	1.54	1.42	1.52	1.75
营运资金变动	-489	-866	-552	-314	速动比率	1.08	0.92	0.99	1.13
其它	-53	14	15	8	营运能力				
投资活动现金流	-588	-407	-310	-253	总资产周转率	1.03	1.18	1.14	1.13
资本支出	572	0	216	216	应收账款周转率	4	4	3	3
长期投资	0	319	0	0	应付账款周转率	6.06	6.29	5.75	5.49
其他	-16	-88	-94	-37	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	260	560	-108	-507	每股收益(最新摊薄)	1.36	1.55	1.88	2.40
短期借款	196	665	48	-363	每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	-0.33	1.25	2.38
长期借款	366	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.12	7.67	9.55	11.95
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-58	0	0	0	P/E	21.04	18.54	15.20	11.95
其他	-243	-105	-156	-144	P/B	4.68	3.74	3.00	2.40
现金净增加额	-305	47	-16	5	EV/EBITDA	15	12	10	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

王鹏, 中投证券研究所副所长, 研究主管。

齐宁, 中投证券研究所通信行业分析师, 中国人民大学金融学硕士, 产业经济学学士, 2010 年加入中投证券研究所, 9 年通信运营商工作经验。

王大鹏, CFA Charter pending, 北京邮电大学通信工程硕士, 6 年通信业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434