

中利科技(002309.sz)调研简报

传统主业快速发展，太阳能业务爆发式增长

韩玲 分析师

电话: 0755-82739411

eMail: gfhf@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511030002

IPO 募投与超募项目进入业绩释放期

随着国内基站总数的持续增加，传统阻燃耐火软电缆为基础消耗品，每 3-4 年基本更换一批，再加上这几年移动等运营商对 3G 持续高投入（移动对局网投资今年增速 35% 左右），公司在通信领域的主业增速这几年将近 30% 左右。另外随着公司募投项目逐渐投产和公司对于非通信市场的积极拓展，公司的船用电缆、光伏电缆、矿用电缆以及高端建筑电缆业绩都将快速释放。

毛利稳步提升确保业绩

受去年下半年铜价从 48000 元/吨持续上涨到 78000 元的影响，公司的毛利持续受到影响。全年主营产品阻燃耐火软电缆毛利仅为 15.39%。随着铜价的企稳，今年上半年公司的阻燃软电缆毛利迅速回升到 18.02%，由于三季度铜价目前在震荡下滑，毛利率还会持续提升。

太阳能业务爆发式增长

江苏腾晖公司引进的全球最为先进的自动化设备。仅从人力成本来说，每 1G 产能的人力需求将比竞争对手少 5000 人以上，从而每年降低成本 3 亿/CW 左右。另外公司是保利协鑫的 A 类客户，成本比市场低 5-10% 左右。公司在欧洲、北美和澳大利亚耕耘多年，已经成立各地分公司且获得北美和欧洲的相关认证。同时公司的研发团队和销售团队都为引进全球前几名的太阳能公司，产品研发和销售能力都非常具有竞争力。

盈利预测与投资建议：我们预计，传统主业今明两年 EPS 分别为：1.2 元、1.5 元，年复合增长率超过 30%，我们给予 25 倍 PE，那么对应股价为 37.5 元。太阳能业务净利润预计为 0.3 亿元和 3 亿元，考虑 51% 权益，给予 20 倍 PE，那么对应股价为 12.5 元，综合两块业务，6-12 个月目标价 50 元，强烈推荐，“买入”评级。

风险提示：太阳能业务销售低于预期。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,695.43	2,918.72	5540.00	12652.00	17695.00
增长率(%)	2.60%	72.15%	89.81%	128.38%	39.86%
EBITDA(百万元)	259.48	266.95	415.63	925.35	1256.12
净利润(百万元)	182.63	188.79	288.37	513.63	656.62
增长率(%)	22.10%	3.38%	52.74%	78.11%	27.84%
每股收益(元)	1.368	0.786	1.20	2.14	2.73
市盈率	44.74	36.46	25.16	14.12	11.05
市净率	3.86	3.00	2.81	2.34	1.93
EV/EBITDA	28.19	24.71	17.50	10.10	8.02

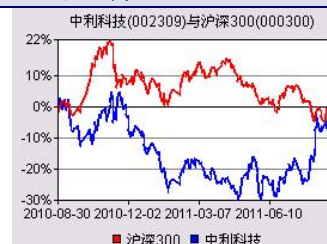
数据来源: 中利科技集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	30.01
目标价格(元)	50.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	19.66%	25.83%	-6.43%
沪深 300	-4.01%	-3.73%	-0.20%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

240.30/101.61

主要股东:

王柏兴

主要股东持股比例

54.16%

财务比率

ROE	8.24%
ROA	8.09%
资产负债率	28.19%
每股净资产(元)	9.54

2010 年报数据

我们最新的观点：传统主业和光伏利润同高速增长。

中利科技在 2011 年 8 月份并购了江苏腾晖光伏 51%，我们看好太阳能业务能够爆发式增长的主要原因是：

1，**设备几乎全为自动化，每单位 GW 人工成本可节省将近 2-3 亿元。**公司虽然是在去年下半年开始运作，但引进的是全球最先进的设备来进行规模化的生产。国内其他组件厂商几乎都为半自动化，以 1GW 考虑，这些厂商可能需要人工 10000 人以上，而江苏腾晖的设备最多用人为 5000 人左右。目前光伏行业人工较高，仅仅这项投入投入，就可为公司节省 2-3 亿的成本/GW，另外公司其他公用配套设备都是一次性建成，规模化有利于降低成本。

2，**与上游战略性合作，成本有优势。**目前公司产品多为保利协鑫供货，是该公司的优质客户，一般成本比市场成本低 5-10% 左右。

3，**研发和销售团队优秀。**公司的大部分研发、管理和销售团队都来自国内领先的光伏企业。无论从技术、管理还是市场销售方面，公司都具备优势。

4，**销售市场分公司建立以及市场认证的获得，扫除最后障碍。**公司在北美、欧洲以及亚太等地区成立分公司，可有力的促进销售的快速增长，另外公司产品预计在年底可拿到北美和欧洲的相关认证，这样就扫除了市场开拓的最后一道瓶颈。

传统主营产品高速增长的原因是：

1，IPO 募投与超募项目进入业绩释放期。

随着国内基站总数的持续增加，传统阻燃耐火软电缆为基础消耗品，每 3-4 年基本更换一批，再加上这几年移动等运营商对 3G 持续高投入（中移动对局网投资今年增速 35% 左右），公司在通信领域的主业增速这几年将近 30% 左右。另外随着公司募投项目逐渐投产和公司对于非通信市场的积极拓展，公司的船用电缆、光伏电缆、矿用电线以及高端建筑电缆业绩都将快速释放。船用电缆明年至少增加 50%，阻燃软电缆的增速明年不会低于今年。募投项目产能的释放和新市场的拓展极大的促进了业绩的高增长。

2，毛利稳步提升确保业绩

公司与中国移动的定价模式为：铜价连续 10 个工作日平均价偏离 10% 才调价格。去年下半年铜价一直在涨，从 48000 元/吨持续上涨到 78000 元的影响，公司的毛利持续受到影响，毛利一直在下滑。全年主营产品阻燃耐火软电缆毛利仅为 15.39%。随着铜价的企稳，今年上半年公司的阻燃软电缆毛利迅速回升到 18.02%，由于二、三季度铜价目前在震荡下滑，但降幅并没有超过 10%。我们预计公司三季度的毛利率还会提升，全年主营产品通信用阻燃耐火软电缆毛利将在 18-20% 左右

盈利预测与投资建议：我们预计，传统主业今明两年 EPS 分别为：1.2 元、1.5 元，年复合增长率超过 30%，我们给予 25 倍 PE，那么对应股价为 37.5 元。太阳能业务预计为 0.3 亿元和 3 亿元，考虑 51% 权益，给予 20 倍 PE，那么对应股价为 12.5 元，综合两块业务，6 个月目标价 50 元，强烈推荐，“买入”评级。