

通信设备

中天科技 (600522. SH) / 15.36 元

募投项目进展顺利，未来利润结构有变化

事项

2012 年 12 月 22 日与中天科技交流沟通目前募投项目进展情况以及未来发展思路并实地参观光纤预制棒与装备电缆生产基地。

主要观点

1. 目前募投项目进度顺利，明年公司利润贡献近 5000 万元

1) 光纤预制棒项目：助力加快光纤光缆前沿，技术与成本优势明显

项目总投资 118,000 万元，在南通经济技术开发区内建设厂房，引进 VAD 芯棒、外包 VAD、芯棒烧结、包层烧结等设备，配套国产纯水装置、冷水机机组等设备。目前，光纤预制棒项目的厂房建设及配套辅助车间已竣工，第一期、二期设备调试完毕，形成了 200 吨光纤预制棒的年产能，比计划提前半年时间实现预制棒 200 吨的年产能，产品已经向光纤制造商供货，经检测，产品成品率、均匀度等各项指标均到达国际先进水平。

基于宽带建设在国民经济发展中的重要作用和宽带发展被提升到国家战略的高度以及到“十二五”末宽带、融合、泛在、安全的下一代信息通信网初步形成目标的提出，明确提出要引导建设宽带无线城市，推进城市光纤入户，加快农村地区宽带网络建设，全面提高宽带普及率和接入带宽。我们预期“十二五”期间有线宽带接入网总投资为 2000 亿元，无线宽带接入网络总投资合计达到 3500 亿。“十二五”期间宽带接入网投资 5500 亿。参照运营企业“十二五”规划，宽带接入部分占宽带网络总投资的 50%左右，由此推算，电信运营企业宽带网络基础设施累计投资 11000 亿。光通信行业投资主要分为四个方面：接入网设备、光纤光缆、ODN 配线和工程服务。根据 2010 年光通信行业投资规模测算，光纤光缆约占投资额的 12%。我们判断 2012 年中国光纤光缆仍然是一个高速增长行业，三大运营商以及其他行业的总量约在 1 亿 2 千万芯公里，目前供需相应平衡，预计 2012 年光纤价格将会与今年持平。明年光通信行业景气仍然可期。

与其他公司相比，公司光纤预制棒生产项目具有技术优势和成本优势，目前公司 2011 年光棒实际产量 40-50 吨，2012 年达到 200 吨，2013 年预计达到 400 吨，按照相应测算，2012 年 200 吨光棒产能实现的利润在 4000 万元，2013 年约在 1.2 亿元左右，将对公司业绩产生实质影响。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：马军 刘洪军
Tel: 13311321239
Email: majun@hczq.com

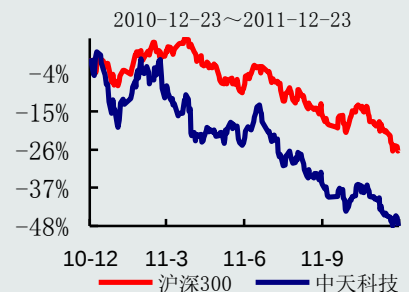
投资评级

投资评级：强推
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	39139
流通 A 股/B 股(万股)	39139/0
资产负债率(%)	34.09
每股净资产(元)	9.81
市盈率(倍)	20.35
市净率(倍)	1.57
12 个月内最高/最低价	31.2/15.05

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《毛利率下滑，未来看点在募投项目》

2011-10-27

《电力产品与海外销售收入贡献加速，整体利润率微降，全年业绩可期》

2011-08-18

《两轮驱动打开四大行业空间，未来成长可期》

2011-08-04

《光纤预制棒技术取得突破，特种导线市场龙头》

2011-06-09

《产业链上游扩展与横向拓展提升收入与毛利率》

2011-04-11

2) 装备电缆项目：服务中国高端制造业

项目总投资 43,800 万元，在南通经济技术开发区新建厂房，购买三层共挤挤出机、密炼机、辐照设备、中拉机等设备。项目建成后，将形成年产 31,120km 装备电缆的生产能力。截止目前，装备电缆项目的厂房及配套车间建设已竣工，第一、二期设备安装、调试完毕，形成了 20000km 装备电缆的年产能，实现销售 6990 万元，预计全年销售一亿元左右。橡胶电缆生产的辅机系统是目前国内领先的，效率高，安全、整洁；拥有力学、电学、理化、燃烧、毒性等多个实验室、检测室；材料研发中心有一台德国的 BRABENDER 扭转流变仪（全国仅 3 台）；公司客户包括中远船务、熔盛重工、江苏韩通、南通京华、江苏吉宝、今治造船等。中天科技装备电缆产品已取得 9 大船级社认证证书、国家 CCC 认证，可应用于新能源、机车、国际远洋船等领域。

我们认为，未来3-5年装备电缆市场规模在500-600亿，公司未来还将开发航空航天耐高温电线电缆，瞄准大飞机项目以及高端精密仪器仪表用控制电线电缆在风电电缆方面。风力电缆方面，中天科技拥有全系列的线缆产品，能够满足各种风电场环境建设的需求。在国家发改委、国家能源局规划的“八大千万千瓦级风电基地”中，中天科技高端光电线缆均参与了建设。特别是在江苏沿海风电基地，全部集中在江苏省盐城市，分别为特许权大唐滨海近海海上风电项目（300MW）、特许权中电投射阳近海海上风电项目（300MW）、特许权龙源大丰潮间带海上风电项目（200MW）、特许权鲁能东台潮间带海上风电项目台（200MW）四个项目，总装机容量为1000MW，公司参与了其线缆及配套附件，生产、交付和服务等工作；轨道和机车电缆方面，地铁建设将给中天线缆提供了空前的发展机遇。截至目前，已有36个城市制订了城市轨道交通规划，其中29个城市已获得国务院的审批。2011年至2020年，城市轨道交通新增营业里程将达到6560公里，到2020年，我国城市轨道交通累计营业里程将达到7395公里。船用电缆方面，船用电缆、海洋工程线缆在南通市场就有约10 亿元的市场。而南通地区现在还没有一个规模的船用电缆厂，南通船厂基本是向扬州、常州、苏州等合资或国内电缆厂采购。依托南通当地的产业集群优势，结合公司在船舶电缆多年的研究沉积，将会使公司在船舶电缆的地缘优势得以充分发挥。

在装备电缆中，不同于传统的光缆、电缆，装备电缆领域的产品技术复杂，进入门槛较高，产品的毛利率较高。公司在海缆和船舶电缆等相关领域优势巨大，占据了国内约 10% 的市场份额，并积极的向海外市场扩展，智能电网的的充电站线缆方面，预计很快将会见到实际效益，同时，公司在高铁列车车内配线、地铁线路电缆、风电电缆也在逐步扩张，并获得了相应的一些订单。随着国家对风电、海洋发电等新能源的不断重视和发展，公司会从中受益，风电电缆和海缆可能会成为新的利润增长点。

预计公司装备电缆方面，2011年收入1个亿，利润负1千万；2012年收入3个亿和利润1千万；2013年为6个亿收入和3千万利润左右。

2. 电力线缆中特种导线市场地位牢固

公司的电力线缆产品主要由普通导线和特种导线两大类构成。

1) 普通导线稳定发展

普通导线一般以钢芯铝绞线为主，钢芯铝绞线是由铝线和钢线绞合而成的，它内部是钢“芯”，外部是用铝线通过绞合方式缠绕在钢芯周围；钢芯主要起增加强度的作用，铝绞线主要起传送电能的作用。它广泛应用于各种电压等级的架空输配电线路中，目前国内电力导线市场中普通导线占了97%比例。由于普通导线的技术含量并不高，市场准入门槛较低，整个行业的小规模生产企业众多，行业竞争充分，市场集中度较低，产值超过5亿元的企业数量仅占

同行业3%。根据国家电网最新的招标数据统计，远东电缆、中天科技和华能电缆的市场份额分别为10%、8%和6%，占据行业前三位。

2) 受益于智能电网的大规模建设，特种导线需求坚挺

目前在国内的电力导线市场上特种导线仅占3%，而欧美发达国家一般为60%~70%。伴随着我国特高压线路“两横两纵”工程的启动，未来几年我国将加大特种导线的采购力度，预期整个电网中特种导线的使用比例将逐步上升至10%。来自国家电网的有关资料显示，国家电网对特种导线的使用量明显增加。国网一批特种导线招标总量2011年与2010年同比增加439.41%。国网二批特种导线招标总量2011年与2010年同比增加82.35%。地方特种导线2011年一季度与2010年一季度投标总量同比增加274.77%，中标量同比增加196.62%。

在特种导线的关键技术在于耐热合金配方和高强度殷钢配方，中天科技通过技术攻关，采用添加适量稀有金属例如锆的方式，提高了铝合金的再结晶温度而不降低其导电，在耐热性能上大幅提高。同时，公司还与上海宝钢集团有限公司合作研发，进一步提高公司的技术实力。在特种导线领域，公司行业龙头地位优势明显，2008-2011三年在国内特中导线的市场份额分别为68%、55%和53%，由于电网今年的招标修改了规则，取消了单个厂商的份额限制，公司的优势地位得以进一步的巩固。在今年电网特种导线招标中，公司的特种导线在国家电网的市场份额在30%左右；在南方电网市场份额达到了100%。2011年我们预期公司特种导线的市场份额将进一步提升，收入将超过3亿元。目前在国内能够制造特种导线并被市场认可的企业有三家，分别是中天铝线、武汉电缆和杭州电缆，三家企业产能相近，但是公司在市场资源上占优。

电力线缆2011年预计销售17个亿，其中特种导线占3个亿，明年分别为20个亿和5个亿，未来市场规模可能在20万吨，中天科技计划占到其中30%的市场份额；主要竞争对手有青岛汉缆，杭州电缆，武汉电缆等。

综上所述，结合公司实际情况，我们预计公司2011年-2013年每股收益为0.98元、1.22元、1.55元（分别下调0.24、0.39、0.57元），对应PE分别为16、12、10倍，远低于行业均值，基于明后年光通信行业景气度，维持“强烈推荐”的评级。

主要风险

- 1、运营商投资减少的可能和共享共建政策在通信行业市场对公司业务的实质影响较大
- 2、包括预制棒项目在内募投项目进展低于预期，包括预制棒产量的实际释放低于预期可能性
- 3、市场竞争的激烈导致成本下降速度以及销售产量上升不能有效抵御价格下降过快

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3330	5677	6598	7699
现金	516	2629	3032	3445
应收账款	1456	1335	1601	2005
其它应收款	62	81	104	111
预付账款	205	209	280	314
存货	983	1353	1491	1729
其他	108	70	90	95
非流动资产	1405	1312	1242	1161
长期投资	56	55	55	55
固定资产	982	869	755	642
无形资产	142	171	209	242
其他	225	217	222	222
资产总计	4735	6989	7840	8861
流动负债	2165	2319	2505	2704
短期借款	1012	949	966	975
应付账款	682	617	762	941
其他	472	754	777	787
非流动负债	449	555	728	946
长期借款	401	514	686	903
其他	48	41	42	44
负债合计	2614	2874	3233	3650
少数股东权益	157	204	251	304
股本	321	391	391	391
资本公积金	580	2105	2105	2105
留存收益	1063	1415	1860	2410
归属母公司股东权益	1964	3911	4356	4907
负债和股东权益	4735	6989	7840	8861

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	23	572	324	288
净利润	459	430	526	659
折旧摊销	101	116	116	116
财务费用	57	48	18	20
投资损失	-52	0	0	0
营运资金变动	-489	-35	-332	-504
其它	-53	13	-3	-3
投资活动现金流	-588	-36	-51	-27
资本支出	572	0	0	0
长期投资	0	-0	0	-0
其他	-16	-36	-50	-27
筹资活动现金流	260	1578	130	152
短期借款	75	-63	17	10
长期借款	366	114	171	217
普通股增加	0	71	0	0
资本公积增加	-167	1525	0	0
其他	-14	-69	-59	-74
现金净增加额	0	2113	403	413

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4347	4869	5599	6719
营业成本	3386	3773	4378	5241
营业税金及附加	13	30	34	34
营业费用	277	337	384	451
管理费用	128	146	169	201
财务费用	57	48	18	20
资产减值损失	15	12	13	13
公允价值变动收益	-1	1	1	0
投资净收益	52	0	0	0
营业利润	522	523	602	759
营业外收入	26	22	25	24
营业外支出	6	7	8	7
利润总额	542	538	619	776
所得税	83	108	93	116
净利润	459	430	526	659
少数股东损益	22	47	47	53
归属母公司净利润	437	384	479	607
EBITDA	679	687	736	894
EPS（元）	1.36	0.98	1.22	1.55

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	16.7%	12.0%	15.0%	20.0%
营业利润	13.6%	0.3%	15.1%	26.0%
归属母公司净利润	29.6%	-12.2%	24.8%	26.8%
获利能力				
毛利率	22.1%	22.5%	21.8%	22.0%
净利率	10.1%	7.9%	8.5%	9.0%
ROE	22.2%	9.8%	11.0%	12.4%
ROIC	16.9%	16.0%	17.0%	18.7%
偿债能力				
资产负债率	55.2%	41.1%	41.2%	41.2%
净负债比率	54.18%	51.42%	51.31%	51.69%
流动比率	1.54	2.45	2.63	2.85
速动比率	1.08	1.86	2.04	2.21
营运能力				
总资产周转率	0.98	0.83	0.76	0.80
应收帐款周转率	4	3	4	4
应付帐款周转率	6.02	5.81	6.35	6.15
每股指标(元)				
每股收益	1.12	0.98	1.22	1.55
每股经营现金	0.06	1.46	0.83	0.74
每股净资产	5.02	9.99	11.13	12.54
估值比率				
P/E	11.28	15.68	12.56	9.91
P/B	2.51	1.54	1.38	1.23
EV/EBITDA	10	10	9	8

分析师介绍

马军：华创证券 TMT 行业首席分析师 TMT 组长，曾任工业和信息化部电信研究院规划所主任工程师，主要从事电信产业政策研究与运营商战略规划，支持和参与的项目包括通信业“十一五”、“十二五”规划，三网融合、信息产业、物联网等“十二五”规划，3G 业务规划、3G 发展评估、金融危机对中国电信业影响既对策等多项课题，获得多项奖励，在多种刊物发表论文 20 多篇。西安交通大学工商管理硕士，西安交通大学工学学士。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinying@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558