

中天科技 (600522)

增持/维持评级

股价: RMB19.47

分析师

康志毅

SAC 执业证书编号:s1000511090007

(010)6808 5588-643

kangzhivi@mail.htlhsc.com.cn

联系人

孔曉明

(021)6849 8629

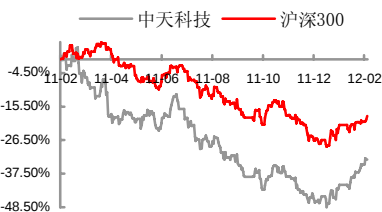
kongxm@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	391
流通 A 股 (百万股)	391
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	7,620

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

分配预案是亮点，2012可期待

- **业绩低于预期，分配预案是亮点。**2011 年公司实现营业收入 48.74 亿元，同比增长 12%；净利润 3.52 亿元，同比减少 19%；摊薄每股收益 0.90 元，低于我们的预期，同时也低于市场预期。若扣除非经常性损益，2011 年全年净利润为 3.45 亿元，同比减少 9.5%。4Q 单季度公司实现营业收入 15.06 亿元，同比增长 16%；净利润 5701 万元，同比减少 51%；摊薄每股收益 0.15 元。分配预案为每 10 股转增 8 股，派现 2.00 元（含税）。
- **多重因素导致业绩低于预期：**①投资收益同比减少 6191 万元，除了 2010 年同期转让中天置业获得的收益外，期货套保合约又损失 1800 万元。②营业外收入在 4Q 意外减少 1788 万元，主要是由于装备缆公司获得的政府补助确认有所延迟，但未来仍会确认。③射频电缆毛利率仅为 5.3%，同比大幅下滑 6.1 个百分点，超出我们的预期。
- **光纤光缆收入增长加快，电力缆平稳增长。**光纤光缆收入 26.58 亿元，同比增长 17%，其中下半年同比增长 51%，增速加快。电力缆收入 17.04 亿元，同比增长 17%，保持了平稳增长。射频电缆萎靡，收入同比减少 19%。
- **毛利率企稳，财务压力减轻。**4Q 单季综合毛利率 19%，环比略提升 0.2 个百分点，遏制毛利率下滑趋势：①毛利率相对较高的光纤光缆收入增长加快；②高毛利率的海缆、特种导线出货有所增加。4Q 单季财务费用环比减少近 1000 万元，主要是由于增发的成功，偿还了部分贷款，利息支出减少，资产负债率也从 11 年中期 58%下降到 11 年底的 35%。
- **稳健恢复，2012 可期待。**我们分析 2012 年中天科技将稳健恢复增长，主要基于以下观点：①射频电缆执行新采购价，毛利率恢复，不再拖累业绩。②电网投资中特种导线采购量有望增加，作为特种导线的领军者，公司将受益。③海缆实现了欧美突破，高增长预期重现。④光纤光缆价稳量升，需求依然旺盛，预制棒开始贡献利润。
- **投资建议：**调整盈利预测，预计 2012-2014 年公司每股收益分别为 1.13 元、1.50 元、1.82 元，对应动态 PE 分别为 18x、14x、11x，估值水平有望继续回升，维持“增持”评级。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	4874.0	5597.0	6606.0	7683.0
(+/-%)	12.0	15.0	18.0	16.3
归属母公司净利润(百万元)	352.0	441.0	586.0	713.0
(+/-%)	-19.0	25.0	32.9	21.7
EPS(元)	0.90	1.13	1.50	1.82
P/E(倍)	22.7	18.1	13.6	11.2

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

表格 1：中天科技年报及 4Q 业绩对比

百万元	2010	2011	YoY	4Q2010	1Q2011	2Q2011	3Q2011	4Q2011	YoY	QoQ
营业收入	4,346.96	4,873.97	12.1%	1,293.60	910.00	1,235.62	1,222.43	1,505.91	16.4%	23.2%
增长率	16.7%	12.1%	-4.6%	11.3%	11.2%	3.6%	17.2%	16.4%	5.1%	-0.8%
毛利率	22.1%	19.6%	-2.5%	19.8%	20.0%	20.9%	18.7%	19.0%	-0.9%	0.2%
营业成本	3,385.95	3,918.39	15.7%	1,037.09	727.77	976.77	993.52	1,220.33	17.7%	22.8%
营业税金及附加	13.35	18.33	37.3%	3.99	3.04	4.92	3.40	6.97	74.5%	105.3%
期间费用率	10.6%	10.3%	-0.3%	10.5%	10.0%	9.6%	10.9%	10.7%	0.2%	-0.3%
销售费用	277.32	259.95	-6.3%	80.84	47.58	56.24	69.96	86.16	6.6%	23.1%
销售费用率	6.4%	5.3%	-1.0%	6.2%	5.2%	4.6%	5.7%	5.7%	-0.5%	0.0%
管理费用	127.58	170.49	33.6%	39.92	28.66	40.35	40.52	60.97	52.7%	50.5%
管理费用率	2.9%	3.5%	0.6%	3.1%	3.1%	3.3%	3.3%	4.0%	1.0%	0.7%
财务费用	56.85	73.72	29.7%	15.33	14.98	21.98	23.10	13.66	-10.9%	-40.9%
财务费用率	1.3%	1.5%	0.2%	1.2%	1.6%	1.8%	1.9%	0.9%	-0.3%	-1.0%
资产减值损失	15.03	14.45	-3.9%	1.75	1.31	8.71	(7.29)	11.73	571.9%	-260.8%
公允价值变动净收益	(0.65)	(3.68)	465.4%	3.41	0.00	0.00	0.00	(3.68)	-207.9%	NA
投资净收益	51.78	(10.13)	-119.6%	11.86	0.19	3.58	(5.22)	(8.67)	-173.1%	65.9%
营业利润	522.00	404.83	-22.4%	129.95	86.86	130.23	94.00	93.75	-27.9%	-0.3%
增长率	12.9%	-22.4%	-35.4%	-2.5%	-22.0%	2.5%	-38.8%	-27.9%	-25.4%	10.9%
营业利润率	12.0%	8.3%	-3.7%	10.0%	9.5%	10.5%	7.7%	6.2%	-3.8%	-1.5%
加：营业外收入	26.36	36.28	37.6%	10.14	3.88	26.97	23.32	(17.88)	-276.2%	-176.7%
减：营业外支出	6.23	4.64	-25.4%	1.67	0.50	0.54	0.95	2.65	58.9%	178.6%
利润总额	542.14	436.46	-19.5%	138.42	90.23	156.66	116.36	73.22	-47.1%	-37.1%
减：所得税	83.35	63.16	-24.2%	17.70	15.18	22.67	16.52	8.80	-50.3%	-46.8%
实际所得税率	15.4%	14.5%	-0.9%	12.8%	16.8%	14.5%	14.2%	12.0%	-0.8%	-2.2%
净利润	458.79	373.30	-18.6%	120.72	75.05	133.98	99.84	64.42	-46.6%	-35.5%
减：少数股东损益	21.88	20.94	-4.3%	5.14	1.94	5.96	5.63	7.42	44.1%	31.8%
归属于母公司所有者的净利润	436.92	352.36	-19.4%	115.57	73.12	128.03	94.22	57.01	-50.7%	-39.5%
增长率	30.4%	-19.4%	-49.8%	16.9%	-20.2%	24.3%	-25.6%	-50.7%	-67.6%	-25.1%
净利润率	10.1%	7.2%	-2.8%	8.9%	8.0%	10.4%	7.7%	3.8%	-5.1%	-3.9%
每股收益（元）	1.12	0.90	-19.4%	0.30	0.19	0.33	0.24	0.15	-50.7%	-39.5%

资料来源：WIND 资讯，华泰联合证券研究所

风险提示

电信运营商、电网公司投入低于预期。若电信运营商、电网公司投入低于预期，对线缆采购量减少，将直接影响公司收入。

低价竞争愈演愈烈。尽管电信运营商采购方式发生变化，但不排除中小厂商大幅降价以获得更多市场份额的可能性，进而影响行业及公司的毛利率水平。

原材料价格波动。由于导线、射频、海缆等产品的重要原材料为铝、铜，若大宗商品价格上升，而短期内公司又无法化解成本的上升，毛利率水平可能下降。

预制棒短期内仍部分依赖长飞。由于公司自产光纤预制棒短期内还无法满足全部光纤生产的需要，仍从长飞采购预制棒。若长飞预制棒供应短缺，将会影响公司正常生产。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	4289	4896	5602	6571	营业收入	4874	5597	6606	7683
现金	1101	1386	1229	1802	营业成本	3918	4509	5287	6141
应收账款	1669	1766	2344	2416	营业税金及附加	18	18	21	25
其他应收款	91	103	122	141	营业费用	260	280	317	353
预付账款	101	195	182	238	管理费用	170	185	198	223
存货	1239	1367	1638	1882	财务费用	74	69	62	61
其他流动资产	88	80	88	92	资产减值损失	14	16	18	22
非流动资产	1960	1930	1918	1860	公允价值变动收	-4	-2	-3	-3
长期投资	56	56	56	56	投资净收益	-10	13	17	18
固定资产	1652	1589	1551	1475	营业利润	405	531	716	873
无形资产	163	175	188	201	营业外收入	36	20	15	15
其他非流动资产	90	111	122	129	营业外支出	5	3	3	3
资产总计	6249	6826	7519	8431	利润总额	436	548	728	885
流动负债	2122	2414	2524	2768	所得税	63	82	109	133
短期借款	1084	1048	1066	1057	净利润	373	466	619	753
应付账款	628	816	902	1079	少数股东损益	21	25	33	40
其他流动负债	410	550	556	631	归属母公司净利	352	441	586	713
非流动负债	55	-123	-117	-120	EBITDA	613	782	974	1145
长期借款	0	-165	-165	-165	EPS (元)	0.90	1.13	1.50	1.82
其他非流动负	55	42	49	46	主要财务比率				
负债合计	2178	2291	2407	2648	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	171	195	228	268	成长能力				
股本	391	391	391	391	营业收入	12.1%	14.8%	18.0%	16.3%
资本公积	2125	2125	2125	2125	营业利润	-22.4%	31.2%	34.8%	22.0%
留存收益	1384	1825	2372	3006	归属母公司净利	-19.4%	25.2%	32.8%	21.6%
归属母公司股	3901	4340	4884	5516	获利能力				
负债和股东权	6249	6826	7519	8431	毛利率(%)	19.6%	19.4%	20.0%	20.1%
现金流量表					净利率(%)	7.2%	7.9%	8.9%	9.3%
单位: 百万元					ROE(%)	9.0%	10.2%	12.0%	12.9%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	ROIC(%)	9.9%	12.8%	14.0%	16.4%
经营活动现金	-251	842	83	849	偿债能力				
净利润	373	466	619	753	资产负债率(%)	34.9%	33.6%	32.0%	31.4%
折旧摊销	135	182	196	210	净负债比率(%)	59.31	40.86	39.95	36.16
财务费用	74	69	62	61	流动比率	2.02	2.03	2.22	2.37
投资损失	10	-13	-17	-18	速动比率	1.44	1.46	1.57	1.69
营运资金变动	-853	122	-769	-162	营运能力				
其他经营现金	10	16	-7	5	总资产周转率	0.89	0.86	0.92	0.96
投资活动现金	-520	-133	-165	-132	应收账款周转率	3	3	3	3
资本支出	515	150	160	130	应付账款周转率	5.98	6.25	6.16	6.20
长期投资	0	-20	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金	-4	-3	-5	-2	每股收益(最新	0.90	1.13	1.50	1.82
筹资活动现金	1358	-424	-76	-144	每股经营现金流	-0.64	2.15	0.21	2.17
短期借款	73	-36	18	-9	每股净资产(最	9.97	11.09	12.48	14.09
长期借款	-401	-165	0	0	估值比率				
普通股增加	71	0	0	0	P/E	22.65	18.08	13.62	11.20
资本公积增加	1546	0	0	0	P/B	2.05	1.84	1.63	1.45
其他筹资现金	69	-223	-94	-135	EV/EBITDA	13	11	8	7
现金净增加额	585	285	-157	573					

数据来源: 华泰联合证券研究所

