

中天科技(600522)年报点评

盈利低于预期，多业务蓄势待发

信息技术/通信设备

推荐

首次评级

发布时间：2012 年 2 月 24 日

投资要点：

- 2011 年公司实现营业收入 48.74 亿元，同比增长 12.12%；归属母公司股东净利润 3.52 亿元，同比下降 19.35%；由于电力电缆原材料价格上升、光纤光缆产品价格下降，2011 年公司整体毛利率为 19.6%，较 2010 年下降 5 个百分点。
- 2011 年公司管理费用、财务费用较 2010 年分别增长 33.64%、29.67%，超过营收增长率，两项费用增加分别受到了人工成本和利率上升的影响。此外，公司期货套保合约损失增加，扩大了投资收益下降幅度。
- 2011 年控股子公司中天精密和中天装备净利润贡献较低。两公司是 2011 年预制棒、装备电缆募投项目实施主体，前期处于投入阶段，目前产能已逐渐释放，项目竞争优势明显，2012 年将逐渐产生效益，带来营收与利润同时快速增长。
- 2011 年特种导线市场启动缓慢和普通导线需求快速增长影响公司导线整体毛利率的提升。制约特种导线市场成长的不利因素有望在 2012 年得到改善，并在 2013 年迎来爆发性需求，公司特种导线产品丰富、竞争力强，将率先受益。此外，公司在国际海缆市场发展顺利，2012 年海缆收入与利润将得到提升。
- 预计 2012 年-2014 年 EPS 分别为 1.15 元、1.29 元、1.49 元，对应动态 PE 为 17 倍、15 倍、13 倍，给予推荐评级。
- 风险提示：光纤光缆集采价格下降，海上风力发电项目建设放缓，原材料价格波动，船缆需求不及预期。

业绩预测：

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2011	4,873.97	12.12	352.36	-19.35	0.90		21.4	
2012E	5,630.41	15.52	448.30	27.23	1.15		16.8	
2013E	6,593.21	17.10	504.51	12.54	1.29		14.9	
2014E	7,729.88	17.24	583.57	15.67	1.49		12.9	

走势图



市场数据 2012/2/24

收盘价：	19.28 元
52 周最高价：	30.08 元
52 周最低价：	14.80 元
平均持仓成本：	18.96 元

基本数据 2011Q4

总股本（万股）：	39,139
流通 A 股（万股）：	39,139
每股收益（元）：	0.90
每股净资产（元）：	9.97
每股经营现金流（元）：	-0.64
市净率：	1.93

分析师：周思立；联系人：翟明华

执业证书编号：S0550511010003

TEL: (8621)20361157

Email: zhaimh@nesc.cn

地 址：上海市源深路 305 号

邮 编：200135

一、增收不增利，多因素侵蚀 2011 年利润

2011 年公司实现营业收入 48.74 亿元，同比增长 12.12%；归属母公司股东净利润 3.52 亿元，同比下降 19.35%。公司净利润下降主要源于三个因素：(1)销售毛利率下降；(2)管理费用与财务费用增加；(3)投资收益减少。

2011 年公司毛利率为 19.6%，比 2010 年减少 2.5 个百分点。公司毛利率下滑由电力电缆原材料价格上升、光纤光缆产品价格下降引起，尽管公司主营产品光纤光缆、电力电缆市场需求量增加，但仍出现增收不增利的局面：2011 年公司光纤光缆、导线及电缆、射频电缆营业利润率分别为 24.65%、14.46%、5.34%，比 2010 年分别减少 3.46%、1.11%、6.13%。

2011 年，公司管理费用、财务费用较 2010 年分别增长 33.64%、29.67%，大幅超过营业收入 12.12%的同比增长率，两项费用增加分别受到了人工成本上涨和利率上升的影响。此外，由于铜铝价格波动较大，期货套保合约损失增加，公司投资收益共减少 7203.7 万元，同比下降 119.56%。

二、多业务蓄势待发，2012 年营收利润双增长可期

(一)预制棒项目盈利能力显著

2011 年对净利润贡献最低的两家控股子公司为中天科技精密材料(“中天精密”)有限公司与中天科技装备电缆有限公司(“中天装备”)，这两家公司是 2011 年光纤预制棒、装备电缆募投项目实施主体，前期主要处于投入阶段，进入 2012 年将逐渐产生效益，带来营收与利润同时快速增长。

2011 年我国进口 2060 吨预制棒，进口依存度超过 50%。预计 2012 年我国光纤需求从 2011 年的 1.2 亿芯公里增长至 1.4 亿芯公里(中国移动采购量占 36%、中国联通与中国电信合占 35%，电力石油出口及其他合占 29%)，带动国内光纤预制棒需求进一步上升，国内光纤预制棒价格将长期稳定在 160 美元/公斤附近，另一方面由于国内光纤产能再次进入扩张期，2012 年光纤价格存在下滑预期，因此中天科技预制棒项目产能的释放对于公司改善毛利率水平起到至关重要的作用。截至 2011 年 12 月，中天精密建设的一期与二期预制棒项目已建设完工，预计 2012 年底公司预制棒产能达到 200 吨/年，届时满足公司光纤预制棒总需求的 40%，2013 年通过技术改造、2014 年通过添置设备还会将预制棒产能分别提高到 400 吨/年、600 吨/年。2012 年公司预制棒有望贡献利润 1600 万元。

我们认为公司预制棒项目的竞争力在国内光纤光缆第一、第二集团的主要厂商中处于前列，随着产能释放和设备折旧占成本比重的逐渐降低，这种竞争力将体现于利润的非线性加速增长，预计 2013 年公司预制棒贡献利润超过 1 亿元。在预制棒制造环节，公司相对于国内其他厂商竞争力体现于：(1)工艺先进。公司预制棒工艺为 VAD+SOOT 法，包层采用 SOOT 法使得成本低于长飞、亨通等公司套管法生产的产品，因为目前全球套

管基本由 Heraeus 或 Shinetsu 垄断,套管法成本居高不下;公司芯棒工艺 VAD 法与 MCVD、PCVD 相比,更适合生产大尺寸芯棒。此外,公司加大了研发投入,已能生产低于市场价的合格 G.657A2 光纤预制棒,未来将受益于接入网市场的大规模启动。(2)积极探索降低原料成本的途径。公司寻求 SiCl_4 和 H_2 的最低价供应方式,预计 2012 年公司开始采用太阳能晶硅生产废料提纯的 SiCl_4 以及附近烧碱厂制备提纯的 H_2 替代进口原料,有效降低预制棒生产成本。

(二)装备电缆项目专业赢得回报

2011 年中天科技装备电缆有限公司净利润为-2076.51 万元,主要因为项目初期厂房建设、设备引进投入大,公司在 2011 年致力于船舶机车制造、矿用、军用等各行业用装备电缆的检验认证与客户开发,产能利用率相对较低,影响当期利润。目前公司装备电缆项目一期已完成,形成 12000 公里的装备电缆年产能。预计 2012 年,中天装备子公司开始进入收获阶段,销售收入将达到 3 亿元,净利润由负转正至 1000 万元;到 2013 年销售收入与净利润分别达到 6 亿元、3000 万元。

公司装备电缆项目的专业化运作有助提高对公司盈利的预期。中天科技将装备电缆业务专门独立成公司发展,在技术开发、生产设备引进、行业标准认证、客户开发等各方面力争做专做强,例如公司建设了辐照中心,仅建筑成本就逾千万元,中心采用电子加速器产生高能射线辐照使绝缘材料结构改变(表面纳米化),相对于公司辐照交联,国内其他厂商主要采用温水交联。材料研发中心从德国引进的扭转流变仪国内也仅三台。

2011 年装备电缆细分产品的市场开拓方面,公司船用缆已经通过九大船级社认证,船级社是制订船舶规范和对船舶及其材料和设备进行检验的专门机构,通过全球各船级社认证成为船用电缆生产企业进行销售的前提,是与各造船企业展开合作的敲门砖,国内通过同等数量船级社认证的同行在 5 个左右,其中包含位于上海的外资企业耐克森(中国)线缆有限公司,本土具备与公司同等竞争实力的对手很少。中天科技装备电缆有限公司成立以来实现船缆销售收入 5000 余万元,通过九大船级社认证后,有望进一步扩大船缆收入,目前公司已有和洽谈中的客户包括南通周边的熔盛重工、江苏韩通、中远船务,以及日本的今治造船株式会社等。另外,公司轨道交通车辆电缆通过欧洲标准认证,国内的长客、四方均需要电缆供应商具备欧洲认证,目前公司客户有南车等。公司的其他装备电缆产品还包括矿用缆、消磁电缆、以及用于大飞机项目的航空航天耐高温电缆等。

(三)特种导线市场初现曙光

2011 年公司导线及电缆收入为 17.04 亿元,同比增 16.88%;毛利率为 14.46%,低于 2010 年的 15.57%;特种导线市场启动缓慢和普通导线需求的快速增长影响公司毛利率的提升,公司特种导线售价为 2 万元/公里~15 万元/公里,平均毛利率较普通导线高 5 个百分点,但 2011 年特种导线销售收入占比较小,仅约 17%。

2011 年国内特种导线需求为 2~3 万吨,以我国 200 万吨电力导线的年均需求测算,特种导线占比不到 2%,远低于发达国家 60%~70%的水明,国内市场启动低于预期,原

因包括：(1)领导层换届致部分新产品及老产品新建线路压缩；(2)电厂与煤企的问题影响线路投资；(3)特高压线路投资不确定的问题；(4)国内特种导线产能满足不了大规模建设。我们认为上述不利因素在 2012 年将逐一得到改善，特种导线市场初现曙光，2013 年需求爆发的确定性较高，至“十二五”末期，国内特种导线需求接近 20 万吨/年，占全部导线的比重将提升到 10%。我们预计 2012 年公司导线整体销售收入将达 20 亿元；其中特种导线收入为 5 亿元，占比相对于 2010 年略升至 25%。

未来特种导线市场启动将使公司率先受益，公司特种导线产品丰富，竞争力强。我国普通导线厂商有数百家，而特种导线厂商仅 5~6 家，公司在国内特种导线市场排名第一，2008-2010 年市场占有率分别为 68%、55%、53%，公司提供的特种导线包括耐热铝合金导线、高强度耐热铝合金导线、殷钢芯导线、间隙型导线等，公司掌握了包括耐热合金配方、高强度殷钢配方在内的多项关键技术，殷钢芯导线目前进入采购名单。此外，公司产能充足，2011 年公司导线总产能为 8 万吨/年，特种导线理论产能为 4 万吨/年(注：特种导线需求不高时设备可转产普通导线)，当前轧机数量可满足公司 2012 年特种导线销售增长 67%的要求。

(四)海缆市场国内外需求两旺

中天科技海缆有限公司(“中天海缆”)生产销售海底电缆、海底光缆、海底光电复合缆，主要应用于石油石化、运营商岛屿通信、风电等领域。2011 年中天海缆净利润为 420.78 万元。预计 2012 年中天海缆收入同比增长 34%至 4 亿元，净利润超过 1000 万元。

2012 年公司海缆营收增长受到两方面的驱动：(1)内需方面，2012 年公司参与江苏盐城下属县市的海上风电特许权项目，预计能获得收入约 1 亿元。近海试验风电场采用光电复合海缆实现电力传输与远程控制，公司将受益国内海上风力发电的发展，中天海缆成立于 2004 年，项目经验丰富，在与国内新进电缆厂商竞标风电项目建设时优势明显。(2)外需方面，中天海缆欧洲项目将贯穿整个 2012 年，公司现有产能会得到充分利用。2011 年底公司与意大利 SAIPEM 签订了 2700 万美元海底光电复合缆供货合同，该部分收益在 2012 年与 2013 年体现。随着公司在国际市场被认可，未来公司有望接得更多国际订单。

(五)业绩预测及投资建议

预计 2012 年-2014 年 EPS 分别为 1.15 元、1.29 元、1.49 元，对应动态 PE 为 17 倍、15 倍、13 倍，给予推荐评级。

风险提示：光纤光缆集采价格下降，海上风力发电项目建设放缓，原材料价格波动，船缆需求不及预期。

三、 财务预测和财务指标

财务预测(单位：百万元)					
利润表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	4,346.96	4,873.97	5,630.41	6,593.21	7,729.88
减：营业成本	3,385.95	3,918.39	4,463.79	5,271.93	6,193.95
营业税金及附加	13.35	18.33	30.08	35.22	41.29
营业费用	277.32	259.95	356.81	417.83	489.86
管理费用	127.58	170.49	177.89	208.31	244.23
财务费用	56.85	73.72	40.25	23.88	24.85
资产减值损失	15.03	14.45	10.45	13.21	12.04
加：投资收益	51.78	-10.13	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.65	-3.68	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	522.00	404.83	551.13	622.83	723.65
加：其他非经营损益	20.14	31.64	20.04	19.96	19.86
利润总额	542.14	436.46	571.17	642.79	743.51
减：所得税	83.35	63.16	85.68	96.42	111.53
净利润	458.79	373.30	485.50	546.37	631.99
减：少数股东损益	21.88	20.94	37.20	41.86	48.42
归属母公司股东净利润	436.92	352.36	448.30	504.51	583.57
资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	515.72	1,100.89	565.24	456.55	1,020.59
应收和预付款项	1,737.53	1,888.42	2,295.38	2,607.35	3,141.64
存货	982.77	1,239.16	1,292.04	1,697.42	1,814.87
其他流动资产	93.79	60.68	60.68	60.68	60.68
长期股权投资	55.61	55.61	55.61	55.61	55.61
投资性房地产	0.00	19.52	17.05	14.57	12.10
固定资产和在建工程	1,166.02	1,677.62	1,545.58	1,400.79	1,247.16
无形资产和开发支出	141.98	162.56	144.14	125.72	107.30
其他非流动资产	41.34	44.81	43.71	42.62	42.62
资产总计	4,734.76	6,249.26	6,019.44	6,461.30	7,502.58
短期借款	1,011.69	1,084.37	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1,149.78	830.74	1,240.59	1,182.02	1,644.43
长期借款	400.80	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	51.75	262.84	262.84	262.84	262.84
负债合计	2,614.03	2,177.94	1,503.43	1,444.86	1,907.27
股本	320.80	391.39	391.39	391.39	391.39
资本公积	579.51	2,125.47	2,125.47	2,125.47	2,125.47
留存收益	1,063.42	1,383.70	1,791.19	2,249.77	2,780.21
归属母公司股东权益	1,963.73	3,900.56	4,308.05	4,766.63	5,297.07
少数股东权益	157.00	170.76	207.95	249.82	298.24
股东权益合计	2,120.73	4,071.32	4,516.01	5,016.45	5,595.30
负债和股东权益合计	4,734.76	6,249.26	6,019.44	6,461.30	7,502.57

现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	22.54	-250.64	682.54	8.78	683.67
投资性现金净流量	-588.45	-519.63	-82.96	-83.03	-83.12
筹资性现金净流量	260.49	1,357.88	-1,135.23	-34.44	-36.51
现金流量净额	-305.38	585.17	-535.65	-108.69	564.04

财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
收益率					
毛利率	22.11%	19.61%	20.72%	20.04%	19.87%
三费/销售收入	10.62%	10.34%	10.21%	9.86%	9.82%
EBIT/销售收入	13.38%	10.19%	10.32%	9.57%	9.40%
EBITDA/销售收入	15.70%	12.95%	14.65%	13.42%	12.80%
销售净利率	10.55%	7.66%	8.62%	8.29%	8.18%
资产获利率					
ROE	22.25%	9.03%	10.41%	10.58%	11.02%
ROA	12.29%	7.95%	9.66%	9.77%	9.69%
ROIC	24.00%	13.23%	11.74%	13.11%	13.11%
增长率					
销售收入增长率	16.73%	12.12%	15.52%	17.10%	17.24%
EBIT 增长率	23.65%	-14.63%	17.03%	8.62%	15.14%
EBITDA 增长率	23.21%	-7.48%	30.64%	7.28%	11.81%
净利润增长率	19.69%	-18.63%	30.06%	12.54%	15.67%
总资产增长率	27.60%	31.99%	-3.68%	7.34%	16.12%
股东权益增长率	18.95%	98.63%	10.45%	10.64%	11.13%
经营营运资本增长率	43.02%	28.78%	2.67%	35.47%	6.69%
资本结构					
资产负债率	55.21%	34.85%	24.98%	22.36%	25.42%
流动比率	1.54	2.02	2.91	3.47	3.26
速动比率	1.05	1.43	2.00	2.24	2.27
资产管理效率					
总资产周转率	0.92	0.78	0.94	1.02	1.03
固定资产周转率	4.43	2.95	3.89	5.07	6.74
应收账款周转率	2.96	2.87	2.87	2.84	2.86
存货周转率	3.45	3.16	3.45	3.11	3.41
业绩和估值指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
EBIT	581.76	496.63	581.22	631.30	726.90
EBITDA	682.35	631.33	824.79	884.87	989.37
NOPLAT	476.01	401.23	477.00	519.63	600.98
净利润	436.92	352.36	448.30	504.51	583.57
EPS	1.12	0.90	1.15	1.29	1.49

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。