

新股研究报告

电力设备

输变电设备

中超电缆新股报告

合理价值 14-15 元

2010 年 09 月 10 日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	160
流通 B 股/H 股(百万股)	-
上证综指/深圳成指	-
发行价格(元)	-
发行股本(百万股)	40

财务数据

净资产值(百万元)	285
每股净资产(元)	1.82
资产负债率	78%

新股分析

位居国内前列的电缆生产企业

● 公司收入盈利分析：电力电缆是核心业务

公司收入主要来源于电力电缆，电力电缆占主业收入比在 80%左右，裸电线和电气设备用电线电缆是公司另外两个主要收入来源，占据约 20%的收入。从主营业务毛利上看，公司约 80%的利润来自电力电缆业务，是公司最重要的盈利来源。从近三年毛利率水平上看，电力电缆业务的毛利率一直维持在 17%上下波动，裸电线和电气设备用电线电缆毛利率较低，但一直呈现上升趋势。

● 行业分析：增长稳定、集中度高、原材料影响大

电力电缆行业一直维持稳定趋势，预计 2011-2015 年仍将保持 15-20%左右的稳定增长。同时，我国电缆行业市场集中度非常低，电缆行业排名前 25 位的企业总收入仅占全行业的 12.96%。低端产品由于生产者众多竞争激烈而利润微薄，中高端产品则竞争少而利润丰厚。

电缆行业存在明显的料重工轻，主要原材料—铜材约占生产成本的 70%。因此行业的毛利率对铜价波动非常敏感。粗略估算一下，铜价上涨 10%，将导致毛利率下降 6%。

● 发展趋势分析：成本控制和高端产品是关键

影响公司未来收入和盈利的关键在于两个方面：铜材料的成本控制能力和高端电缆产品—110kV 及以上产品的状况。

● 募集资金项目分析

公司募集资金全部用于投资 500kV 环保型阻燃超高压交联电缆及 500kV 资源节约型铝合金架空线项目，预计新增 8.47 亿元，预计新增毛利 1.36 亿元。预计内部收益率为 29.7%，投资利润率 32.2%，全部投资回收期 5.13 年。

● 盈利预测和估值：公司合理价值区间为 14-15 元

预计公司 2010-2012 年实现净利润为 0.81、0.97 和 1.23 亿，对应摊薄之后的 EPS 分别为 0.50、0.61 和 0.77 元。对比 A 股市场电缆企业的估值水平，我们认为公司合理价值区间为 14-15 元。

分析师：皮家银

电话：021-60933160

E-mail: pijy@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980210070003

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	999	908	1289	1586	1936
(+/-%)	50.2%	-9.1%	42.0%	23.1%	22.0%
净利润(百万元)	45	51	81	97	123
(+/-%)	109%	11.7%	59.1%	20.8%	26.5%
每股收益(元)	0.38	0.42	0.50	0.61	0.77
EBIT Margin	-	-	-	-	-
净资产收益率(ROE)	13.7%	11.6%	10.3%	-	-

内容目录

内容目录.....	2
图表目录.....	2
公司简介.....	3
公司收入盈利分析：电力电缆是核心业务.....	3
财务指标表现优良	5
资产负债率水平较高，现金流为负是暂时现象.....	5
盈利能力稳定，净资产上升摊薄 ROE	6
募集资金项目分析	7
盈利预测和估值	7
附表 1：财务预测与估值	8
国信证券投资评级	9
免责条款.....	9

图表目录

图 1：主营业务收入构成（单位：百万）	3
图 2：近三年分类产品的毛利率水平	3
图 3：全国电缆行业销售收入（单位：亿元）	4
图 4：2008-年至今铜价走势	4
表 1：合同类型比率	5
表 2：主要客户比例	5
图 5：2007-2010Q2 资产负债率	6
图 6：2007-2010Q2 应收账款周转率	6
图 7：2007-2010Q2 经营性现金流与净利润（百万元）	6
图 8：2007-2010Q2 存货周转率	6

公司简介

江苏中超电缆股份有限公司（以下简称“中超电缆”）是一家专业从事电线电缆的研发、生产、销售和服务的公司。目前公司主要产品为 35kV 及以下电线电缆，包括电力电缆、电气装备用电线电缆和裸电线三大类，涉及 500 多种型号，1 万多种规格。

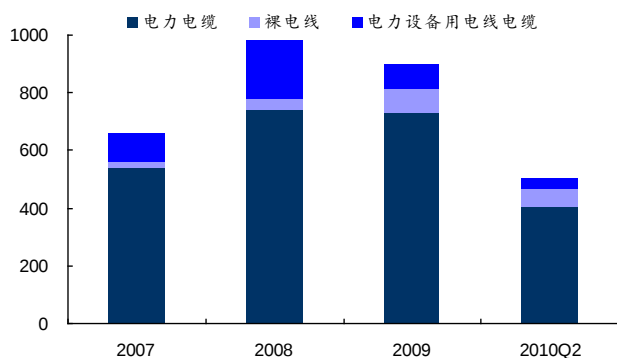
公司收入盈利分析：电力电缆是核心业务

公司 2007 - 2009 年主营业务收入分别达 6.65、9.99 和 9.08 亿元，营业收入呈现稳定上升趋势。公司收入主要来源于电力电缆，电力电缆占主业收入比在 80% 左右，2010 年上半年电力电缆销售达到 4.04 亿，较上年同期增长 40.2%。裸电线和电气设备用电线电缆是公司另外两个主要收入来源，占据约 20% 的收入。

从主营业务毛利上看，公司约 80% 的利润来自电力电缆业务，该业务近三年毛利为 0.84、1.24 和 1.29 亿元，是公司最重要的盈利来源。从近三年毛利率水平上看，电力电缆业务的毛利率一直维持在 17% 上下波动，裸电线和电气装备电线电缆毛利率较低，但一直呈现上升趋势。

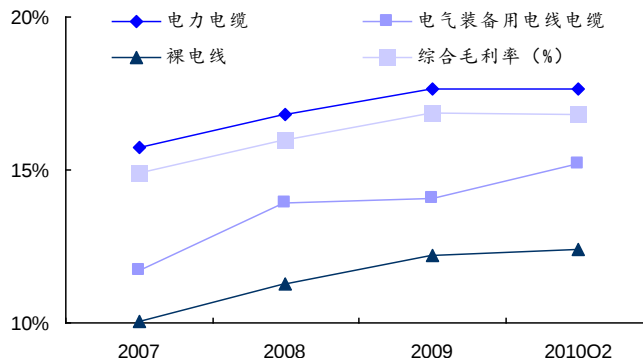
2008 年公司电气装备电线电缆出现大幅上升，较上年同比增长 105%，主要是 2008 年公司海外业务取得了较好的业绩，实现收入 1.1 亿元，而海外市场销售产品均是电气装备用电线电缆。

图 1：主营业务收入构成（单位：百万）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 2：近三年分类产品的毛利率水平



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

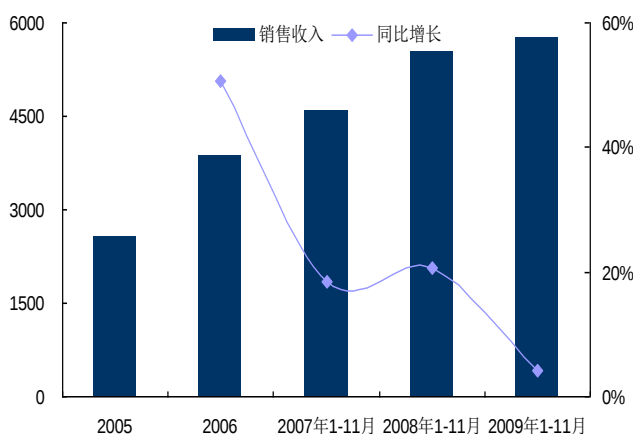
行业分析：增长稳定、集中度低、原材料影响大

电网基建、技改是电线电缆最重要的需求来源。伴随着两大电网公司电网设备的更新改造、新建大容量输电线路和城市电网改造等，电线电缆行业2011-2015年仍将保持15-20%左右的稳定增长。

截止2008年底，我国电缆行业中规模以上企业共有2800家左右，而更小规模的企业则数不胜数，市场集中度非常低。相比较美国六大电缆企业占全国销售额的65%，日本六大企业占全国销售额的60%—70%。我国电缆行业排名前25位的企业总收入仅占全行业的12.96%。低端产品由于生产者众多竞争激烈而利润微薄，中高端产品则竞争少而利润丰厚。

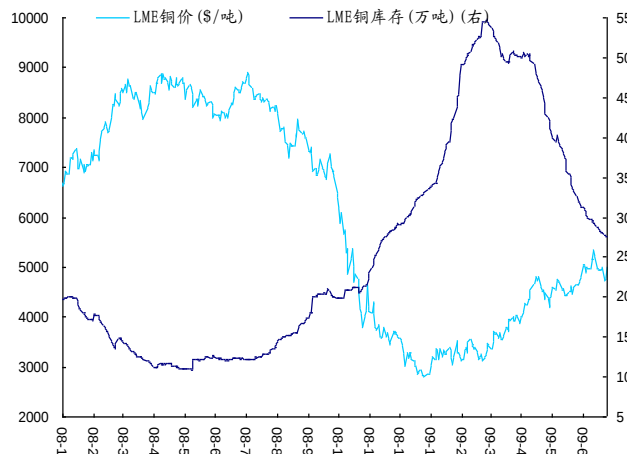
电缆行业存在明显的料重工轻，主要原材料—铜材约占生产成本的70%。因此行业的毛利率对铜价波动非常敏感。粗略估算一下，铜价上涨10%，将导致毛利率下降6%。

图 3：全国电缆行业销售收入（单位：亿元）



资料来源：电器工业年鉴，国信证券经济研究所

图 4：2008-年至今铜价走势



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

发展趋势分析：成本控制和高端产品是关键

根据公司所处的行业状况及公司竞争力分析，我们认为公司在行业内处于较为领先的地位，能保持略超于行业均速的增长。而影响公司未来收入和盈利的关键在于两个方面：铜材料的成本控制能力和高端交联电缆—110kV及以上产品的状况。

铜材料的采购成本占营业成本的比重达到70%以上，铜的价格对公司的生产成本及产品销售定价都有着重要影响。在防范铜价波动对公司经营业绩带来的不利影响方面，公司并未采取在期货市场实施套期保值的方式，而是采取“现货锁铜”的方式规避经营风险。

表 1: 合同类型比率

类型	2007	2008	2009	2010Q2
闭口	97.6%	98.4%	99.1%	100%
开口	2.4%	1.6%	0.9%	0

资料来源：招股说明书，国信证券

而且公司的主要客户中超过60%均来自于电力系统和大型重点工程等优质客户，履约能力较强，发生违约的风险也较小。

表 2: 主要客户比例

年份	电力系统	大型重点工程	海外客户
2007 年	58.9%	3.6%	1.1%
2008 年	55.2%	4.2%	11.2%
2009 年	61.1%	1.6%	0.6%
2010 年 1-6 月	58.4%	3.3%	0.1%

资料来源：招股说明书，国信证券

110kV及以上等级电力电缆受益于国家骨干输电网建设、大型石化钢铁项目需求等，预计未来几年仍处于景气期。在综合电网建设、大中城市电缆入地化、大型石化钢铁项目等需求，我们估计，110kV及以上等级的年需求在未来3-5年仍将维持25%的高增长。

从国内现有110kV及以上等级的产能来看，国内生产线不足30条，而且没有实现完全达产，其中只有5条生产线具有220kV及以上等级的生产能力，年产能不到2,000公里，国内现有产能远不能满足市场需要。公司募投项目会新增110kV及以上等级生产线。新增的高端产品产能有望很快转化为收入和盈利的增长

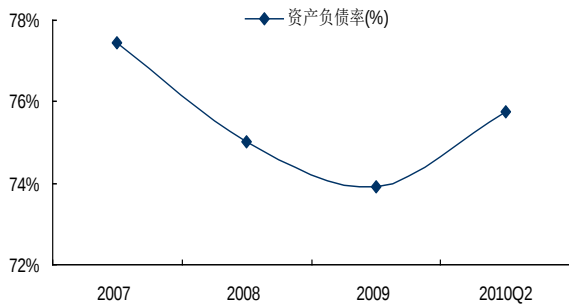
财务指标表现优良

资产负债率水平较高，现金流为负是暂时现象

公司资产负债率水平较高，近几年资产负债率水平维持在 75%左右。主要是公司固定资产大幅增加所致。2007-2009 年公司应收账款和存货周转率水平也一直较为平稳，没有大幅波动。2010 年上半年均出现大幅下降，主要是公司业务的结算一般都在年底，半年度结算较少所致。

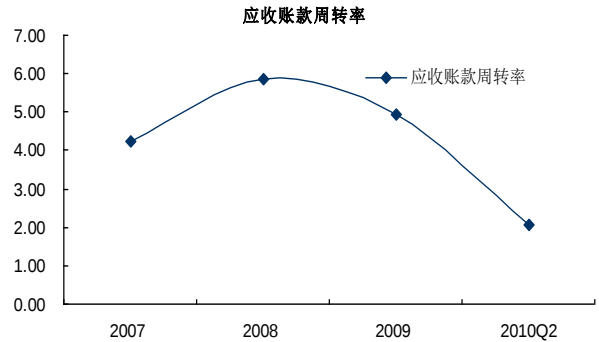
公司 2007-2009 年净利润与经营性现金流均较为匹配增长。2010 年上半年出现经营性现金净流量均为负值。主要是两方面原因：首先，应收账款大幅增加。上半年公司应收账款余额较上年增加 1.29 亿。应收账款余额增幅较大主要由于公司 2010 年二季度销售量较大同时给予电力系统等客户信用期较长所致。其次，上半年业务量增加，投标保证金较上年增加较多，导致经营活动现金流出增加。

图 5: 2007-2010Q2 资产负债率



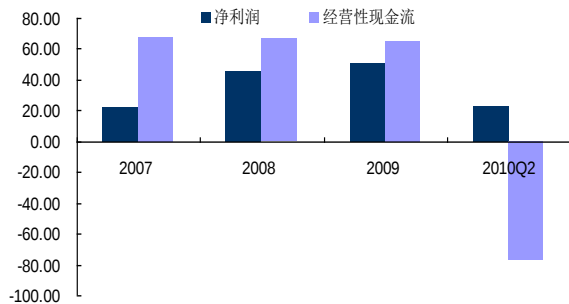
数据来源: 招股说明书

图 6: 2007-2010Q2 应收账款周转率



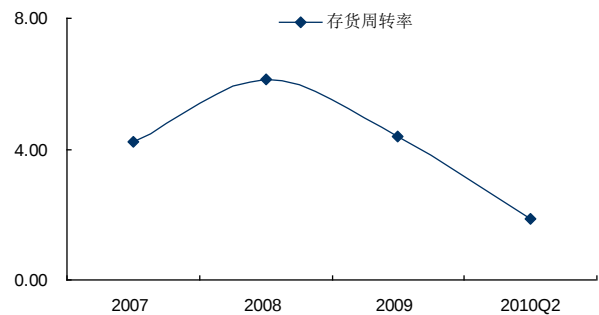
数据来源: 招股说明书

图 7: 2007-2010Q2 经营性现金流与净利润 (百万元)



数据来源: 招股说明书

图 8: 2007-2010Q2 存货周转率



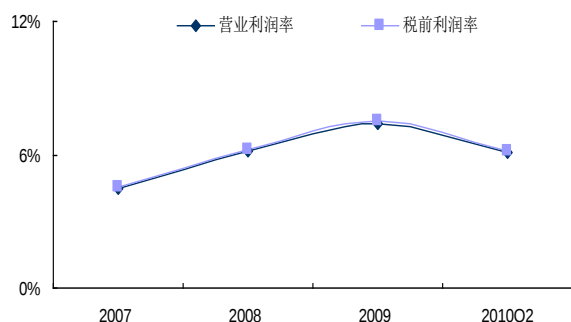
数据来源: 招股说明书

盈利能力稳定, 净资产上升摊薄 ROE

公司在过去数年中表现出较稳定的盈利能力。2009 年公司营业利润率和税前利润率分别为 7.4%和 7.5%, 处于历史最高水平。主要是由于销售成本下降幅度大于销售价格下降的幅度所致。公司 2007-2009 年净资产回报率呈现下滑趋势, 分别为 17%、27%和 23%。随着公司募集资金到位, 净资产将大幅上升, 净资产收益率还可能面临进一步摊薄。

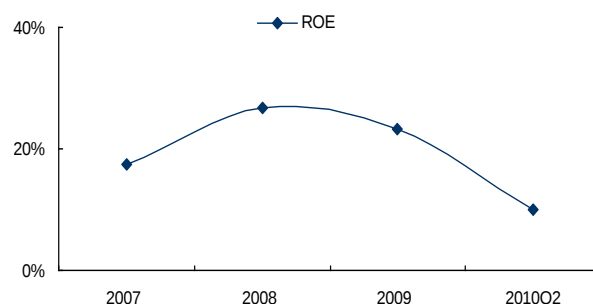
当然, 由于公司募投项目已经进行大量前期投产建设, 公司新增产能将有望较快投产, 净资产收益率也能有所回升。

图 9: 营业利润率和税前利润率维持稳定



数据来源: 招股说明书

图 10: 2007-2010Q2 年 ROE



数据来源: 招股说明书

募集资金项目分析

公司募集资金全部用于投资500kV环保型阻燃超高压交联电缆及500kV资源节约型铝合金架空线项目, 总投资4.23亿, 整个项目建设期为2年, 投产期1年, 投产第1年生产达到设计能力的70%, 第2年达到设计产能。预计新增8.47亿元, 预计新增毛利1.36亿元。预计内部收益率为29.7%, 投资利润率32.2%, 全部投资回收期5.13年。

盈利预测和估值

我们预计公司 2010-2012 年 EPS (摊薄后) 分别为 0.50、0.61、0.77 元, 我们认为公司具有较高的增长潜力, 并参考当前 A 股市场上的南洋股份和宝胜股份当前的估值水平和总市值, 在当前市场状况下给予公司 2010 年 28-30 倍 PE 较为合理, 合理价格区间为 14-15 元。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	234	392	461	622
应收款项	213	464	476	581
存货净额	205	856	935	1138
其他流动资产	39	32	40	48
流动资产合计	692	1744	1911	2390
固定资产	107	329	563	683
无形资产及其他	33	32	31	30
投资性房地产	5	5	5	5
长期股权投资	0	0	10	20
资产总计	837	2110	2520	3127
短期借款及交易性金融负债	228	228	311	545
应付款项	297	791	988	1203
其他流动负债	61	174	217	265
流动负债合计	586	1194	1517	2013
长期借款及应付债券	33	33	33	33
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	33	33	33	33
负债合计	619	1227	1550	2046
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	219	883	971	1082
负债和股东权益总计	837	2110	2520	3127

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.42	0.50	0.61	0.77
每股红利	0.35	0.05	0.06	0.08
每股净资产	1.82	5.52	6.07	6.76
ROIC	12%	10%	-	-
ROE	23%	9%	10%	11%
毛利率	17%	17%	16%	16%
EBIT Margin	9%	10%	8%	9%
EBITDA Margin	11%	11%	10%	11%
收入增长	-9%	42%	23%	22%
净利润增长率	12%	59%	21%	27%
资产负债率	74%	58%	61%	65%
息率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	6.4	9.0	9.7	9.9

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	908	1289	1586	1936
营业成本	768	1085	1365	1670
营业税金及附加	2	3	3	4
销售费用	48	70	86	105
管理费用	16	24	29	35
财务费用	16	18	8	13
投资收益	2	0	0	5
资产减值及公允价值变动	(4)	0	0	0
其他收入	12	15	29	44
营业利润	67	104	125	157
营业外净收支	1	3	5	7
利润总额	68	107	130	164
所得税费用	18	27	32	41
少数股东损益	(0)	0	0	0
归属于母公司净利润	51	81	97	123

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	51	81	97	123
资产减值准备	2	(4)	0	0
折旧摊销	11	14	27	41
公允价值变动损失	4	0	0	0
财务费用	16	18	8	13
营运资本变动	(46)	(290)	141	(55)
其它	(2)	4	0	0
经营活动现金流	20	(196)	266	110
资本开支	(9)	(230)	(260)	(160)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(9)	(230)	(270)	(170)
权益性融资	0	592	0	0
负债净变化	33	0	0	0
支付股利、利息	(42)	(8)	(10)	(12)
其它融资现金流	(51)	0	83	234
融资活动现金流	(69)	584	73	222
现金净变动	(58)	158	69	162
货币资金的期初余额	292	234	392	461
货币资金的期末余额	234	392	461	622
企业自由现金流	41	(414)	8	(49)
权益自由现金流	23	(428)	85	175

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
				岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	康 亢	010-66026337	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	刘 洋		赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568			程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	