

专业的特种电缆制造商

明星电缆
603333

专业的特种电缆制造商，成长稳健，毛利居高

公司专注于特种电线电缆的研发、生产、销售和服务，产品广泛应用于石油石化、发电、冶金、化工、航空航天、军工等行业。2008-2011年，公司营业收入复合增速为 16.01%，呈稳健增长之势。

公司主营收入的 86% 左右来自高毛利率的特种电缆，因此公司综合毛利率明显高于普通电缆生产商。2008-2011 年，公司综合毛利率高达 29%~35%，其中特种电缆毛利率高达 30%~38%。在特种电缆行业，公司综合毛利率也处于较高水平。

坚持差异化竞争战略，细分领域具备竞争优势

在石化领域，公司是中国石油天然气集团公司一级物资供应商、中国石油化工集团公司一级网络供应商和中国海洋石油总公司一级供应商。2010-2011 年，公司连续两年位居中石油能源一号网电线电缆类产品采购量排名第一。

在发电领域，公司客户涵盖中国神华、大唐电力、中核、长江三峡集团、中广核等大型电力企业。特别地，公司是国内仅有的 11 家具有核电电缆生产和设计制造许可证的企业。

募集资金主投“核风光”及海洋工程

公司拟使用募集资金 5.53 亿元，主要投入核电、风电、太阳能、海洋工程和光电复合海底电缆等产能。募集资金投向体现出公司的两大发展战略：一是围绕石油石化核心客户的发展战略，二是瞄准“核风光”新能源的发展战略。

募投项目建设期一年半，投产期两年。完全达产后，预计每年新增销售收入 14 亿元，新增净利润 1.5 亿元，增厚 EPS 0.43 元（摊薄后），相当于在 2011 年基础上翻一番，增速十分可观。

盈利预测与投资建议：预计公司 2012-2014 年分别实现摊薄后 EPS 0.49 元、0.67 元、0.81 元，三年复合增速高达 28.22%，体现出良好的成长性。公司主营特种电缆，盈利能力和成长性高于普通电缆生产企业，可以给予较高估值。按照 2012 年 21-25 倍估值，上市首日定价区间为 10.29-12.25 元。建议询价时予以 10% 折让，询价区间 9.26-11.03 元，询价区间中值 10.15 元。

电力设备板块系统性风险较小：年初至今的上涨行情中，中信 29 个一级行业中电力设备板块涨幅居后五位。目前，电力设备板块估值相对较低，系统性风险较小，不排除后续走出补涨行情的可能。

首次

不评级

上市首日定价区间：10.29-12.25 元

建议询价区间：9.26-11.03 元

分析师：应晓明

投资咨询执业证书编号：

S0630511010018

021-50586660-8645

yxm@longone.com.cn

联系人：赖凯

021-50586660-8621

laikai@longone.com.cn

日期：

分析：2012 年 04 月 19 日

发布：2012 年 04 月 19 日

发行上市资料：

发行前股本：26,000 万股

本次拟发行：8,677 万股

发行后总股本：34,677 万股

发行方式：网下配售+网上申购

保荐机构：国元证券

发行日期：2012 年 4 月

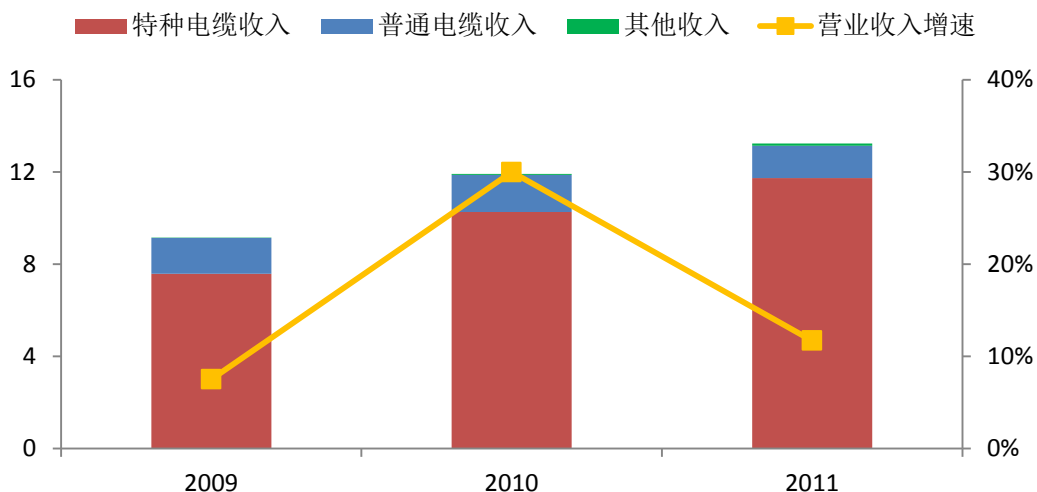
发行前主要股东：

李广元	83.46%
苏州周原九鼎投资	6.54%
上海瓯温九鼎投资	1.15%
西藏轩轺文物保护	1.15%
马边顺明电力公司	1.15%
沈卢东	0.96%
盛业武	0.96%
四川德胜集团	0.77%
河北中兴资产管理	0.77%

一、专业的特种电缆制造商，成长稳健，毛利居高

公司专注于特种电线电缆的研发、生产、销售和服务，产品广泛应用于石油石化、发电、冶金、化工、航空航天、军工等行业。2008-2011 年，公司营业收入复合增速为 16.01%，呈稳健增长之势。

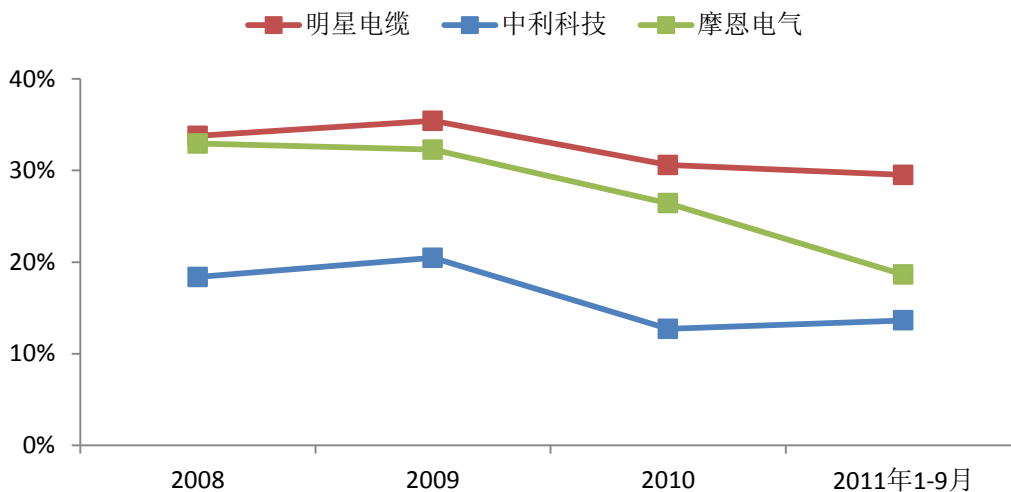
图1 公司主营收入构成及增长情况（亿元）



资料来源：招股意向书，东海证券研究所

公司主营收入的 86%左右来自高毛利率的特种电缆，因此公司综合毛利率明显高于普通电缆生产商。2008-2011 年，公司综合毛利率高达 29%~35%，其中特种电缆毛利率高达 30%~38%。在特种电缆行业，公司综合毛利率也处于较高水平。

图2 特种电缆上市公司综合毛利率水平对比

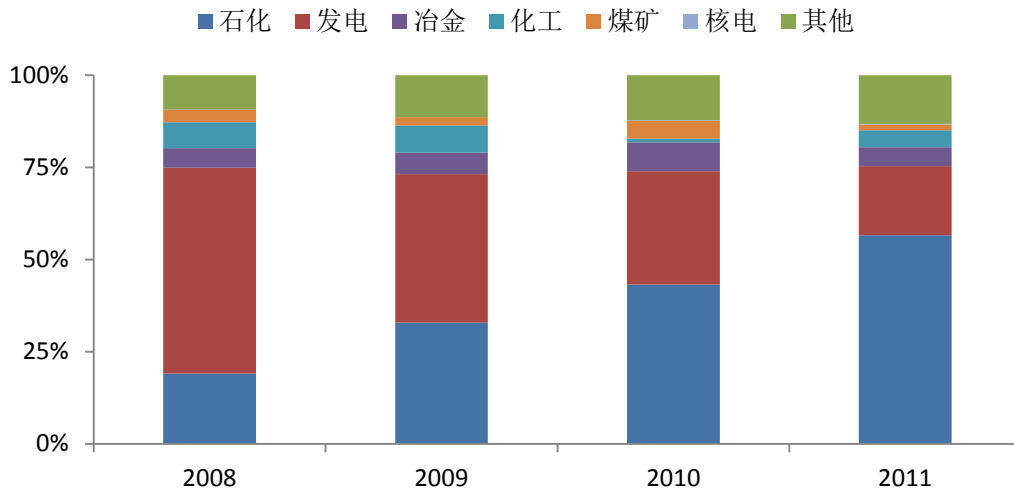


资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

二、坚持差异化竞争战略，细分领域具备竞争优势

在众多特种电缆生产商中，公司专注于石油石化、发电等领域，并在细分领域取得明显的竞争优势。

图3 公司营业收入按行业分布情况



资料来源：招股意向书，东海证券研究所

在石化领域，公司是中国石油天然气集团公司一级物资供应商、中国石油化工集团公司一级网络供应商和中国海洋石油总公司一级供应商。2010-2011年，公司连续两年位居中石油能源一号网电线电缆类产品采购量排名第一。

在发电领域，公司客户涵盖中国神华、大唐电力、中核、长江三峡集团、中广核等大型电力企业。特别地，公司是国内仅有的11家具有核电电缆生产和设计制造许可证的企业。

特种电缆的应用领域具有特殊性，因此下游客户对供应商的资质、信誉十分看重。目前公司已经取得国内外多种资格认证以及其他企业的供货资格，公司产品的质量、品牌等也广获业内赞誉。

三、募集资金主投“核风光”及海洋工程

公司拟使用募集资金5.53亿元，主要投入核电、风电、太阳能、海洋工程和光电复合海底电缆等产能。募集资金投向体现出公司的两大发展战略：一是围绕石油石化核心客户的发展战略，二是瞄准“核风光”新能源的发展战略。

募投项目建设期一年半，投产期两年。完全达产后，预计每年新增销售收入14亿元，新增净利润1.5亿元，增厚EPS 0.43元（摊薄后），相当于在2011年基础上翻一番，增速十分可观。

表1 公司募投项目情况

募投项目	新增产能 (km)
核电站用电缆	1,800
风力发电用电缆	2,700
太阳能发电用电缆	1,650
海洋工程用电缆	700
光电复合海底电缆	600
合计	7,450

资料来源：招股意向书，东海证券研究所

四、盈利预测及估值

预计公司 2012-2014 年分别实现摊薄后 EPS 0.49 元、0.67 元、0.81 元，三年复合增速高达 28.22%，体现出良好的成长性。公司主营特种电缆，盈利能力和成长性高于普通电缆生产企业，可以给予较高估值。

按照 2012 年 21-25 倍估值，上市首日定价区间为 10.29-12.25 元。建议询价时予以 10%折让，询价区间 9.26-11.03 元，询价区间中枢 10.15 元。

表2 公司分产品盈利预测 (百万元)

产品	指标	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
石油石化	营业收入	301.15	514.62	749.31	936.64	1,170.80	1,463.50
	增长率	84.95%	70.88%	45.60%	25.00%	25.00%	25.00%
	营业成本	172.73	328.49	485.24	618.18	784.43	995.18
	毛利率	42.64%	36.17%	35.24%	34.00%	33.00%	32.00%
电力	营业收入	368.39	366.57	248.55	273.40	546.81	820.21
	增长率	-22.56%	-0.50%	-32.20%	10.00%	100.00%	50.00%
	营业成本	247.67	270.65	184.91	205.05	421.04	647.97
	毛利率	32.77%	26.17%	25.60%	25.00%	23.00%	21.00%
核电	营业收入		1.45	2.50	52.49	157.47	236.21
	增长率			72.72%	2000.00%	200.00%	50.00%
	营业成本		0.93	1.89	41.47	125.98	188.97
	毛利率		35.58%	24.30%	21.00%	20.00%	20.00%
其他	营业收入	247.30	309.28	331.10	331.10	331.10	331.10
	增长率	15.39%	25.06%	7.06%	0.00%	0.00%	0.00%
	营业成本	171.69	227.21	273.10	281.43	281.43	281.43
	毛利率	30.57%	26.54%	17.52%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	营业收入	916.85	1,191.91	1,331.46	1,593.63	2,206.18	2,851.02
	增长率	7.51%	30.00%	11.71%	19.69%	38.44%	29.23%
	营业成本	592.09	827.28	945.14	1,146.14	1,612.89	2,113.55
	毛利率	35.42%	30.59%	29.01%	28.08%	26.89%	25.87%

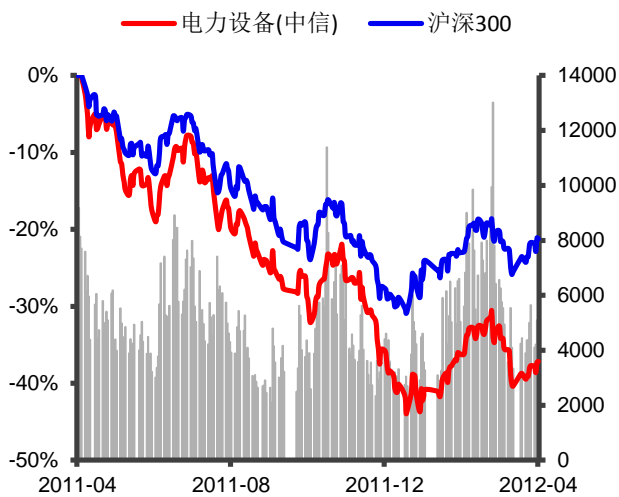
资料来源：招股意向书，东海证券研究所

五、电力设备板块系统性风险较小

最近一年，沪深 300 指数下跌 16.73%，电力设备板块下跌 36.55%，相对收益-19.82%；最近一月，沪深 300 指数下跌 1.10%，电力设备板块下跌 6.77%，相对收益-5.67%。

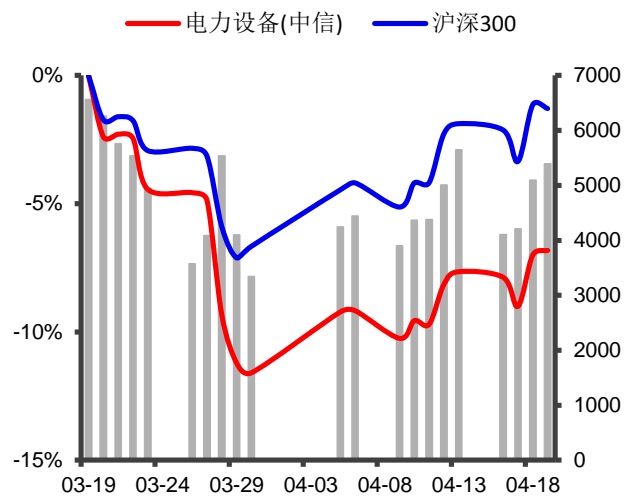
年初至今的上涨行情中，中信 29 个一级行业中电力设备板块涨幅居后五位。目前，电力设备板块估值相对较低，系统性风险较小，不排除后续走出补涨行情的可能。

图4 最近一年电力设备板块/沪深 300 走势



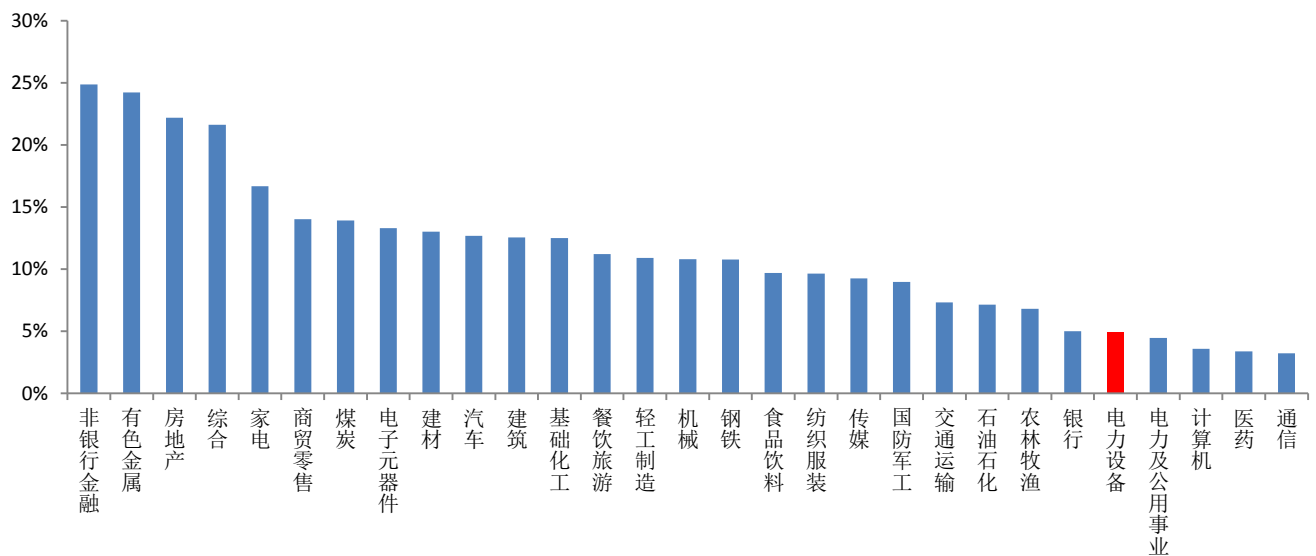
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 最近一月电力设备板块/沪深 300 走势



资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 年初至今各行业板块上涨幅度



资料来源：招股意向书，东海证券研究所

表3 公司财务预测

资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1137.68	1708.54	2039.93	2446.94
现金	309.07	686.75	540.56	653.58
应收账款	611.76	702.51	1094.33	1252.22
其它应收款	40.89	69.59	62.57	105.05
预付账款	36.85	0.00	39.79	22.13
存货	103.10	211.44	228.35	339.63
其他	36.01	38.24	74.34	74.34
非流动资产	551.31	616.23	800.81	971.68
长期投资	21.00	21.00	21.00	21.00
固定资产	213.61	364.70	535.17	681.64
无形资产	74.02	84.18	114.90	144.83
其他	242.69	146.35	129.74	124.21
资产总计	1688.99	2324.77	2840.74	3418.62
流动负债	729.57	410.19	733.84	1070.76
短期借款	417.00	0.00	257.76	424.47
应付账款	70.71	145.38	126.61	223.87
其他	241.86	264.81	349.48	422.42
非流动负债	237.47	156.00	117.00	78.00
长期借款	195.00	156.00	117.00	78.00
其他	42.47	0.00	0.00	0.00
负债合计	260.00	566.19	850.84	1148.76
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	721.95	1758.58	1989.90	2269.87
负债和股东权益	1688.99	2324.77	2840.74	3418.62

现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	107.66	171.02	-85.70	288.23
净利润	132.82	169.93	231.32	279.97
折旧摊销	28.07	42.91	66.59	90.52
财务费用	54.49	36.53	28.59	41.58
投资损失	-0.07	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-106.84	-79.56	-411.68	-123.80
其它	-0.81	1.21	-0.52	-0.04
投资活动现金流	-157.79	-109.04	-250.66	-261.34
资本支出	106.79	108.61	184.06	170.83
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-51.00	-0.44	-66.59	-90.52
筹资活动现金流	10.73	315.70	-67.59	-80.58
短期借款	-77.78	-417.00	0.00	0.00
长期借款	65.00	-39.00	-39.00	-39.00
其他	23.51	771.70	-28.59	-41.58
现金净增加额	-39.40	377.68	-403.94	-53.70

重要财务指标 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1331.46	1593.63	2206.18	2851.02
同比(%)	11.71%	19.69%	38.44%	29.23%
归属母公司净利润	132.82	169.93	231.32	279.97
同比(%)	26.55%	27.94%	36.12%	21.03%
毛利率(%)	29.01%	28.08%	26.89%	25.87%
ROE(%)	18.40%	9.66%	11.62%	12.33%
每股收益(元)	0.38	0.49	0.67	0.81
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	9.41	6.91	7.68	7.44

资料来源：招股意向书，东海证券研究所

利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1331.46	1593.63	2206.18	2851.02
营业成本	945.14	1146.14	1612.89	2113.55
营业税金及附加	11.10	13.59	17.94	23.75
营业费用	92.25	111.03	155.12	193.17
管理费用	66.37	80.22	112.21	137.84
财务费用	54.49	36.53	28.59	41.58
资产减值损失	6.74	7.57	8.68	12.99
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.07	0.00	0.00	0.00
营业利润	155.45	198.57	270.75	328.15
营业外收入	5.77	6.02	6.36	6.05
营业外支出	4.83	4.67	4.97	4.82
利润总额	156.39	199.92	272.14	329.37
所得税	23.56	29.99	40.82	49.41
净利润	132.82	169.93	231.32	279.97
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	132.82	169.93	231.32	279.97
EBITDA	222.09	265.43	353.15	444.58
EPS (摊薄)	0.38	0.49	0.67	0.81

主要财务比率	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	11.71%	19.69%	38.44%	29.23%
营业利润	29.58%	27.74%	36.35%	21.20%
归属于母公司净利润	26.55%	27.94%	36.12%	21.03%
获利能力				
毛利率	29.01%	28.08%	26.89%	25.87%
净利率	9.98%	10.66%	10.49%	9.82%
ROE	18.40%	9.66%	11.62%	12.33%
ROIC	11.51%	9.68%	10.13%	10.71%
偿债能力				
资产负债率	15.39%	24.35%	29.95%	33.60%
净负债比率	36.01%	32.20%	42.76%	50.61%
流动比率	1.56	4.17	2.78	2.29
速动比率	1.42	3.65	2.47	1.97
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.79	0.85	0.91
应收账款周转率	2.41	2.43	2.46	2.43
应付账款周转率	13.94	10.61	11.86	12.06
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.49	0.67	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.49	-0.25	0.83
每股净资产(最新摊薄)	2.78	5.07	5.74	6.55
估值比率				
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	9.41	6.91	7.68	7.44

模型建立：2012-04-19 (首次)

预测结果：0.49 元、0.67 元、0.81 元，“不评级”

上次预测：无

本次变化：无

作者简介

应晓明：十年证券工作经验，曾就职于港澳资讯投资研究中心、证券时报，任证券分析师、企业财务顾问、上市公司研究和报道等职。

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897