



东兴证券
DONGXING SECURITIES

高端矿缆打开百亿市场，传统业务焕发新春

2012年7月19日

强烈推荐/维持

中利科技

事件点评

——中利科技（002309）事件点评

分析师：弓永峰

执业证书编号：S1480111020051

联系人：弓永峰 李根 陈鹏 侯建峰

gongyf@dxzq.net.cn

010-66554025

事件：

1. 公司发布公告称：公司全资子公司常州船用电缆有限责任公司近日收到安标国家矿用产品安全标志中心颁发的矿用产品安全标志证书，公司 16 种产品获得国家矿用中心安全标志证书。此次证书的获取，对公司产品结构升级、增强产品和技术的差异性会产生一定的影响；有利于公司提升核心竞争力，获取更好的经营业绩。

高端矿用线缆是电缆中的“贵族”，由于其使用环境特殊，安全性要求高，一直以来被国外产品垄断，毛利率高达 60-70%。目前国内仅有两家企业掌握该技术，公司是率先能够大批量产业化此类产品的公司。公司产品在此领域的突破，意味公司将打开矿用电缆未来 100 亿元的市场空间，保守预计为公司 13-14 年带来收入 2 亿元和 4 亿元，贡献利润达到 0.4 亿元和 1 亿元，增厚 EPS 约 0.08 元和 0.21 元。

我们的主要观点：1) 公司高端矿用电缆率先取得突破，打开未来百亿市场空间；2) 传统线缆业务毛利率企稳回升，保持稳健增长； 3) 为苹果等供货的线缆插接件已通过苹果认证且今年保守预计可实现销售收入约 1 亿元，贡献利润 1000 万元以上；4) 光伏电站是公司光伏业务的战略重点，为公司显著增厚业绩。

公司高端矿用电缆取得重大突破，打开百亿元新市场，且毛利率高达 40%；苹果等连接线项目进入释放业绩阶段，预计贡献 1 亿元收入，保持 20% 以上毛利；传统电缆业务，毛利率回升且收入保持稳健的增长。光伏业务从电池/组件转型到光伏电站项目，盈利能力远优于其它光伏电站 EPC 项目公司；预计公司 12-14 年 EPS 为 0.74 元、0.95 元（+0.08 元）和 1.19 元（+0.21 元），对应 PE 为 14、11 倍和 8.9 倍，维持“强烈推荐”评级。随着公司高端矿用线缆的放量以及国内光伏电站 BT 建设项目高潮的到来，公司必将迎来一个崭新的增长期，建议投资者积极参与此类有强劲业绩支撑的公司。

观点：

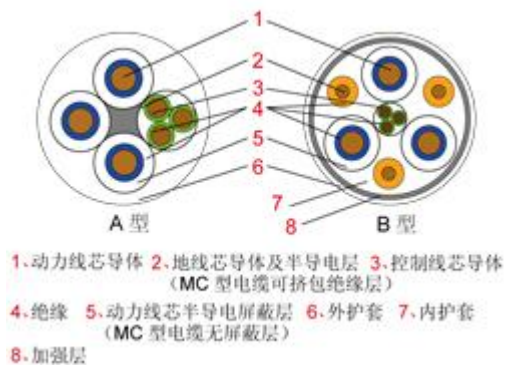
1. 高端矿用电缆打开一片百亿市场新天地。

高端矿用电缆主要用在煤炭采掘行业，其使用环境恶劣，线缆经常受到潮湿环境侵蚀，同时经常受到反复拖拉牵引，对电缆性能要求非常高。其对各项指标，结构设计，电缆材料的要求非常严格。目前国内高端矿用电缆一般采用进口产品，其使用寿命可达 12 个月，但供货周期长，且价格昂贵。而国产一般的矿用线缆，由于技术不过关，产品寿命短，一般只有 2-3 个月。国外产品借其技术优势一直把持国内高端矿用市场，毛利率高达 60-70%。而目前国内仅有两家企业掌握高端矿用电缆的生产技术，且公司是率先能够大批量产业

化生产改电缆同时率先获得国家国家矿用中心一次给予 16 种矿用线缆的公司。公司产品在此领域的突破，将打开近 100 亿元高端矿用电缆空间，提升公司的传统电缆产品的毛利率水平。保守预计，公司产品价格比国外同类同型号产品低约 20-30%，毛利率达到 40%以上。

我们保守预计公司高端矿用线缆 13-14 年市场份额达到 2%和 5%，销售收入达到 2 亿元和 5 亿元，则贡献利润预计达到 0.4 亿元和 1 亿元，增厚 EPS 约 0.08 元和 0.21 元。

图 1：矿用电缆结构示意图（采煤机软电缆）



资料来源：中利科技资料，东兴证券整理

图 2：矿用电缆图片（8KV 矿用橡套软电缆）。



资料来源：网络资料，东兴证券整理

2. 传统线缆业务毛利率气温回升。

公司传统线缆下游客户主要是中国移动、中国联通和中国电信，其定价模式采用成本加成的模式。当线缆的主要原材料铜的价格上涨或下跌 10%以上且超过一定时间，甲乙双方将根据相应的成本计算方法重新核定产品价格。去年由于铜价微涨，且超过 10%的价格波动低于规定时间，产品价格未重新核定，导致公司自己消化掉了原材料涨价的增加了的成本。而今年年初以来，铜的价格微跌，这对公司来说，成本上带来一定利好，如果全年价格下跌幅度低于 10%，则带来公司较大的毛利率提升。

此外，传统软线缆业务主要是通信行业原有机房的升级换代带来的稳健需求。根据中国移动每两年进行一次招标，今年招标预计在今年三季度，公司一般中标量占到 60%以上，且具有典型的规模成本优势。

软线缆业务采用按照实际需求集中竞标模式，如果没有全国范围大规模中标的支撑，小企业很难拿到订单。对于特殊规格的线缆，如果拿不到一定的中标量，则成本很难下来，也很难做。公司作为全国软线缆的龙头企业，中标量一直是最大的。公司以全国的中标订单为基础，以小积大，成规模经济效应，从而降低成本。整个线缆行业在这样一个模式下竞争运作，其无形的壁垒还是比较高的。这就保障了公司软线缆业务具有较稳健的特点。

3. 苹果线缆插接件产品今年贡献业绩预计达到1亿元。

公司的线缆插接件已经通过苹果公司的认证，正在做销售区域的当地认证，今年保守预计可在三季度实现供货，实现销售收入约1亿元，毛利率高达20%以上，贡献利润保守达1000万元以上。另外一方面，随着公司顺利通过苹果公司认证并开始给苹果供货，Dell等公司鉴于公司优良的品控能力，也陆续向公司进行产品采购。

目前国内能够向苹果供应此类小线缆产品的仅有1-2家公司，公司借进入苹果供应链的机会，积极布局小线缆业务，成为未来公司新的增长点。预计公司未来此业务发展起来以后，其销售规模可达5亿元以上。

4. 公司国内电站业务盈利超预期。

国内电站建设量保守预计今年将达到6GW，比11年翻两番左右，在欧美市场持续下调光伏补贴且出货价格持续下跌，海外欧美市场电池片组件销售短期内处于较大不确定性之时，公司集中力量专注于国内电站业务，无疑对于保障公司业绩带来积极意义。

公司今年除了在江苏本省继续保持优势以外，还集中精力积极布局甘肃嘉峪关、青海等地，保守预计公司今年在江苏建设电站60-80MW，青海150MW，嘉峪关100MW，到达330-350MW，比去年增长11倍多，是公司今年业绩的主要来源。计入今年国内光伏电站BT销售收入达到37.5亿元，利润预计达3亿元，权益后达2亿元，贡献EPS约0.41元。

5. 光伏产业后发技术装备优势明显，组件业务仍处盈利状态。

公司目前具有1GW电池片-组件生产线，整线采用自动化作业，仅需要3200人，比传统的1GW的光伏组件、电池片生产线，减少4000-5000人，保守预计节约人员成本约1.6亿元/年。另一方面，采用自动化的生产线，其设备投资虽然更大，但是一年折旧费用仅增加大约5000多万元，综合效益成本节约1.1亿元/年，折合成1GW组件来看，相当于成本节约了0.11元/w，比传统企业节约了大约2%，使得完全达产后的盈亏平衡点在毛利率11-13%左右，优于其它企业约1-2个百分点。

另一方面，公司11年下半年投入生产，采用以销定产的策略，原材料硅片价格和保利协鑫和做，紧贴多晶硅现货价格，不存在大量库存压力风险，因此在11年4季度和今年1季度，公司组件业务仍旧保持盈利状态，由于其它传统组件企业。

预计全年公司组件出货量可达到850MW，扣除下半年电站建设用350MW左右，其中直接销售组件约500MW左右。我们预计公司12年组件业务毛利率维持在13-17%左右，全年保持盈利状态，并为公司提供一定的现金流，而光伏电站业务，将是公司今后光伏业务的核心利润来源。

盈利预测与投资建议

公司光伏业务从电池/组件转型到光伏电站项目，盈利能力远优于其它电池/组件企业以及光伏电站EPC项目公司；苹果等连接线项目进入释放业绩阶段，预计贡献1亿元收入，保持20%以上毛利；传统电缆业务，毛利率回升且收入保持稳健的增长。预计12-13年EPS（完全摊薄）为0.74元和0.87元，对应PE为13和11倍，给予“强烈推荐”评级。在“双反”迷局未定，整个光伏行业处在低谷时期，建议投资者积极关注国内光伏电站BT建设且具有强劲业绩支撑的光伏电站建设类公司，未来必将带来较高收益。

投资风险

1、公司电站建设项目进展低于预期； 2 高端线缆业务进展低于预期；

表 1：盈利预测和估值

项目	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	2,918.72	4,798.80	10,327.20	13,455.12	16,290.08
主营收入增长率	72.15%	64.41%	115.20%	30.29%	21.07%
EBITDA（百万元）	242.41	374.31	1,167.31	1,535.19	1,747.63
EBITDA 增长率	-5.56%	54.41%	211.86%	31.51%	13.84%
净利润（百万元）	188.79	207.76	355.00	457.98	571.02
净利润增长率	3.38%	10.05%	70.87%	29.01%	24.68%
ROE	8.24%	9.05%	22.50%	23.01%	22.80%
EPS（元）	0.790	0.860	0.739	0.953	1.188
P/E	13.39	12.30	14.32	11.10	8.90
P/B	1.11	1.11	3.22	2.55	2.03
EV/EBITDA	9.15	10.32	6.67	4.84	3.81

资料来源：东兴证券

分析师简介

弓永峰

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席分析师，新兴产业小组组长。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事电力设备与新能源、新材料行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在成长性的中小市值股票。

新能源与电力设备小组简介

弓永峰 首席分析师，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席分析师，新兴产业小组组长。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事电力设备与新能源、新材料行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在成长性的中小市值股票。

李根 研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（二次设备、节能环保）研究。

陈鹏 研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车、固体废弃物处理）研究。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。