

公司研究

公司投资价值分析

首次评级：短期_强烈推荐，长期_A

被市场忽略的特种电缆行业龙头

——中利科技(002309)公司投资价值分析

核心观点

1、公司主营业务为阻燃耐火软电缆，主要用于通信行业，公司主要客户为电信运营商和通信设备制造商。阻燃耐火软电缆属于特种电缆，毛利率高于一般线缆，公司是国内阻燃耐火软电缆的发明者，也是行业标准的制定者。目前公司阻燃耐火软电缆市场占有率在50%以上，在中国移动市场份额在60%以上。目前公司产品需求稳定，订单饱满。

2、预计电信投资未来几年仍能维持在3000亿以上。3G基地站的持续增加将给公司的阻燃耐火软电缆带来新的增量需求，而由于自然灾害、设备更换等各种原因带来的存量基站维护更新也形成了公司产品的刚性需求；此外中国电信近几年将大规模对西部地区的老旧机房进行搬迁或设备替换，这些因素都将给公司产品带来较大的市场需求。

3、公司年初低价收购常州船用电缆厂，进入船用电缆行业。常州船缆厂是国内最早从事船用电缆生产的厂家，资质齐全，客户众多，订单扩张弹性较大。船用特种电缆是一个投入较大的行业，公司的资金投入和常州船用电缆厂的资质、客户资源将实现较大的协同效应。通过经营改革和产能投入，公司将作为国内大型的船用电缆生产厂，有望在国内加速承接全球造船产能转移的进程中抢得先机，并成为重要的业绩支撑。

4、特种电缆的核心技术在于工艺和配方，公司的特种电缆料研发实力较强，电缆料不仅自用，还供国内各大厂商，公司募投项目将扩大电缆料的产能，同时公司也在将材料研发的技术向超高压电缆材料等方向拓展。公司铁路道路、机车用特种电缆研发时间长，产品拥有较多的技术储备，随着近年铁路的建设加速，公司有望进入新的海量市场。

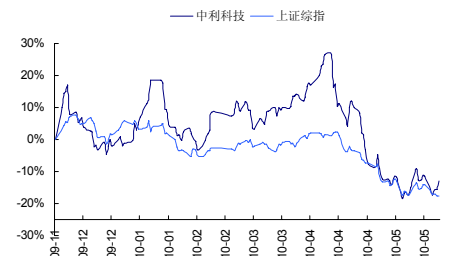
5、公司的特种电缆成本80%以上为铜，08年底和09年初由于铜价大幅下跌导致公司业绩增长不明显，但公司和客户的价格联动机制使得毛利率得以保持。按照10年以来的铜价计算，公司产品价格将有20%-30%幅度的上调空间，有效支撑公司业绩增长。同时结合10年和08年危机时的经济状况对比，我们认为铜价再次大幅下跌的可能性不大。

6、我们预测公司10-12年EPS为1.23、1.83和2.33元，对应10-12年的动态市盈率为24、16、12倍，明显低于行业的平均估值水平。从动态的角度看，我们预测公司未来三年的净利润复合增速为52%，对应PEG仅有0.46，远低于1的合理水平；我们认为公司目前明显被市场低估，给予“短期-强烈推荐、长期-A”的投资评级。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	1695	3086	4502	5776
同比增速(%)	3%	82%	46%	28%
净利润(百万)	183	338	502	637
同比增速(%)	22%	85%	49%	27%
EPS(元)	1.37	1.23	1.83	2.33
P/E	21.19	23.51	15.81	12.46

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	24030.00
流通A股(万股)	6030.00
52周内股价区间(元)	29.53-80.88
总市值(亿元)	71.85
总资产(亿元)	25.91
每股净资产(元)	15.85

目标价	6个月
	12个月

相关报告

研究员：巩俊杰

电话：010-84183316

Email: gongjunjie@guodu.com

执业证书编号：S0940208040096

联系人：姜瑛

电话：010-84183295

Email: jiangying@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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。

正文目录

一、公司概况	4
二、阻燃耐火软电缆：公司的明星业务	5
1、电信运营商：新增基站机房+存量基站机房维护+老旧基站机房更新	5
2、设备商采购持续增长，市场份额稳步提高	8
3、产能扩张推动公司业绩增长	9
4、铜价：公司业绩的助推器	10
三、船用电缆：被市场忽略的潜在增长点	11
1、产能扩张推动公司市场份额提升	11
2、在手订单保证造船行业近期增长无忧	13
3、危机后船舶制造业产能转移加速	14
4、产能扩张推动公司船缆业务高速增长	14
四、材料研发：研发力度加大，产业拓展领域宽广	15
1、中联光电：电缆料研发实力突出，扩产后将加大外销力度	15
2、研发力度加大，可能填补国内超高压领域高分子材料空白	17
五、其他业务和市场的增量推动	17
1、铁路及轨道交通领域：建设力度加大，公司产品拓展空间广阔	17
2、三网融合带来新的需求	18
3、电力、建筑等其他领域	19
六、盈利预测与投资评级	20
1、盈利预测	20
2、相对估值	21
3、DCF估值	23
七、风险提示	23

图表目录

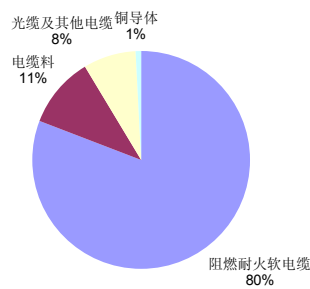
图 1: 公司 09 年主营业务收入结构	4
图 2: 公司 09 年主营业务毛利结构	4
图 3: 中国移动阻燃耐火软电缆的供应商结构	5
图 4: 国内电信投资规模变化	6
图 5: 公司对华为的收入和销量变化	8
图 6: 公司对华为的销售收入变化	9
图 7: 华为和中兴的营业收入和增速对比	9
图 8: 沪铜基准价变化	10
图 9: 基准铜价和公司电缆价格变化	10
图 10: 国内线缆企业毛利率对比	11
图 11: 国内船用电缆市场竞争结构	12
图 12: 全球船舶制造单月新增订单	13
图 13: 我国船舶制造单月新增订单	13
图 14: 全球船舶制造年度在手订单	13
图 15: 我国船舶制造年度在手订单	13
图 16: 全球船舶制造在手订单分布	14
图 17: 我国船舶制造年度在手订单	14
图 18: 全球及我国船舶新增订单市场结构	14
图 19: 国内船用电缆市场容量预测	15
图 20: 中联光电电缆料和铜导体外销收入变化	16
图 21: 国内电气设备行业绝缘制品产量	17
图 22: 国内电力电缆产量	17
图 23: 国内铁路投资额变化	18
图 24: 公司近几年的业绩变化	20
图 25: 中利科技PE (TTM)	22
图 26: 中利科技PB (TTM)	22
表 1: 公司下属子公司及参股公司	4
表 2: 电信运营商特种电缆需求汇总	7
表 3: 公司对电信运营商的收入测算	7
表 4: 公司对通信设备制造商收入估算	9
表 5: 公司产能变化	10
表 6: 公司EPS对铜价的敏感性分析	11
表 7: 国内船用电缆厂比较	12
表 8: 公司的船用电缆收入测算	15
表 9: 公司的材料业务收入测算	16
表 10: 广电运营商特种电缆需求汇总	19
表 11: 其他行业和领域的需求概况	19
表 12: 公司的主营业务收入测算	20
表 13: 盈利预测表	21
表 14: 上市公司估值对照表	22
表 15: 假设条件	23
表 16: 预测结果	23
表 17: 敏感性分析	23
附录: 财务预测表	24

一、公司概况

中利科技主营特种电缆，主要产品为阻燃耐火软电缆，09年占公司营业收入的78%，毛利的近90%，公司的主要客户为电信运营商和通信设备制造商，09年分别占公司总收入的70%和30%。公司是国内第一根阻燃耐火软电缆的发明者，也是国内专业从事阻燃耐火软电缆生产的行业龙头，国家关于《通信电源用阻燃耐火软电缆》的行业标准也由公司起草，公司在阻燃耐火软电缆领域市场占有率在50%以上。根据清华前瞻资讯公司的数据，公司在国内特种电缆行业处于第一阵营，竞争实力较强。

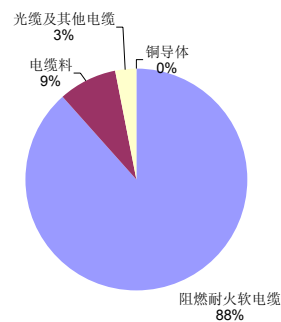
公司本部位于江苏常熟，下设7家子公司（10年初收购常州船用电缆厂），两家参股公司。公司的整个产品线包括特种电缆原材料铜导体、电缆料、成品阻燃耐火软电缆、船用电缆和光缆等多种产品。09年公司实现营业收入16.95亿元，同比增长2.6%；实现净利润5909万元，同比增长22.1%；10年1季度公司实现营业收入5.03亿元，同比增长68.68%；实现净利润4164万元，同比增长84.33%；在铜价回升和经济回暖的背景下，公司业绩高成长时期已经来到。

图 1: 公司 09 年主营业务收入结构



数据来源: 国都证券

图 2: 公司 09 年主营业务毛利结构



数据来源: 国都证券

表 1: 公司下属子公司及参股公司

公司类型	公司名称	主营产品	持股比例	09年净利润
控股公司	常州船缆	船用电缆	100%	28,105.65
	中联光电	铜导体、电缆料	95%	4,231.24
	深圳中利科技	阻燃耐火软电缆	100%	3,122.55
	中德电缆	阻燃耐火软电缆	100%	274.51
	中利光电技术研究中心	材料研发	100%	60.76
	惠州中利科技	阻燃耐火软电缆	100%	-55.03
	辽宁中利科技	力缆、阻燃耐火软电缆	90%	-526.53
	参股公司	长飞中利光纤光缆	光缆	49%
苏州科宝		电缆	30%	1,611.46

数据来源: 国都证券

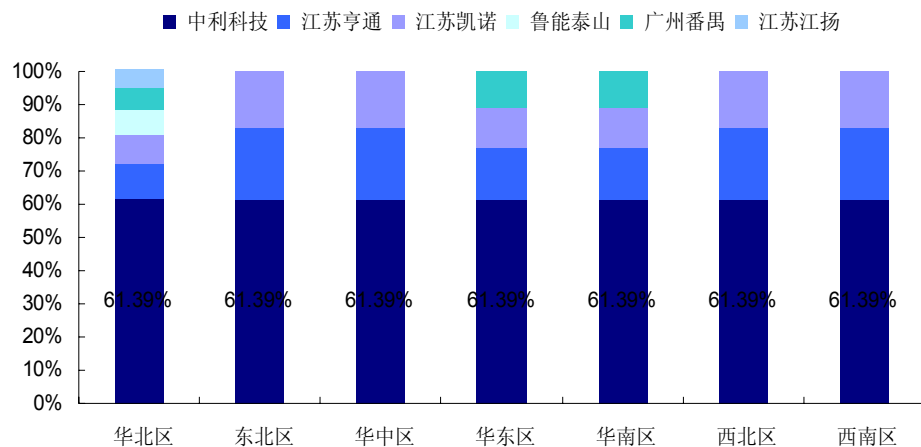
二、阻燃耐火软电缆：公司的明星业务

特种电缆相对于普通电缆而言，主要是指在性能、结构和使用环境等方面有特殊要求的电缆。阻燃、耐火软电缆是特种电缆的重要分支，属于电器装备用电线电缆，其功能是输送电能，目前主要用在对阻燃耐火性能以及电缆优化布局等方面有特别要求的通信机房、基站中枢以及通信设备配套上。因为产品具有柔软、阻燃、耐火的特性，这种电缆又逐渐在铁路、轨道交通、建筑等特殊场所作为电源传输的首选产品，应用领域跨越了通信、电力、电气设备等几大行业。

国内的阻燃耐火软电缆最早由公司发明，1994年起开始在上海推广，至2003年开始全国应用。目前公司在这个细分领域占据了50%以上的市场份额，其中在中国移动的份额高达60%以上。公司的阻燃耐火软电缆产品实力较强，中国移动在珠穆朗玛峰上的基站中使用的特种电缆就是公司的产品，珠峰上气候条件非常恶劣，因此选取的设备品质都非常好，这也从侧面反映了公司产品的实力。

公司在行业中的地位较为稳固，我们认为未来行业竞争加剧的可能性不大，首先，公司是国内唯一一家大规模量产阻燃耐火软电缆的企业，并以此为主业，这使得公司敢于大规模的积压存货，从而能随时响应运营商的即时需求；其次，由于公司客户已经铺开，公司在出货量方面更能满足运营商的需求，目前公司是国内唯一的能按照小于1km的量批量供应特种电缆的厂商，这种灵活性给客户带来极大的便利，客户粘性很强；此外公司的特种电缆研发时间较长，在功能和产品质量上都有保证，因此我们认为公司未来市场地位较为稳定。

图 3：中国移动阻燃耐火软电缆的供应商结构



数据来源：国都证券

1、电信运营商：新增基站机房+存量基站机房维护+老旧基站机房更新

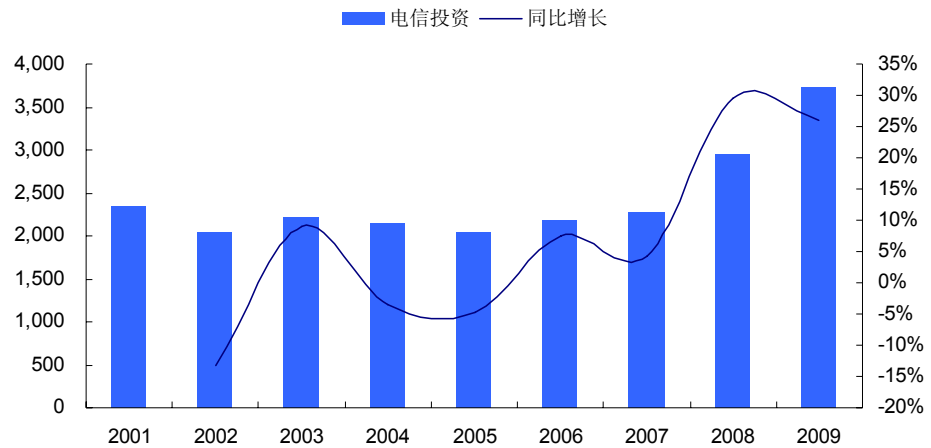
公司的阻燃耐火软电缆主要用于通信领域，客户为电信运营商和通信设备制造商。对于电信运营商，公司的产品主要用于移动通信基站和机房，而对通信设备制造商主要是用于产品配套。

(1) 新增基站带来新的需求

08 年电信运营商重组完成后，电信运营商形成三家全业务竞争的格局，从 09 年起电信投资迅速攀升至 3000 亿元以上，预计未来几年可能在结构上有所调整，但规模仍然维持高位运行。虽然市场担忧基站、机房建设高峰期已过，但我们认为 3G 基站仍在建设中，未来 2G 和 3G 基站覆盖的优化需求仍将持续，且电源电缆不同于其他设备，只要硬件设备有更新、升级（向 LTE 升级），电缆就需要进行更换，因此更新和维护需求在阻燃耐火软电缆的市场需求中也占到很大的比重。公司业绩虽受电信投资额增速下滑的影响，但更新和维护需求在一定程度上能平滑公司的业绩。我们按照新建基站使用阻燃耐火软电缆 400 米来计算，则近三年每年新增基站的阻燃耐火软电缆需求就在 10 万公里左右，相比公司目前 5 万公里的产能，市场拓展空间仍然很大。

图 4: 国内电信投资规模变化

单位: 亿元



数据来源: 国都证券

(2) 存量基站维护平滑需求变化

截止 2009 年底，国内的存量基站已经达到了 100 万以上，由于基站、机房分布点各不相同，面临的环境也都不相同。因此每年都会因各种原因要对基站机房进行维护。08 年的南方雪灾、512 汶川地震、今年以来的洪涝灾害等自然灾害和人为因素等，都会对通信设施造成大规模的破坏，造成通讯中断等事故，因此每年存量基站的维护也是公司产品的一大需求来源，而且自然灾害造成的损坏其维护需求具有刚性，不受电信投资周期的影响。

我们保守地按照每年 10% 的存量基站维护更新比例（10 年才维护更新一遍，已经很保守了）来计算公司特种电缆的需求，基站数量按照 09 年末 2G 基站的数量来计算（默认新建的 2G 和 3G 基站都完全采用新的阻燃耐火软电缆，且 3 年内不进行更新和维护，假设条件更为保守，并剔除了下面计算的中国电信 7.5 万个机房），按照单个基站机房维护需求电缆长度为 300 米（相对合理）来计算，则每年能形成 2 万公里以上的刚性需求。

(3) 老旧基站更新带来短期增量

基站机房建设对公司产品的需求不仅在于新建基站机房和日常维护,由于发展速度不同,目前电信运营商在西部不发达地区有较多的老旧机房,可能逐步进行搬迁和设备替换。由于涉及到重新布线,且电缆本身价格较低,因此基站机房只要进行设备改造就会更换相应的电缆。

据公司统计中国电信的老旧机房较多,考虑到更新需求测算中已经考虑了其他两个运营商的基本更新维护需求,我们在预测中暂时只考虑中国电信的老旧机房搬迁。目前中国电信约有 7.5 万的机房需要进行改造,据公司测算其单个机房改造约需要近 1 公里的特种电缆,按照三年改造完毕来测算,则三年内每年将给公司带来约 2 万公里以上的特种电缆需求。

表 2: 电信运营商特种电缆需求汇总

单位: 万个, 万公里

	2010E	2011E	2012E
新增基站需求			
中国移动	13	10	7
中国联通	8	8	7
中国电信	10	5	6
单个基站电缆用量	0.4km		
新增需求	12.4	9.2	8.0
存量基站需求			
中国移动	45		
中国联通	33		
中国电信	9		
单个基站电缆用量	0.3km		
每年维护比例	10%		
新增需求	2.4	2.4	2.4
老旧机房需求			
中国电信	7.5		
基站更新	2.5	2.5	2.5
单个基站电缆用量	1km		
新增需求	2.5	2.5	2.5
合计	17.3	14.1	12.9

数据来源: 公司数据、国都证券

(4) 公司对电信运营商的收入测算

表 3: 公司对电信运营商的收入测算

单位: 万公里, 万元

	2010E	2011E	2012E
运营商需求测算			
中国移动	3.9	3.4	2.8
中国联通	0.4	1.2	1.5
中国电信	2.9	3.2	3.8
合计	7.2	7.8	8.1
公司收入测算			
公司特种电缆均价	22,151	23,259	24,422
公司收入合计	159,612	190,242	217,790

注: 结合公司在运营商的市场占有率计算

数据来源: 国都证券

2、设备商采购持续增长，市场份额稳步提高

(1) 公司在华为的市场份额较高

通信设备制造商也是公司客户的重要组成部分，此前公司的主要客户为华为，09 年公司对于华为的销售收入达到 3.23 亿元，占公司营业总收入的 19%。公司产品在华为的市场份额较高，08 年公司在华为公开招标的 34 类阻燃耐火软电缆中，有 30 类产品中标，其中 20 类产品占 70% 的份额，10 类产品占 30% 的份额，4 类产品未中标。综合来看约占 60% 的市场份额。

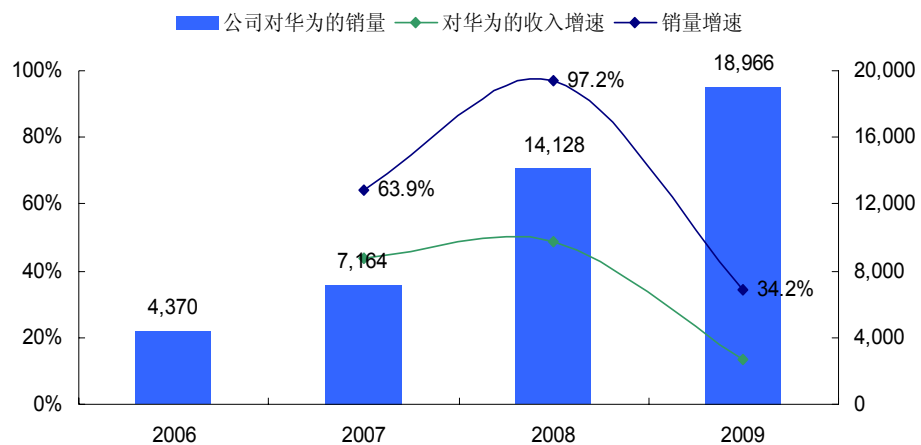
由于华为对供应商承诺未来将逐渐将采购向优势供应商集中，并预计每年减少约 30% 的供应商数量，这样相当于订单量将向公司进一步倾斜，公司在华为的市场份额将进一步提高。此外华为也是全球少有的持续保持业绩高增长的公司，随着华为全球市场份额的提高，公司的产品需求将进一步扩大。

(2) 价格波动掩盖了通信设备商需求的高增长

由于铜价波动，公司对华为的收入增速 09 年受到了较大的影响。2007-2009 年公司对于华为的销售收入分别为 1.9、2.9、3.2 亿元，增速分别为 44%、49% 和 13%；除 09 年受经济危机影响需求有所下滑以外（但仍维持正增长），其余年份都保持在 40% 以上。然而我们认为实际的增长速度更快，因为 08 年底和 09 年初铜价出现了较大幅度的波动，销量实际上更能反映出通信设备商的真实需求，剔除价格因素，07-09 年公司对于华为的销售量分别为 7000、1.4 万和 1.9 万公里，销量同比增速为 64%、97% 和 34%。也就是说即使在 08 和 09 年，华为对公司的产品需求也维持了非常高的增速，显示出配套需求的强劲。我们认为在 10 年的经济背景下，公司对华为的销量将明显恢复高增长的趋势。

图 5: 公司对华为的收入和销量变化

单位: 万元



数据来源: 国都证券

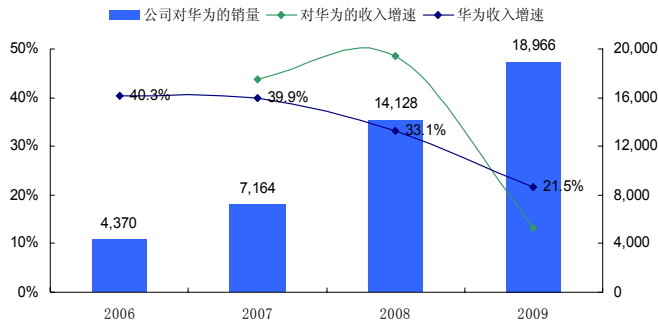
(3) 中兴等多家通信设备制造商份额逐渐提升

公司此前在中兴的市场份额不高，主要是由于通信设备商之间的采购协议导致的，09 年公司已经加大了深圳基地的投入力度，未来特种电缆产品将由公司本部和华南基地来向不同的通信设备商供货，10 年公司对中兴的供货量已经大幅攀升。

从中兴的经营状况来看，虽然收入规模同华为有一定差距，但由于从 10 年起其订单将逐渐对公司放量，仍能对公司产品形成很大需求，我们认为 10 年全年订单可能达到近亿元。由于中兴和华为在 08 年的全球经济危机中得到了更大的发展机遇，收入和净利润增速在同行业处于领先地位，是全球电信设备制造商中最具活力和竞争力的企业，因此未来华为、中兴在全球市场份额的进一步提升也将对公司的软电缆收入起到重要的支撑作用。此外公司还对艾默生、大唐等设备商有一定规模的供货，同时也在积极拓展阻燃耐火软电缆的出口市场，对公司特种电缆的市场需求也都形成了一定的支撑。

图 6: 公司对华为的销售收入变化

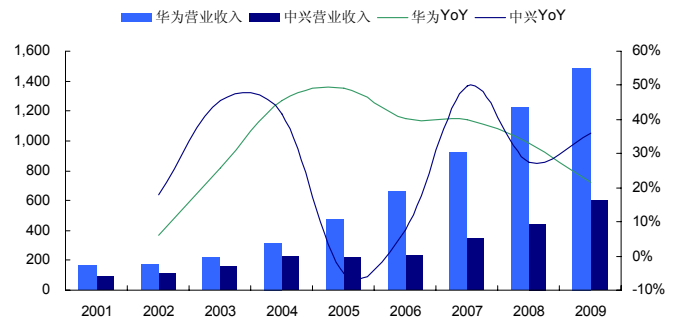
单位: 万元



数据来源: 国都证券

图 7: 华为和中兴的营业收入和增速对比

单位: 万元



数据来源: 国都证券

表 4: 公司对通信设备制造商收入估算

单位: 万公里, 万元

	2009	2010E	2011E	2012E
公司对华为的收入测算				
公司电缆价格	17,040	22,151	24,367	26,803
公司对华为的销量	18,966	24,277	32,046	42,300
销量增速	34.2%	28.0%	32.0%	32.0%
华为收入增速	21.5%	25.0%	30.0%	30.0%
公司在华为的收入	32,318	53,777	78,084	113,378
公司在对华为的收入增速	13.3%	66.4%	45.2%	45.2%
华为的采购总量	31,611	40,462	53,409	70,500
公司对中兴的收入测算				
中兴的采购总量	11,064	14,162	18,693	24,675
公司在中兴的份额	10%	15%	25%	35%
公司在中兴的收入	1,885	4,705	11,387	23,148
公司在对中兴的收入增速		149.6%	142.0%	103.3%
收入合计				
收入合计	34,203	58,482	89,471	136,526
YoY	19.9%	71.0%	53.0%	52.6%

注: 华为收入保守估计为 25%, 中兴采购总量粗略估计为华为的 35%

数据来源: 国都证券

3、产能扩张推动公司业绩增长

公司目前的阻燃耐火软电缆产能约为 6 万公里，过去几年产销率一直维持在 90% 以上。电信投资的高位运行，以及高铁建设、广电网改造带来的需求使得公司产能严重不足，在 IPO 募投项目公司预计扩产 53000 公里，随后公司的超募资金也将加大华南基地的投入力度，新增 1 万公里的产能，投产后公司的总产能接近翻番，产能的迅速扩张未来将有效支撑公司的业绩增长。

表 5: 公司产能变化

单位: 公里

项目	新增年产能	新增年产能合计	09 年 6 月产能	达产后产能合计
本部扩建	18000			
东北基地	25000	63000	57000	117000
华南基地	20000			

数据来源: 国都证券

4、铜价: 公司业绩的助推器

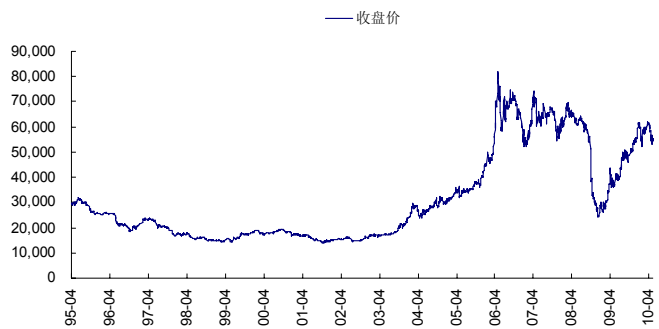
公司产品主要原材料为铜, 铜导体约占公司成本的 85%左右, 电解铜占铜导体成本的 98%以上。由于铜的价格近几年波动较为剧烈, 因此某种程度上加剧了公司的业绩波动。09 年受铜价低位运行影响, 公司阻燃耐火软电缆销量同比增长 24%, 而价格同比下降 15%, 因此收入仅实现个位数增长。如果铜价维持在 08 年的水平, 则 09 年公司每股收益将达到 1.9 元, 在相同规模下将增厚 EPS 0.6 元, 增厚幅度达到 40%, 因此, 公司的业绩受铜价影响巨大。前面我们对华为的收入和销量的分析也可以看出, 09 年公司业绩实际上并不能真实反映公司的经营状况, 公司的成长性还是较为明显的。

为避免铜价的大幅波动, 公司与主要客户都签订了价格联动协议。公司的价格联动协议为铜价连续 10 天维持在合同基准价的 10% 范围外, 就进行调价, 执行新的价格。从经济状况来看, 10 年较 08 年末、09 年初的经济状况已经明显改善, 铜价很难再下降至 3 万元的水平。

目前铜价仍然维持在 5.5 万元左右, 虽然较上月有所回落, 但仍较 09 年有大幅提升。从 10 年至今, 铜价基本上有三个月的时间都在 6 万元左右运行, 那么在经济状况对比之下, 我们保守估计铜价全年均价在 5.4 万元左右 (同 08 年的全年均价接近), 较 09 年全年均价约有近 30% 的涨幅, 铜价上涨带来的公司产品价格上调将显著提高公司的收入和净利润规模。

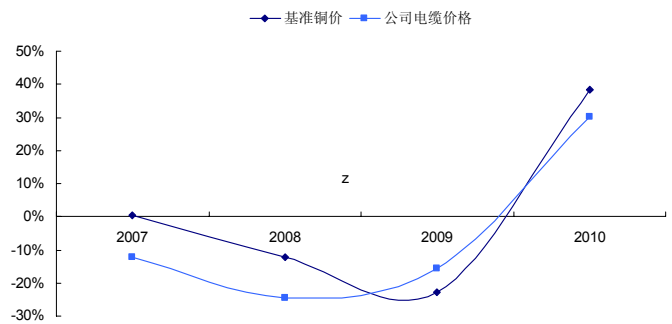
图 8: 沪铜基准价变化

单位: 元



数据来源: 国都证券

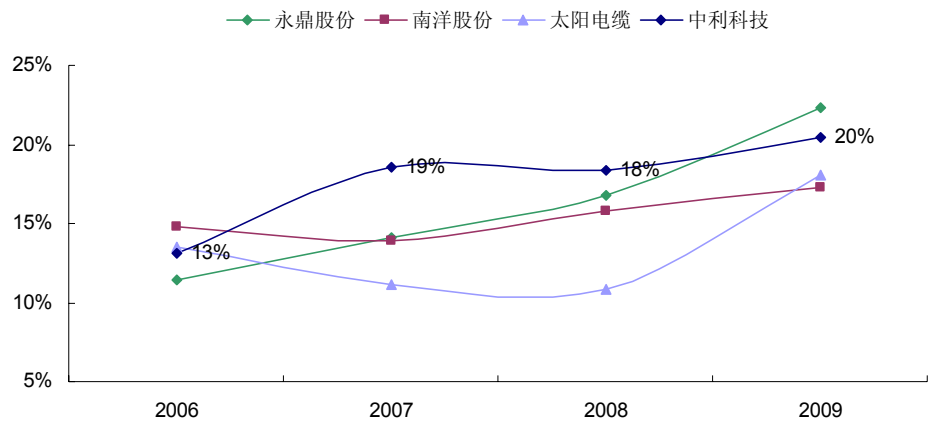
图 9: 基准铜价和公司电缆价格变化



数据来源: 国都证券

由于电信运营商单个基站对公司的特种电缆产品用量仅几百米左右, 价值约几千到一万元左右, 相对于单个基站十几万的造价, 占比并不是很大, 同时设备电源线的质量关系到整个基站的安全, 因此运营商对价格控制并不严格, 而是比较重视供应商的资质和产品质量, 这也使得公司的价格联动机制得以保持。因此, 得益于公司的价格联动机制, 公司的毛利率历年来维持稳定略升的趋势, 并未出现太大的波动, 且公司毛利率明显高于传统的线缆企业。

图 10: 国内线缆企业毛利率对比



数据来源: 国都证券

此外, 我们对铜价和公司业绩的敏感性分析显示, 在目前的铜价基础上, 铜价每波动 10%, 则公司的净利润将出现近 10% 的波动, 影响公司 EPS 将达到 1 毛钱。如果铜价继续上涨, 则公司的净利润波动幅度将更大。

表 6: 公司 EPS 对铜价的敏感性分析

单位: 元

项目	基准铜价变动						
	-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%
EPS	1.05	1.14	1.19	1.23	1.28	1.32	1.41
变化幅度	-14.8%	-7.2%	-3.6%	0.0%	3.6%	7.2%	14.4%

数据来源: 国都证券

三、船用电缆: 被市场忽略的潜在增长点

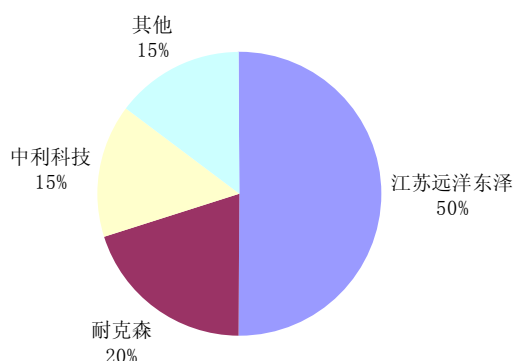
1、产能扩张推动公司市场份额提升

公司于 2010 年 1 月宣布收购常州船用电缆厂, 收购价格为 1.5 亿元, 对应约 3.7 倍 PB, 5.3 倍 PE, 正式进入船用特种电缆市场。船用特种电缆主要用于各类船舶、海上石油平台、水上建筑的供电和控制、通信及仪器设备等方面, 由于远离陆地, 船舶的安全要求较为突出, 此外船舶的空间局限性造成电缆敷设密集, 因此普遍要求电缆具有阻燃、无卤低烟及优良的弯曲性能等特点, 总体来说船用电缆要求的制造技术较高。

船用电缆分为船用电力电缆、通信电缆、控制电缆等几类, 主要需求来自于新建的各种船舶以及海上石油平台等水上建筑。按照行业属性划分, 船用电缆还可以分为民船用船用电缆和军舰用船用电缆, 其中以民船用船用电缆为主。

在船舶工业不断向我国转移的背景下, 国产船用配套设备的市场份额却没有相应提高, 目前国产设备配套率不到 40%, 而日韩都在 90% 以上。我国的船用电缆是国内相对较强的船舶配套产品, 国产化率在 85% 以上, 但中高端的船用电缆大部分仍然需要进口。目前国内的船用电缆厂集中度较高, 江苏远洋东泽 (原扬州船用电缆厂) 占据了约 40%-50% 的市场份额, 公司收购的常州船用电缆厂市场份额约 10%-12%, 市场占有率排在全国第三位。其余的市场份额为一些小公司所分割, 竞争力都较弱。

图 11: 国内船用电缆市场竞争结构



数据来源: 国都证券

船用电缆是一个高投入的行业,年产 1 万公里的船用电缆产能也需要至少几千万元的投资,但由于利润率中等,同时资质认证较为严格,因此新进入者也不多。在技术水平相近的背景下,持续的投入是船用电缆厂商扩大市场份额、提高竞争力的有力手段。江苏远洋东泽是国内最大的船用电缆生产商,成立于 1985 年,而常州船用电缆厂则成立于 1958 年,并早在 1973 年就开始生产船用电缆,但由于民营企业 and 国有企业的体制差异,使得远洋东泽在不断扩张,而常州船用电缆厂发展停滞不前。

公司收购常州船用电缆厂后,对公司的经营管理体制做了较为深入的改革,上马了 ERP 系统,同时大规模投入资金以实现产能扩张。由于常州船用电缆厂成立时间较早,产品质量、资质认证比较齐全,客户数量众多,公司的船用电缆具有中国 (CCS)、英国 (LR)、德国 (GL) 等船级社的型式认可,产品销量遍及全球,此前最大的发展限制就是厂房和产能的瓶颈,因此中利科技收购后加大对船用电缆厂的投入力度,不仅公司原有客户的销售渠道能迅速打开和扩大,也能迅速提高公司自身的业绩。此外在资本投入推动下我们认为公司未来的市场占有率仍有进一步提升的空间。

船用电缆市场需求中还有一部分为军用舰船电缆,常州船用电缆厂也具有军品生产资质,目前收入中约有 30% 的军品订单,这部分订单的价格更高,毛利率也相对较高,公司经营思路、管理战略转变后,随着产能的开出也有望获得更多的军用订单。

表 7: 国内船用电缆厂比较

	江苏远洋东泽	常州船用电缆厂	南平太阳电缆
成立时间	1985 年	1958 年, 1973 年开始生产船用电缆	1958 年, 08 年涉足船用电缆
09 年收入	约 8 亿元	约 2.5 亿元	08 年 250 万元
现有产能 (公里)	70,000	15,000	110
新增产能 (公里)	80,000	35,000	26,700
现有市场份额	40%-50%	10%-12%	-
工厂面积	80 亩	100 亩	87 亩
新厂投资额	1.4 亿元	2.7 亿元	1.88 亿元
资格认证	中国 (CCS)、英国 (LR)、德国 (GL)、法国 (BV)、美国 (ABS)、挪威 (DNV)、意大利 (RINA)、日本 (NK)、韩国 (KR); 具有军工资质	中国 (CCS)、英国 (LR)、德国 (GL)、法国 (BV)、美国 (ABS)、挪威 (DNV)、意大利 (RINA)、日本 (NK)、韩国 (KR); 具有军工资质	中国 (CCS)、美国 (ABS), 正在申请英国 LR、法国 BV、德国 GL、日本 NK 及挪威 DNV 等船级社的工厂认证
备注	新厂区 09 年底投产	新厂区 11 年投产	新厂区 11 年投产

数据来源：国都证券

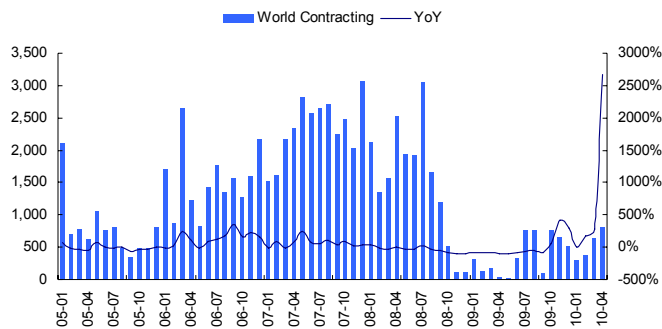
2、在手订单保证造船行业近期增长无忧

船用电缆主要为船舶制造配套，下游需求主要来自于新船舶的制造。从造船行业的现状来看，08年的经济危机导致船舶运力过剩，全球新增船舶订单锐减，随着全球经济的逐渐回暖，新船订单从09年6月开始逐渐回升，景气度延续至10年，10年5月全球新增船舶订单800万载重吨，是09年同期的26倍，但800万DWT的规模仍然反映出行业处于周期的底部，未来要恢复至危机前的水平可能仍需较长时间。

虽然10年行业已经开始逐渐地回升，但订单数据显示行业仍然处于周期底部，船厂也普遍缺乏新的订单，行业运力过剩造成增量订单少且价格偏低，且由于造船行业的波动周期一般较长，因此短期内出现大幅回升的可能性也不大。但从配套行业来看，其需求主要来自于船只建设，只要船厂有在手订单即有船在建，就会对配套产品形成需求。

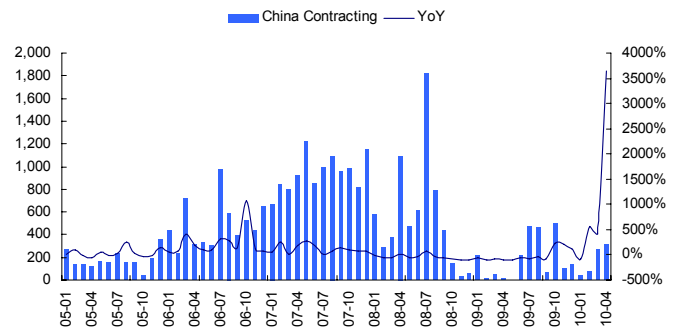
克拉克松的数据显示，截止09年底，我国的在手订单为2.07亿载重吨，比年初下降了8.26%，而到10年5月份，国内船舶制造订单总量为1.91亿载重吨，较年初下降7.77%。从船舶制造的周期来看，一艘新船的建造周期大概在12-18个月，我国目前的船舶制造能力约每年5000万吨，按照年初的订单计算，即使不增加任何新的订单，现有订单也可以执行至2013年，但从目前的船舶行业的发展和恢复速度来看，每年4000万吨以上的增量应该还是比较保守的，因此我们认为对船舶行业配套行业来说，行业需求应该是不成问题的。

图 12：全球船舶制造单月新增订单 单位：万载重吨



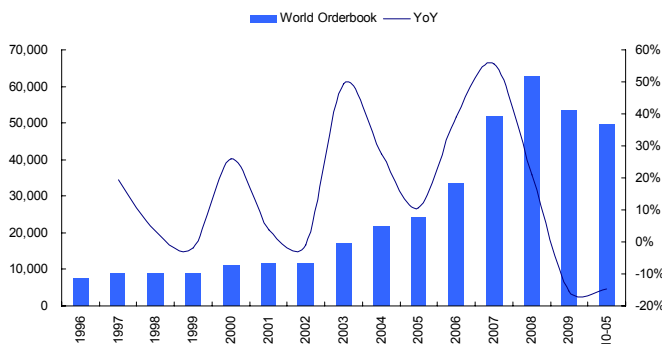
数据来源：克拉克松，国都证券

图 13：我国船舶制造单月新增订单 单位：万载重吨



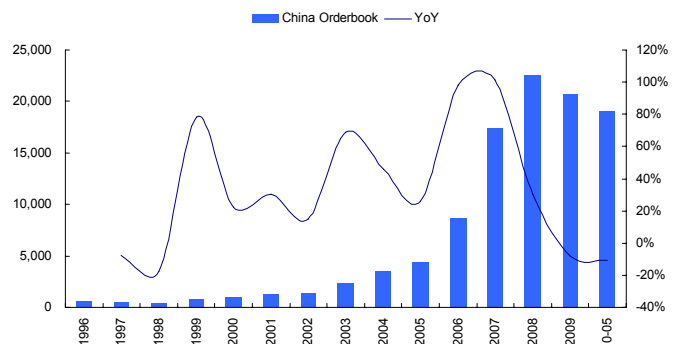
数据来源：克拉克松，国都证券

图 14：全球船舶制造年度在手订单 单位：万载重吨



数据来源：克拉克松，国都证券

图 15：我国船舶制造年度在手订单 单位：万载重吨



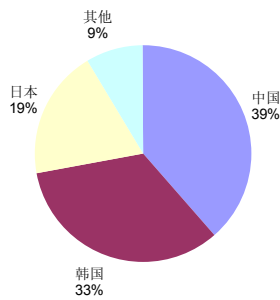
数据来源：克拉克松，国都证券

3、危机后船舶制造业产能转移加速

船舶制造业基本上经历了三个发展阶段，全球造船产能从西欧向日本、韩国，继而又向中国不断转移。从船舶制造业转移的趋势来看，成本依然是最大的推动因素，我国目前已经成为全球第一大造船国，截止 10 年 5 月份，我国的在手订单为 1.91 亿载重吨，全球市场份额 39%，较 08 年提高了近 3 个百分点，同 09 年基本持平，全球造船产能向国内转移的趋势非常明确。

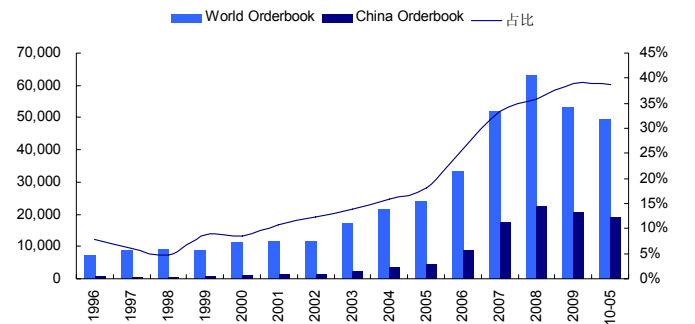
08 年经济危机带来了包括造船行业在内的各行业需求下降，但我们认为危机的到来有望明显加快造船行业向国内的转移速度。从 10 年的新增订单来看，国内的新增订单量恢复很快，新增订单占全球造船行业新增订单的 40% 左右，恢复速度同韩国基本上持平，而日本的市场份额则又出现了持续的下降，显示出船舶工业的制造份额将进一步向国内转移，并且随着全球造船行业的逐渐恢复其转移速度可能进一步加快，全球造船业转移速度的提升也将给国内船舶配套厂商带来更大的市场需求和更强的话语权。

图 16: 全球船舶制造在手订单分布



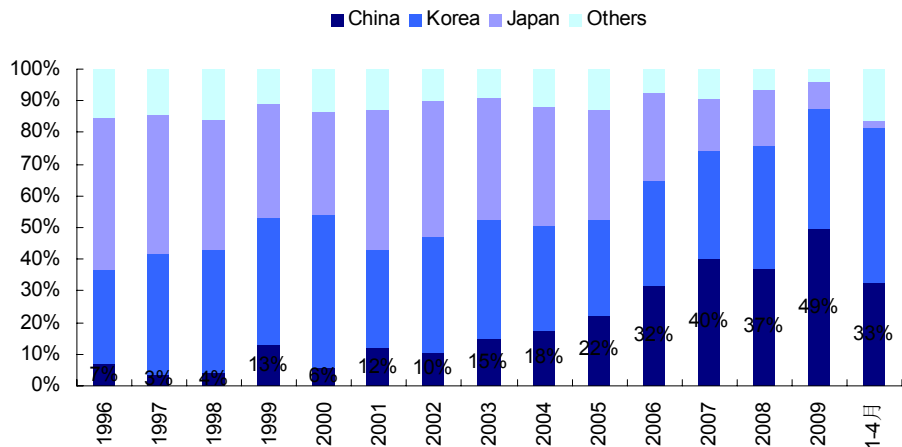
数据来源: 克拉克松, 国都证券

图 17: 我国船舶制造年度在手订单 单位: 万载重吨



数据来源: 克拉克松, 国都证券

图 18: 全球船舶新增订单市场结构 单位: 万载重吨



数据来源: 克拉克松, 国都证券

4、产能扩张推动公司船缆业务高速增长

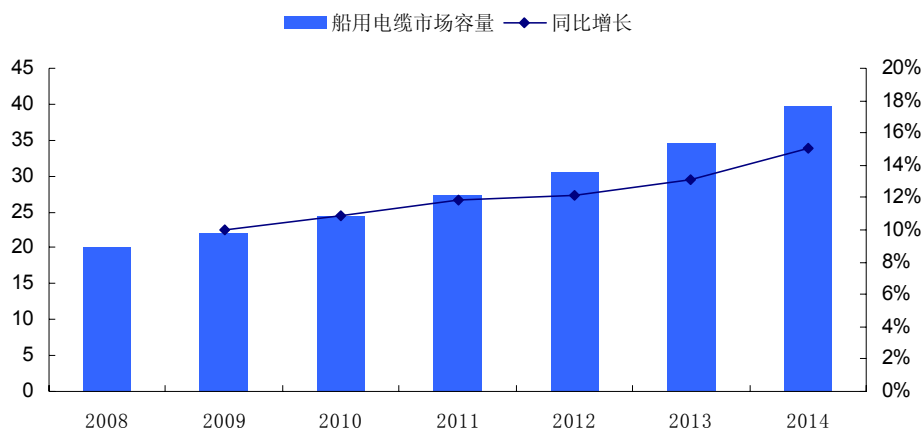
根据中国机械工业联合会公布的数据，未来几年，中国电线电缆行业发展速度将高于国民经济的发展速度，预计达 10% 以上。尚普咨询预计未来 5 年中国本土船用电缆的市场规模将维持一个约 15% 的增速。我们按照国内船舶在手订单和新增订单的数量

变化分析，认为这个数值是非常保守的，但在趋势上基本反映了行业的变化。

常州船用电缆厂截止 09 年底产能为 1.5 万公里，09 年收入和净利润分别为 2.47 亿元和 2811 万元，公司超募资金预计对船用电缆厂投入 2.7 亿元用于厂房的建设和生产设备的购置，项目投产后将形成 5 万公里以上的总产能，我们认为产能的迅速扩大加上船用电缆厂自身的资质，其市场份额有望在近期得到一个迅速的提升，收入增速将明显高于行业增速。

图 19: 国内船用电缆市场容量预测

单位: 亿元



数据来源: 尚普咨询, 国都证券

表 8: 公司的船用电缆收入测算

单位: 万元

	2009	2010E	2011E	2012E
民用船用电缆市场容量	22	24.4	27.3	30.6
公司市场占有率	12.0%	15.0%	30.0%	30.0%
价格	1.4	1.5	1.6	1.6
产量	1.89	2.44	5.46	7.14
公司民用产品收入	2.64	3.66	8.19	9.18
军舰用船用电缆占比		10%	20%	20%
军舰用船用电缆收入		0.41	2.05	2.68
总收入合计	2.64	4.07	10.24	13.39
YoY		54.04%	151.74%	30.77%

数据来源: 国都证券

四、材料研发: 研发力度加大, 产业拓展领域宽广

1、中联光电: 电缆料研发实力突出, 扩产后将加大外销力度

公司产品为特种电缆, 特种电缆的技术核心在于工艺绞合和电缆料配方 (PE、PVC 等使用特定的工艺配方), 绝缘及护套材料等电缆料是特种电缆性能的主要决定因素。目前国内电缆料的生产模式大体可分为化工企业生产、电缆厂自产和专门的电缆料企业生产三种, 但特种电缆用的电缆料基本为第二种情况, 企业自主生产, 自给自足, 一方面有利于自主研发, 另一方面有利于核心技术保密。

公司的电缆料生产模式也为第二种, 公司下属的控股子公司中联光电负责公司主要

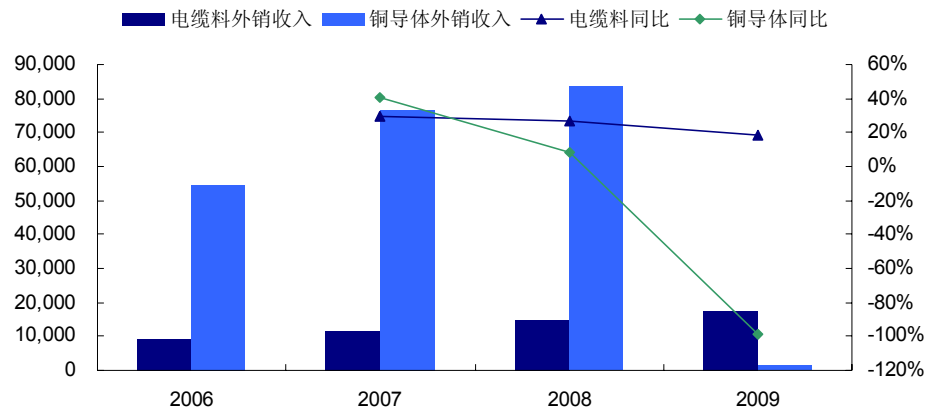
原材料铜导体和电缆料的生产，中联光电的电缆料研发实力较强，不仅能满足公司自身的电缆料需求，同时还向国内其他大型线缆企业供应电缆料。以远东集团为例，远东是国内线缆行业的龙头企业，2009年营业收入达到120亿元，但也向中联光电采购电缆料，09年采购金额为4891万元，是公司的第二大客户（销售统计口径不同，运营商按分公司统计），采购额占其总采购额的60%左右，反映出公司电缆料的产品实力。

公司在本次IPO募投资金的使用上加大了对核心材料电缆料的投入力度，由于产品需求旺盛，电缆料产能不足，公司IPO募投项目预计将电缆料产能扩大15000吨，达产后电缆料年产能达到32000吨。公司此前已经以自有资金先行投入，09年6月产能已达28000吨，10年可以实现满产，充分供应公司特种电缆的生产，并逐渐贯彻公司外销为主的策略。

中联光电还有一部分收入来自铜导体的销售，铜导体其技术含量不高，利润率也不高，仅仅是赚取一定的加工费，公司生产铜导体仅仅是为了保证生产的稳定性，同时可以加快公司现金的周转速度。中联光电掌握了铜导体从板到杆到丝的加工工艺，09年由于优先供应公司的生产，因此外销收入大幅降低，预计10年将出现明显恢复，对公司收入形成一定幅度的支撑。

图 20: 中联光电电缆料和铜导体外销收入变化

单位: 万元



数据来源: 国都证券

表 9: 公司的材料业务收入测算

单位: 万元

中联光电收入预测	2009	2010E	2011E	2012E
公司电缆料的收入测算				
电缆料产量	28,000	30,000	33,000	36,000
电缆料外销量	20,977	24,000	28,050	32,400
电缆料外销比例	74.9%	80.0%	85.0%	90.0%
电缆料价格	8,332	9,000	9,500	9,500
电缆料外销收入	17,478	21,600	26,648	30,780
公司铜导体的收入测算				
铜导体产量	22,458	24,000	26,000	28,000
铜导体外销量	358	2,400	3,900	5,600
铜导体外销比例	1.6%	10.0%	15.0%	20.0%
铜导体价格	37,287	54,000	59,400	65,340
铜导体外销收入	1,337	12,960	23,166	36,590

数据来源: 国都证券

2、研发力度加大，可能填补国内超高压领域高分子材料空白

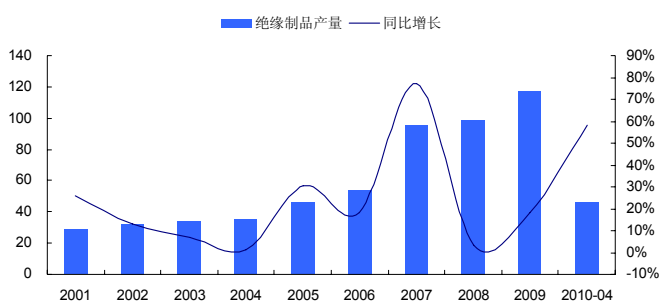
公司超募资金使用上，预计投入 3037 万元用于江苏省光电新材料工程技术研究中心建设项目，主要用于整合公司的研究资源，加大研发资金的投入，以实现光电材料行业的突破。此外公司预计将在 10 年招收 5 名博士、60 名以上的硕士研究生来从事产品研发，并为管理层开办 MBA 培训班，进一步优化公司的研发和管理流程，提高公司的产品研发实力和竞争力。

电线电缆技术的发展、产品的更新都必须以材料为基础。“十五”期间国产电线电缆材料的品种达到国外品种的 85% 以上，基本满足了国内电线电缆产品制造的需要，35KV 以下的交联聚乙烯绝缘料已完全国产化，配套的内外半导体屏蔽料也实现了国产化；硅烷交联电缆绝缘料不但实现了两步法产品的工业化生产，还开发了一步法新工艺的硅烷交联电缆绝缘料；低烟无卤阻燃电缆料国内已可生产，各项性能指标和工艺性能都达到或超过了国外同类产品；各种辐照电线电缆的材料国内都已能正常生产。

但截至“十五”期末，高性能材料仍需大量进口。如高压和超高压电缆用的可交联聚乙烯电缆料以及与之配套的半导体内外屏蔽料国内还无法生产。同时，部分产品在特性和质量上与国外产品相比仍有一定的差距，环保型材料的开发及大规模代替 PVC 电缆料的新材料需要开发。十五期间国产电线电缆材料尚不能满足需要的有：无卤阻燃无毒电缆料能满足一部分市场的需求，仍需部分进口；高压化学交联 PE 料基本都靠进口；聚氟塑料大部分品种还需要进口；弹性体聚烯烃、电线电缆用可塑性聚氨酯弹性体国内尚无厂家能够供应，预测未来可交联料和低烟无卤阻燃材料会有较大的增长。

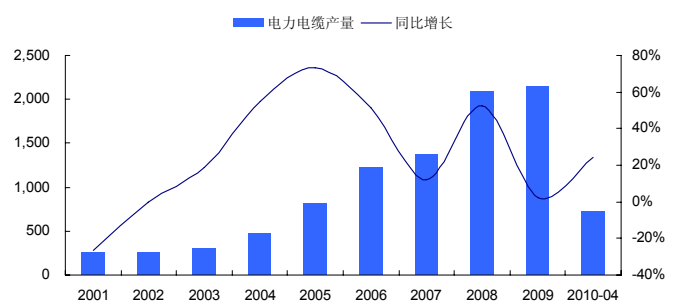
公司在募集资金使用中进一步加大了产品研发力度，其中重要的研发点就在于高压和超高压电缆的电缆料研制，通过高分子材料的研制以掌握产业链中附加值较高的环节，同时以此进入高压和超高压电缆市场。目前公司的电缆料已经研发出样品，未来随着研发进度的推进可能进行大规模的推广。

图 21: 国内电气设备行业绝缘制品产量 单位: 万吨



数据来源: Wind, 国都证券

图 22: 国内电力电缆产量 单位: 万公里



数据来源: Wind, 国都证券

五、其他业务和市场的增量推动

1、铁路及轨道交通领域: 建设力度加大, 公司产品拓展空间广阔

铁路领域是公司重点拓展的新领域, 在国家加大铁路特别是高铁的建设力度的背景下, 相关的配套设备生产企业将面临更大的市场和更加旺盛的产品需求。公司从 05 年开始进入铁路领域, 当时产品也主要为阻燃耐火软电缆, 用于铁路机车的设备连接, 年

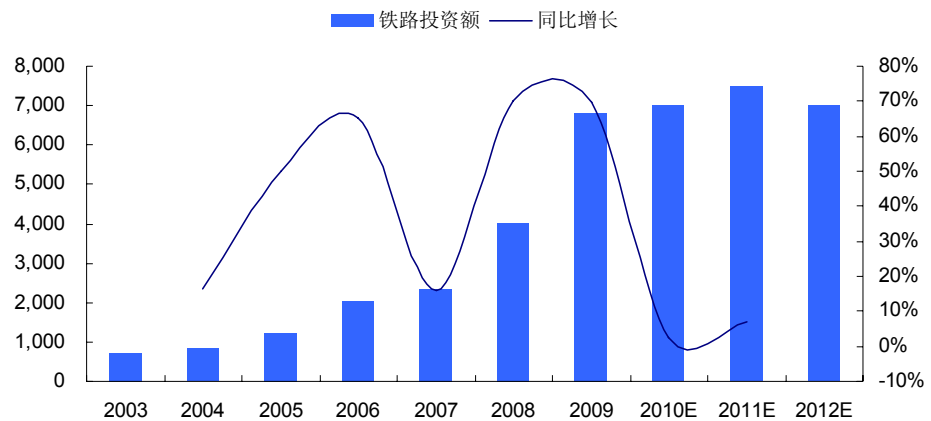
销售收入约几千万元，但由于发展重点放在通信领域，因此在该业务领域并未投入太大的力量，近几年营收变化不大。

国家《中长期铁路网规划》中指出，到 2012 年，我国铁路营业里程将达 11 万公里以上，其中新建高铁达 1.3 万公里；我国在建高铁达 1 万公里，今后 3 年客专投产 9200 公里；2020 年，我国铁路快速客运网将达到 5 万公里以上。09 年铁路领域的固定资产投资达到 6823 亿元，预计未来几年铁路投资仍然维持在 7000 亿元以上，同时高铁及电气化线路的建设将进一步提高对特种电缆的应用力度。

在投资高速增长的行业背景下，公司将在铁路领域加大投入，目前已经进入机车电缆和通信电缆两大领域。公司分别于 2004 年、2005 年获得了铁路数字内屏蔽光电综合缆及光电综合缆的发明专利，目前铁道部积极支持铁路道路建设使用此类光电综合缆，但由于某些体制原因和专利保护，目前还未大规模应用。我们认为未来两到三年随着高铁建设的加快，公司的光电综合缆和机车阻燃耐火电缆需求将得到大幅的提升。公司也已经以自有资金加大对铁路领域的投入力度，预计至 2011 年底将形成 1 万公里铁路用特种电缆的产能，目前产品已经小规模生产，11 年有望实现较大的突破。

图 23: 国内铁路投资额变化

单位: 亿元



数据来源: 国都证券

2、三网融合带来新的需求

工信部此前表示将从 2010 年起推动三网融合的试点, 2010-2012 年进入双向试点, 2013-2015 年全面实现三网融合发展, 普及应用融合业务。虽然目前三网融合的试点迟未出, 但其发展趋势是较为确定的, 而且三网融合中关键点在于广电网的双向改造, 由于广电总局对于模拟电视信号设有时间表, 2015 年就会停播, 因此虽然三网融合试点未出, 但广电网一直在进行持续的数字化改造。

在目前的广电网数字化改造方案中, 双向改造主要以 EPON+EOC 或 LAN、以及部分 CMTS+CM 的改造方案, 但是无论是哪种方案, 都需要新增 EPON 或 CMTS 等设备, 此外近年来广电系统还有 CMMB 等其他新增设备的安装, 都需要对机房的电源等线缆进行重新更换和布设, 从而对公司的阻燃耐火软电缆形成增量需求。以北京为例, 北京拥有 18 个区县, 360 万有线用户, 170 万数字电视用户, 共拥有有线电视机房 237 个, 那么按照全国 655 个城市, 平均约 150 个有线电视机房的数据来计算, 目前全国共有约 10 万个有线电视机房。

由于整个广电网络的改造仍处于改造初期，未来仍是改造高峰，我们按照每年约 2 万个的机房改造比例来粗略估算，每个机房使用约 200 米的阻燃耐火软电缆，则每年每年的广电网双向数字改造也能带来约 4000 公里的特种电缆需求，按公司 10 年的电缆价格计算，市场规模约为 1 亿元左右，公司有望获得一定的市场份额。

表 10: 广电运营商特种电缆需求汇总

单位: 万个, 万公里

		人口 100 万以上	人口 100 万以下
机房双向改造需求测算			
全国城市数量	655	122	533
单个城市机房数量		200	150
广电运营商存量机房数量	104,350	24,400	79,950
单个基站电缆用量	0.2km		
每年改造比例	20%		
新增需求 (公里)	4,174		
新增市场规模测算			
电缆价格	22,151		
新增市场需求 (万元)	9,246		

数据来源: 国都证券

3、电力、建筑等其他领域

进入 21 世纪以来，国内加强了对无卤低烟阻燃电缆的研制和开发，国家出台了《民用建筑耐火设计规范》、《高层建筑耐火设计规范》等一系列的标准和条例。目前，国家明确要求在奥体中心、地铁、机场、车站、核电站、舰船、化工和高层建筑等特殊场合必须选用无卤低烟阻燃电缆，这些领域用特种电缆的需求正在逐步加大，阻燃耐火软电缆在各行业中的应用前景将非常广阔。

在电力领域，电力工业“十一五”规划提出要求加强电网建设，加强城乡电网建设和改造，完善城乡配电网，扩大供电范围，确保供电安全。大规模的投资建设需要电缆的彻底更新和升级，因此未来我国对于电力电缆中具有阻燃、耐火性能的特种电线电缆需求也呈逐渐扩大的趋势。

随着我国传统电缆市场竞争日趋白热化，各领域所需的电线电缆大部分都将向特种电线电缆方向发展。随着人们环保和安全意识的增强，具有重量轻、体积小、低烟、无卤、防火等特性的电缆将是行业的发展趋势。公司目前已经有丰富的特种产品储备并将不断拓展产品应用领域，随着公司向这些领域的逐步迈进，公司的盈利能力也将得到进一步加强。

表 11: 其他行业和领域的需求概况

	相关法规	备注
建筑行业	《民用建筑电线电缆防火设计规程》	上海市 2002 年率先规定，大中型建筑和公共建筑，不得使用 PVC 等非环保电缆
	《公共场所阻燃制品及组件燃烧性能要求及标识》	2006 年公安部对公共场所应用阻燃制品及标识作出了明确的强制性规定
轨道交通	《地铁设计规范》	2003 年建设部规定地铁工程必须采用环保型电缆
石油平台	中国石油平台的数量 2008 年约为 250 台，每个既有石油平台每年需要维修用的海底综合电缆约 10km。而每个新建石油平台所需要的海底综合电缆的量约为 40km	
岛屿开发	岛屿开发和海上风力发电对海底综合电缆的年需求数量约为 300km	
核电行业	每建设百万千瓦装机容量需要电缆近 3000km，预计 2009-2020 年国内核电站用电缆每年的需求总量将达到约 2 万 km	
风力发电	中国每年约需风力发电用电力电缆 6400 km，风力发电用控制电缆 1.60 万 km，风力发电用电源电缆 1.60 万 km	

数据来源: 国都证券

六、盈利预测与投资评级

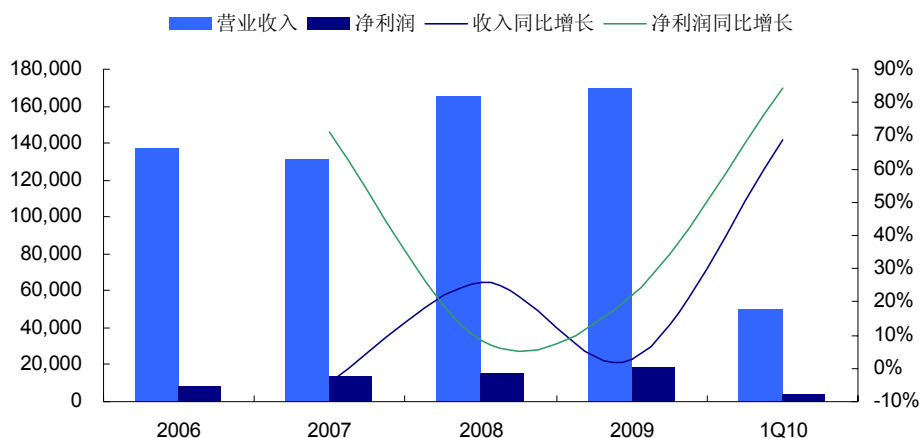
1、盈利预测

从10年开始公司的主营产品仍以传统的阻燃耐火软电缆为主，但其应用范围将逐渐拓展；总体来看，公司未来的主要增长动力来自于铜价的恢复性上涨、电信投资的持续进行以及其他行业的市场拓展，近两年公司产能的大幅扩张和全国布局将对公司的业绩产生重要的支撑，另外公司年初收购的船用电缆厂将成为公司较为重要的盈利业务。

我们对公司各项业务的预测主要基于前面结合行业增速和公司市场占有率变化的量化模型计算，而由于公司的铁路光电综合缆和部分材料业务等目前仍处于研发和市场拓展期，我们在公司的收入预测中暂时没有考虑。公司10年1季度实现营业收入5.03亿元，同比增长68.68%；实现净利润4164万元，同比增长84.33%；公司预计10年上半年归属母公司的净利润增速将在30%-50%之间，我们通过计算认为公司业绩超过上限的可能性较大，全年业绩高速的成长的态势较为明显。

图 24: 公司近几年的业绩变化

单位: 万元



数据来源: 国都证券

表 12: 公司的主营业务收入测算

单位: 万元

预测项目	2009A	2010E	2011E	2012E
阻燃耐火软电缆	132,834	218,094	279,713	354,316
YoY	4.83%	64.19%	28.25%	26.67%
船缆	24,465	40,667	102,375	133,875
YoY	-	66.22%	151.74%	30.77%
电缆料	17,478	21,600	26,648	30,780
YoY	18.45%	23.58%	23.37%	15.51%
铜导体	1,337	12,960	23,166	36,590
YoY	-90.03%	869.61%	78.75%	57.95%
光纤及其他	12,731	15,277	18,333	21,999
YoY	41.51%	20.00%	20.00%	20.00%
主营业务收入合计	164,380	308,598	450,234	577,560
YoY	2.60%	87.73%	45.90%	28.28%

数据来源: 国都证券研究所

表 13: 盈利预测表

单位: 百万元

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1695	3086	4502	5776
营业成本	1348	2433	3539	4551
营业税金及附加	4	7	12	15
营业费用	62	117	167	208
管理费用	52	139	162	191
财务费用	29	5	43	78
资产减值损失	7	8	10	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	17	14	14	15
营业利润	211	390	582	740
营业外收入	6	6	6	6
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	213	393	585	743
所得税	29	54	80	102
净利润	184	339	505	642
少数股东损益	2	2	3	4
归属母公司净利润	183	338	502	637
每股收益 (摊薄)	1.37	1.23	1.83	2.33

数据来源: 国都证券研究所

2、相对估值

我们预测公司 2010-2012 年每股收益为 1.23、1.83 和 2.33 元(摊薄后),对应 10-12 年的动态市盈率为 24、16、12 倍, PB 为 3.26 倍, 公司的产品为特种电缆, 属于输变电行业, 但由于公司产品主要需求来自于通信行业, 行业属性同通信传输设备制造商有共通之处, 因此我们在估值中分别比较了两个不同板块的估值水平。

从表中可以看出, 10 年通信设备行业平均动态市盈率为 26.87 倍, 而输变电设备行业 10 年平均动态市盈率为 28.92 倍, 而按照我们的业绩预测, 公司 10 年动态市盈率仅有 22 倍, 明显被市场低估。从业绩增长的动态角度考虑, 公司未来三年的净利润复合增长率为 52%, 对应公司目前的 PEG 仅为 0.46, 而我们按照 wind 的一致预期计算, 两个行业中复合增速在 40% 的上市公司其 PEG 都至少在 0.5 以上, 因此我们认为即使按照 0.5 的 PEG 水平公司也明显受到了一定程度的低估。

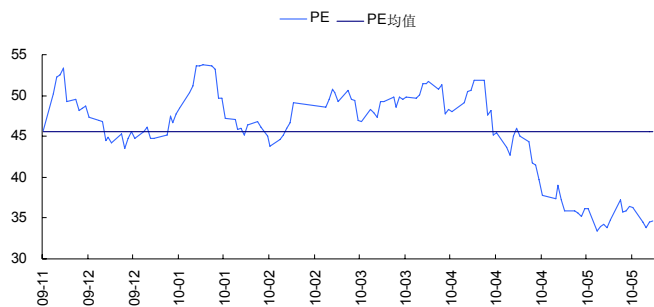
从公司自身的历史估值水平来看, 公司的 PE 和 PB 也处在相对较低的水平, 但由于公司上市时间不长, 因此历史估值水平可能不能充分反映公司的市场定位, 但我们认为公司的业绩成长空间很大, 成长速度也很快, 且相对于上市初期公司的高估值水平也已经出现了快速下降, 因此我们认为以动态的眼光来看待公司目前的估值水平是非常有吸引力的。

表 14: 上市公司估值对照表

证券代码	证券简称	收盘价	2009 EPS	2010 EPS	2011 EPS	2012 EPS	2009 PE	2010 PE	2011 PE	2012 PE	PB	CAGR 09-12	PEG
通信传输设备板块估值													
600522.SH	中天科技	18.44	1.04	1.22	1.43	1.75	17.66	15.06	12.92	10.53	3.53	19%	0.80
600498.SH	烽火通信	25.97	0.59	0.84	1.11	1.41	43.77	30.86	23.31	18.43	3.52	33%	0.92
600487.SH	亨通光电	27.04	1.11	1.35	1.59	1.91	24.43	20.09	16.97	14.13	3.39	20%	1.00
600485.SH	中创信测	15.58	0.19	0.47	0.62	1.08	81.96	32.87	25.29	14.37	5.38	79%	0.42
002313.SZ	日海通讯	35.75	0.73	1.13	1.56	2.12	49.28	31.70	22.87	16.88	4.25	43%	0.74
002281.SZ	光迅科技	34.85	0.65	0.81	1.08	1.41	53.52	42.96	32.41	24.64	5.74	29%	1.46
002194.SZ	武汉凡谷	15.29	0.61	0.78	0.94	1.13	24.93	19.51	16.27	13.52	4.53	23%	0.86
002115.SZ	三维通信	23.99	0.36	0.83	1.09	1.38	66.55	28.93	21.93	17.38	4.90	56%	0.51
002089.SZ	新海宜	16.90	0.38	0.63	0.86	1.11	44.04	26.95	19.65	15.28	6.74	42%	0.64
000063.SZ	中兴通讯	35.01	1.29	1.77	2.23	2.89	27.22	19.78	15.71	12.13	3.31	31%	0.64
算术平均							43.34	26.87	20.73	15.73	4.53		0.80
输变电设备板块估值													
601179.SH	中国西电	6.23	0.27	0.32	0.39	0.43	23.50	19.22	16.06	14.61	1.91	17%	1.12
002112.SZ	三变科技	11.38	0.36	0.44	0.55	0.53	32.02	26.06	20.81	21.34	2.88	14%	1.80
000533.SZ	万家乐	11.23	0.28	0.39	0.48	0.59	40.14	28.83	23.24	19.05	7.74	28%	1.02
600312.SH	平高电气	13.96	0.21	0.44	0.64	0.73	67.08	31.84	21.85	19.17	3.46	52%	0.61
600517.SH	置信电气	18.95	0.41	0.59	0.74	0.91	45.89	32.14	25.58	20.85	11.23	30%	1.07
600112.SH	长征电气	11.22	0.23	0.37	0.70	0.94	49.10	30.59	16.13	11.94	4.87	60%	0.51
601877.SH	正泰电器	19.15	0.52	0.64	0.77	1.05	36.85	29.94	25.02	18.28	4.95	26%	1.14
600973.SH	宝胜股份	15.12	0.67	0.82	0.97	1.09	22.43	18.35	15.52	13.84	2.34	17%	1.05
300069.SZ	金利华电	25.12	0.40	0.66	0.96	1.10	63.55	38.22	26.12	22.92	3.53	40%	0.94
600550.SH	天威保变	21.08	0.50	0.94	1.15	1.38	42.01	22.35	18.39	15.25	5.79	40%	0.56
600089.SH	特变电工	16.94	0.85	1.07	1.30	1.39	19.92	15.90	13.06	12.17	4.36	18%	0.89
002300.SZ	太阳电缆	16.22	0.54	0.73	1.01	1.40	29.98	22.37	16.03	11.60	3.35	37%	0.60
002323.SZ	中联电气	29.40	0.79	0.91	1.15	1.43	37.18	32.34	25.56	20.50	3.04	22%	1.47
002350.SZ	北京科锐	24.94	0.55	0.67	0.91	1.51	45.75	37.17	27.41	16.57	3.81	40%	0.92
002028.SZ	思源电气	30.57	2.16	1.05	1.24	1.54	14.15	29.21	24.66	19.86	4.70	-11%	-2.73
300062.SZ	中能电气	25.40	0.53	0.77	1.43	1.68	47.84	32.98	17.80	15.08	3.22	47%	0.70
002309.SZ	中利科技	29.06	0.76	1.28	1.66	2.01	38.24	22.76	17.46	14.43	3.26	38%	0.59
002358.SZ	森源电气	41.71	0.70	0.95	1.29	2.11	59.47	44.13	32.28	19.77	4.47	44%	0.99
算术平均							39.82	28.92	21.50	17.23	4.45		0.75
002309.SZ	中利科技	29.06	0.76	1.23	1.83	2.33	38.24	23.57	15.84	12.49	3.26	52%	0.46

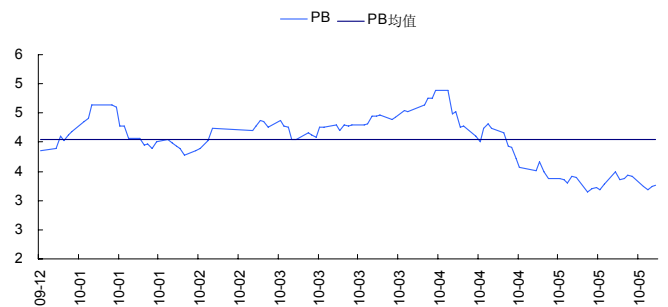
数据来源: Wind, 国都证券

图 25: 中利科技 PE (TTM)



数据来源: Wind, 国都证券

图 26: 中利科技 PB (TTM)



数据来源: Wind, 国都证券

3、DCF 估值

由于公司我们按照二阶段增长模型对公司进行业绩预测和估值，预测公司 2010-2020 年销售收入保持 10% 以上的增长率，从 2020 年开始进入永续增长阶段，永续增长率为 2%；预测公司的毛利率分阶段逐渐下降，所得税税率为 25%。按照我们的模型，公司的每股价值中值为 43.92 元，敏感性分析显示公司的合理价值区间在 34.20 元-54.47 元之间。

表 15: 假设条件

无风险收益率	2.25%
风险溢价	8.0%
β	1.02
ke	8.12%
kd	3.98%
资产负债率	30.0%
税率	25.0%
WACC	7.08%
永续增长率	2.0%

数据来源：国都证券

表 16: 预测结果

	单位：万元
公司核心价值	9,621.89
非核心价值	1,139.30
公司评估总价值	10,761.19
债务价值	196.28
少数股东权益	10.10
股权价值	10,554.81
总股本（万股）	240.30
每股价值（元）	43.92

数据来源：国都证券

表 17: 敏感性分析

		g				
		1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
WACC	5.58%	52.93	59.23	67.28	77.95	52.93
	6.08%	45.92	50.76	56.79	64.50	45.92
	6.58%	40.25	44.06	48.70	54.47	40.25
	7.08%	36.71	39.98	43.92	48.76	36.71
	7.58%	31.72	34.20	37.12	40.62	31.72
	8.08%	28.45	30.49	32.87	35.68	28.45
	8.58%	25.66	27.37	29.33	31.61	25.66

数据来源：国都证券

结合公司目前的业务发展状况、未来的经济环境和对铜价恢复的预期，我们认为公司在产能扩张的推动下业绩将出现较大幅度的增长，同时随着公司的业务领域逐渐拓展到电力、铁路、采矿、舰船等多个行业，公司现有的市场空间将明显拓宽。因此结合公司未来三年 52% 的业绩增速和仅有 0.46 的 PEG 水平，我们给予公司“短期-强烈推荐、长期-A”的投资评级。

七、风险提示

- 1、铜价大幅下跌影响公司业绩；
- 2、新市场业务拓展速度低于预期。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E	单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2132	2564	3904	5352	营业收入	1695	3086	4502	5776
现金	1063	851	1476	2369	营业成本	1348	2433	3539	4551
应收账款	654	1076	1514	1844	营业税金及附加	4	7	12	15
其它应收款	15	28	30	46	营业费用	62	117	167	208
预付账款	42	61	87	135	管理费用	52	139	162	191
存货	339	512	738	889	财务费用	29	5	43	78
其他	19	36	60	70	资产减值损失	7	8	10	8
非流动资产	459	1046	1430	1494	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	77	63	67	69	投资净收益	17	14	14	15
固定资产	263	859	1223	1270	营业利润	211	390	582	740
无形资产	76	95	116	134	营业外收入	6	6	6	6
其他	43	30	24	21	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	2591	3611	5334	6846	利润总额	213	393	585	743
流动负债	464	1123	2368	3267	所得税	29	54	80	102
短期借款	196	609	1769	2404	净利润	184	339	505	642
应付账款	145	265	282	465	少数股东损益	2	2	3	4
其他	122	249	317	398	归属母公司净利润	183	338	502	637
非流动负债	1	1	1	1	EBITDA	257	425	682	888
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.37	1.23	1.83	2.33
其他	1	1	1	1					
负债合计	464	1125	2370	3268	主要财务比率				
少数股东权益	10	12	15	19		2008	2009E	2010E	2011E
股本	134	274	274	274	成长能力				
资本公积金	1593	1486	1486	1486	营业收入	2.6%	82.0%	45.9%	28.3%
留存收益	390	715	1189	1799	营业利润	24.3%	85.3%	49.2%	27.1%
归属母公司股东权益	2116	2474	2949	3559	归属母公司净利润	22.1%	84.9%	48.7%	26.9%
负债和股东权益	2591	3611	5334	6846	获利能力				
					毛利率	20.5%	21.2%	21.4%	21.2%
					净利率	10.8%	10.9%	11.2%	11.0%
					ROE	8.6%	13.6%	17.0%	17.9%
					ROIC	17.5%	15.7%	16.9%	19.9%
					偿债能力				
					资产负债率	17.9%	31.1%	44.4%	47.7%
					净负债比率	42.26%	54.18%	74.66%	73.56%
					流动比率	4.60	2.28	1.65	1.64
					速动比率	3.86	1.83	1.34	1.37
					营运能力				
					总资产周转率	0.91	1.00	1.01	0.95
					应收帐款周转率	3	4	3	3
					应付帐款周转率	11.77	11.85	12.93	12.18
					每股指标(元)				
					每股收益	0.67	1.23	1.83	2.33
					每股经营现金	-0.34	-0.13	-0.14	1.76
					每股净资产	7.73	9.04	10.77	13.00
					估值比率				
					P/E	21.19	23.51	15.81	12.46
					P/B	1.83	3.21	2.69	2.23
					EV/EBITDA	23.51	14.19	8.85	6.79

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
冯翔	宏观研究	fengxiang@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com