安信证券 ESSENCE SECURITIES

询价定价报告

公司新股分析 汉缆股份(002498)

高端电力电缆制造行业龙头

建议询价区间:

24.75 - 27.72 元

上市首日定价区间:

32.00 - 35.84 元

报告日期: 2010-10-21

报告关键点:

- 高压、特高压电力电缆领域的行业龙头，在国网220kV集中招标排名第一
- 技术领先，具有较强的品牌优势
- 预测公司2010-2012 年EPS 分别为0.99元、1.28元、1.68元。上市首日定价区间32.00元-35.84元，询价区间24.75元-27.72元

报告摘要:

- **公司业务:** 汉缆股份在高压、超高压电缆领域是国内电线电缆行业当之无愧的龙头，行业地位突出，是国网公司高压、超高压电缆招标的中标大户，其中220kV电缆累计中标金额排名第一，远高于行业内其他竞争对手，110kV电缆中标金额名列前茅。
- **行业分析:** 35kV以下中低压电缆需求进入平稳期，城市电缆入地化所带来的需求为电缆行业提供了广阔的市场空间，城市电网建设和改造将带动110kV及以上电压等级电缆的需求，特种电缆市场空间巨大，预计需求量每年增速达30%以上。电缆制造行业集中度高，中低压电线电缆等低端产品市场竞争激烈，高压、超高压电缆行业具有较高的进入壁垒，市场呈现寡头垄断
- **公司竞争优势:** 公司是目前国内企业中具备生产220kV 电缆附件技术的少数厂商之一，是国内电线电缆企业中唯一一家能够依靠自有技术自主生产220kV 电缆附件的厂商。公司拥有的“汉河”电缆在业内具有较强的品牌优势。公司在智能节能电缆研发领域是行业的先行者，在电缆在线监测等方面具有深厚的研发实力和技术储备，电缆智能化方面具有先发优势。
- **募集项目资金分析:** 本次公司向社会公开发行5,000万股新股，拟募集资金约10亿元，投资投向主要有四个:（1）超高压交联聚乙烯绝缘智能节能电缆及附件产品成套生产建设项目;（2）年产1,500km 海洋系列电缆建设项目;（3）年产22,500t 特种导线建设项目;（4）高压及超高压电缆工程技术中心建设项目。
- **盈利预测与公司估值:** 我们预测公司2010-2012 年EPS 分别为0.99元、1.28元、1.68元。参考目前电缆上市公司的市盈率，我们建议按照公司2011年EPS25-30倍得出上市公司上市首日定价区间32.00元-35.84元。
- **询价建议:** 按照2010年EPS25-30倍的市盈率询价，询价区间24.75元-27.72元。
- **风险提示:** 我们认为公司主要的风险来自于原材料价格大幅波动和市场竞争的风险。

发行数据

总股本(万股)	42,000
发行数量(万股)	5,000
网下发行(万股)	1,000
网上发行(万股)	4,000
保荐机构	华泰联合证券有限责任公司
发行日期	2010-10-27
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息

青岛汉河集团股份有限公司	96.79%
山东电建建设集团有限公司	1.65%
青岛恒源电力集团股份有限公司	1.56%

研究员

黄守宏 高级行业分析师
010-66581627 huangsh@essence.com.cn
证书编号 S1450210030003

汲亚飞 行业分析师
010-66581629 jiyf@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,149.8	2,841.0	3,301.5	4,109.0	5,249.4
Growth(%)	*22.1%*	*-9.8%*	*16.2%*	*24.5%*	*27.8%*
净利润	230.8	469.8	465.2	603.0	789.6
Growth(%)	*89.9%*	*103.5%*	*-1.0%*	*29.6%*	*30.9%*
毛利率(%)	20.6%	21.7%	22.2%	23.1%	23.8%
净利润率(%)	7.3%	16.5%	14.1%	14.7%	15.0%
每股收益(元)	0.49	1.00	0.99	1.28	1.68
每股净资产(元)	1.60	2.58	6.03	7.06	8.40
市盈率	50.9	25.0	25.3	19.5	14.9
市净率	15.6	9.7	4.1	3.5	3.0
净资产收益率(%)	30.7%	38.8%	16.4%	18.2%	20.0%
ROIC(%)	41.0%	95.0%	60.0%	48.2%	51.2%
EV/EBITDA	31.2	17.3	17.7	13.7	10.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	1.0%	1.3%

敬请参阅报告结尾处免责声明

1. 高端电力电缆制造行业龙头

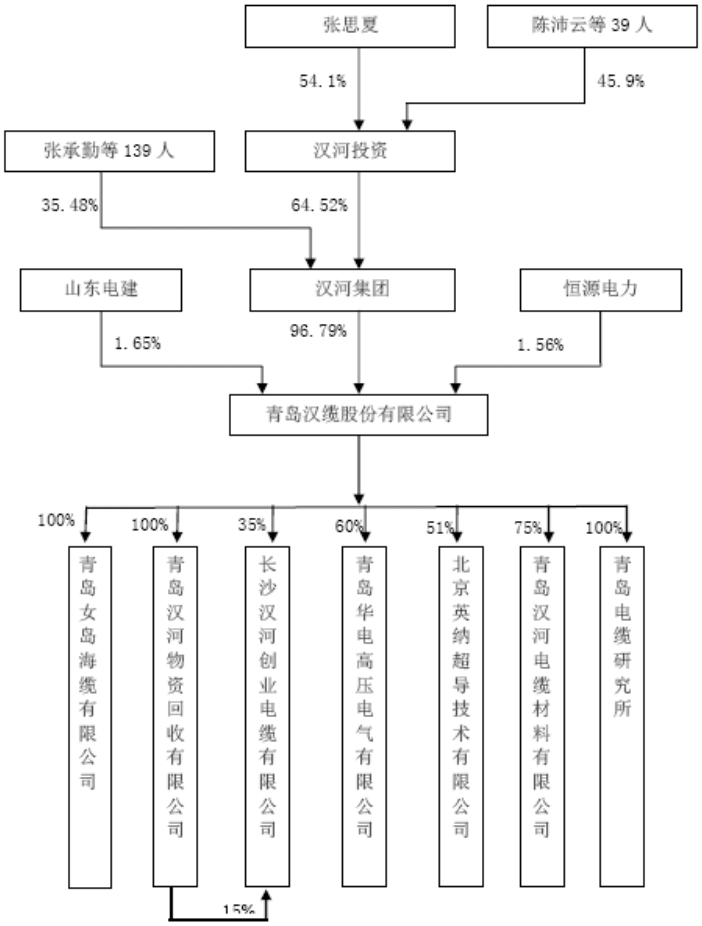
青岛汉缆股份有限公司（以下简称“汉缆股份”）是中国电线电缆行业的大型骨干企业，是原电力部和机械部定点生产电线电缆的专业厂家、国家经济贸易委员会首批推荐的全国城乡电网建设与改造所需设备产品生产企业。公司产品涉及电力电缆、电气装备用电线电缆、通信电缆与光缆、裸电线及其他等五大门类、两百多个系列、近万余种规格的电线电缆产品。

公司行业地位突出，是国家电网公司高压、超高压电缆集中招标的中标大户，其中220kV 电缆累计中标金额排名第一，远高于行业内其他竞争对手，100kV 电缆中标金额也名列前茅。公司未来将重点发展 220kV 及以上超高压电缆及附件成套产品、110kV 及以上海洋系列电缆、特种导线和超导电缆等具有国内领先技术、甚至达到国际先进水平的新产品。

1.1. 股权结构概况

汉缆股份的前身 1982 年设立的崂山县沙子口人民公社汉河铜铝材厂，后更名为青岛崂山汉河电线厂，1996 年改制设立为青岛汉缆集团有限公司，2007 年 11 月整体变更为股份公司，注册资本 4.2 亿元。公司的控股股东为汉河集团，持有公司 96.79%的股份，汉河集团的控股股东为汉河投资，汉河投资持有汉河集团 64.52%的股份，公司的实际控制人为张思夏先生，张思夏先生持有汉河投资 54.10%的股权。发行后，汉河集团持有的公司股份比例仍将达 86.49%，张思夏先生仍然是公司的实际控制人。

图 1 汉缆股份的股权结构



数据来源：招股说明书

本次发行前公司的总股本为 42,000 万股，本次发行 5,000 万社会公众股，发行后公司总股本为 47,000 万股，本次发行的股份占发行后总股本的比例为 10.64%。

表 1 汉缆股份发行前后股权比例

项目	股东名称	发行前		发行后	
		股份数（万股）	持股比例	股份数（万股）	持股比例
一、有限售条件的股份	汉河集团	40,652.09	96.79%	40,652.09	86.49%
	山东电建	693.00	1.65%	693.00	1.47%
	恒源电力	654.91	1.56%	654.91	1.39%
二、本次发行流通股		-	-	5,000	-
总股本		42,000	100.00%	47,000	100.00%

数据来源：招股说明书

1.2. 公司业务简介

汉缆股份经过 20 多年的发展，发行人已经成为电线电缆行业的龙头企业之一。主要从事电线电缆及电缆附件的研发、生产、销售与安装服务，技术水平与产品质量在业内均处于领先地位。拥有完整的产品线，涉及电力电缆、电气装备电线电缆、通信电缆与光缆、裸电线及其他等五大门类，拥有两百多个系列、近万余种规格的高、中、低压电线电缆产品，其中以 220kV 及以上交联电缆、220kV 及以下电缆附件、110kV 光纤综合海底电缆、石油平台用电缆、耐热及高强度铝合金等特种导线为业务发展重点。

尤其在高压、超高压电缆领域，汉缆股份是国内电线电缆行业当之无愧的龙头，在 220kV 及以上电缆领域，公司的市场占有率很高。根据国网公司对其集中规模采购中标情况的统计，公司 220kV 电缆的市场占有率 2007 年～2010 年上半年累计排名第一。

公司凭借优异的产品和完善的服务已在客户中树立了“汉河”品牌的良好形象，赢得了国内众多行业知名客户认可，除国网公司 220kV 超高压电缆最大的供应商外，公司还是神华集团矿用电缆目前最大的供货商以及中海油海底电缆国产化的合作伙伴，并拥有涉及电力、石油、化工、铁路、煤炭、冶金、港口、海洋等众多领域的优质客户群。

公司多次中标国家著名重点工程，包括鸟巢工程、水立方工程、世博工程，全国第一批为国网公司晋东南—南阳—荆门交流特高压试验基地工程项目 1000 kV 特高压导线的供应商，三峡工程、北京国际机场工程、国网公司调度中心大楼、天广直流工程、中央电视台工程、天安门改造工程、青岛奥帆赛基地工程等众多知名工程项目。

1.3. 财务分析

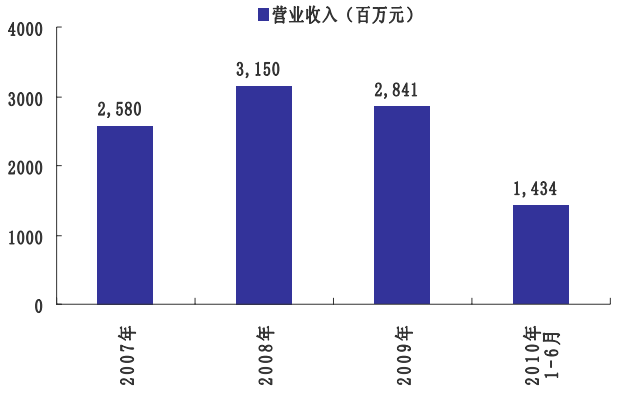
公司 2008 年营业收入相比 2007 年增长约 20%，净利润同比增长 89.9%。2009 年营业收入同比减少 9.8%，而净利润同比增长 103.5%。公司 2009 年营业收入下降的原因是受到全球金融危机以及原材料价格大幅下降的影响，净利润连续两年保持告诉增长得益于公司电缆产品毛利率的提高。公司主营产品结构方面，高压电缆收入逐年增加，已经占所有电缆收入的 50%以上，预计未来高压电缆收入占比仍将提高。

表 2 公司近三年的盈利情况

	2009 年	2008 年	2007 年
营业收入（百万元）	2,841.0	3,149.8	2,580.4
净利润（百万元）	470.0	231.4	123.4
净资产收益率（%）	38.8	30.7	23.5
综合毛利率（%）	21.7	20.6	14.5
期间费用率（%）	8.0	8.1	8.2
营业利润率（%）	19.7	8.9	6.6

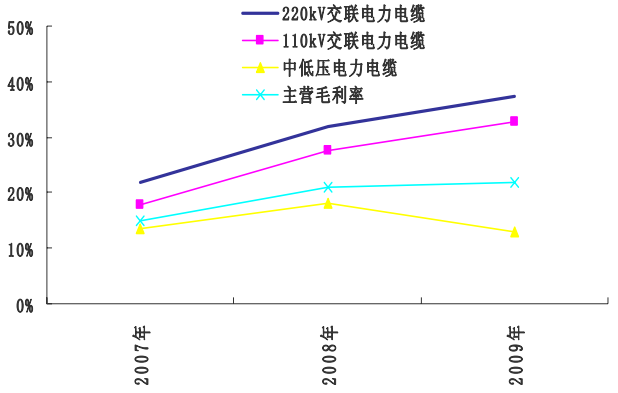
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

图 2 公司近三年来主营业务收入



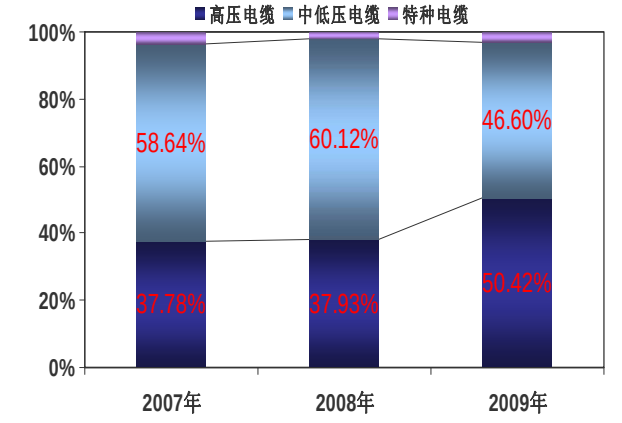
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

图 3 公司电缆产品的毛利率水平



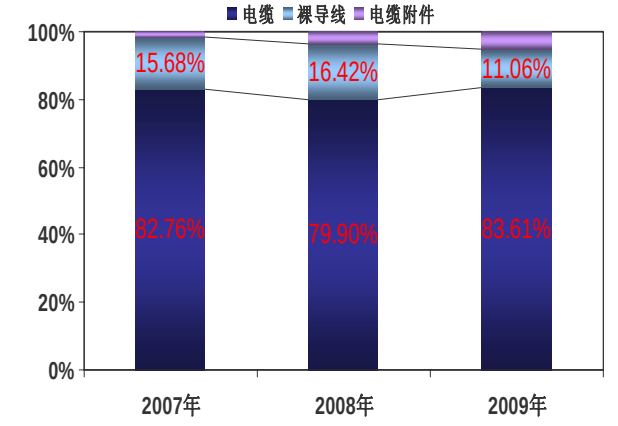
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

图 4 公司各种电缆收入占比



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

图 5 公司电缆产品在总营业收入中的占比



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

2. 行业分析及公司竞争地位

2.1. 行业结构向高压和特种电缆调整

（1）35kV 及以下中低压电缆将进入平稳增长期

城镇化是促进电缆行业快速增长的重要驱动因素之一，我国在前几年经历了城市基础建设的高速发展期，电缆行业也相应发展迅速。目前我国的城市人口比例与西方发达国家相比还有很大差距，预计未来三十年内，城镇化进程还将继续进行，城镇化的不

断提高将为电力电缆尤其是 35kV 及以下中低压电缆带来长久的刚性需求，保证行业的持续发展与增长。

电力系统尤其是电网是电缆行业的主要客户，我国电网投资在过去几年一直保持在较高的水平，预计未来至少在“十二五”期间，电网投资仍然将维持在较高位置。同时电网投资的机构在逐渐向农配网倾斜。近期，国家能源局召开全国农村电网改造升级工作会议，将启动为期三年的新一轮农网升级改造，三年投资规模将超过 2000 亿，加之国网公司计划投资中，农网投资比例也逐年增长，对 35kV 及以下电压等级电力电缆起到提振作用。我们预计 35kV 及以下中低压电力电缆在“十二五”期间，需求量每年增长将至少在 10%以上。

（2）高压、超高压电缆未来市场需求旺盛

城市电缆入地化所带来的需求为电缆行业提供了广阔的市场空间：随着我国城市化进程的不断加快，电缆入地将成为城市未来发展的必然趋势，在城市建设初期，110kV 及以上线路一般都采用架空线路，主要原因是 110kV 及以上电力电缆的造价很高，以 110kV 电缆为例，同长度的 110kV 电缆线路包括沟道施工费用大约为架空线路的 10-15 倍不等。早期 110kV 电缆多为国外生产商制造，这也是造价高的一个原因。随着国内厂商电缆制造技术和先进生产线的引进，一些国内厂商开始具备制造 110kV 及以上高压电力电缆的技术能力，但是造价依然很高，这也是高压电力电缆尚未在城市电网中大面积使用的主要原因。近年来尤其是大城市土地资源紧张，城市规划中开始强调市区用 110kV 及以上电压等级的地下电缆，有的城市已把这一要求列入地方法规。目前我国城市电缆化率平均只有 10%，而发达国家城市电缆化率达到 80%以上，我国同发达国家相比，还有很大的差距。预计未来城市电缆地下化率的进逐渐提高，110kV 及以上高压电缆的需求增长将尤为明显。

城市电网建设和改造将带动 110kV 及以上电压等级电缆的需求：以国网公司对 31 个重点城市的电网改造为例：到 2010 年，500kV 变电容量较 2005 年翻一番以上，输电线路增加 71%；220kV 变电容量规模接近翻一番，输电线路增长 43%；110kV 输变电规模也大幅增加，将新建 110kV 变电站 1,624 座，变电容量增长 81%，输电线路增长 42%。再将大型电站的 500kV 引出线、大中城市电缆入地化、大型建筑工程、钢铁、石化等工业化发展所带来的行业需求考虑在内，110kV 及以上电压等级电力电缆的需求将大幅增加，预计年增长超过 25%。根据上海电缆研究所对 110kV 及以上电压等级电力电缆的需求分析，未来 110kV 及以上电缆的需求增速约为 21%。

表 3 110kV 及以上电压等级电缆需求

产品分类	2008	2009	2010	2012	2013	复合增长率
110kV	8540	10,750	13,050	15,450	17,750	20%
220kV 及以上	910	1,200	1,600	2,000	2,500	29%
需求合计	9,450	11,950	14,650	17,450	20,250	21%
年增长率	-	26.46%	22.59%	19.11%	16.05%	-

数据来源：招股说明书

（3）特种电缆市场空间巨大

许多行业对特种电缆的需求旺盛。造船、铁道、飞机、宇航、石油、化工、冶金和核电等行业都需要用到大量的特种电缆。目前国内特种电缆 80%以上需要进口。我国的生产技术水平较低，特别是一些中高端特种电缆，国内的生产能力和供给量远远不能满足实际需求量。近几年我国特种电缆的进口量增长率均在 20%以上。随着我国特种电缆制造能力的不断提高，存在进口替代的趋势。特种电缆应用行业非常广泛，尤其随着新技术发展将产生新的应用领域，比如未来海上风电有望高速发展，相应配套海上风机用特种电缆，以及海底电缆的需求量将上升。因此特种电缆行业有较为广阔的

前景。我们预计特种电缆需求量每年增速达 30%以上。

2.2. 行业集中度高，高端市场寡头竞争

电缆制造行业集中度高：我国电线电缆制造企业数量多，规模小。据统计，目前我国电线电缆行业内的大小企业达 9,800 家之多，形成规模生产的也有 2,300 家左右，更小规模的企业更是数不胜数。电线电缆行业生产集中度低，最大的企业所占市场份额也不过在 1%－2%，前十大电线电缆企业的产值合计仅占全行业的 15%左右。我国电线电缆产业这种高度分散化的格局，不仅很难取得规模经济效益，而且也加剧了生产能力过剩和市场的过度竞争状况。

中低压电线电缆等低端产品市场竞争激烈：由于中低压电线电缆等低端产品技术含量较低，设备工艺简单，在我国经济发展过程中，大量资本进入中低压电线电缆领域并形成了巨大的生产能力，已超过市场需求。在生产能力过剩和国内市场竞争日益激烈的情况下，低端电缆产品市场已经呈现充分竞争格局，利润率较低。

高压、超高压电缆等高端产品市场寡头垄断：我国电线电缆行业集中度低，规模经济不够，效益低下，大多数企业无力进行技术改造和创新，品牌建设、研发投入严重不足，无法参与高压、超高压的市场竞争。由于存在品牌、技术、资质等壁垒，在高压、超高压交联电缆等高端产品领域，目前主要由几家国内的合资厂商与包括公司在内的少数行业龙头企业所占有，集中度较高。国内高压、超高压等高端产品领域已经进入几大企业之间寡头垄断格局。

2.3. 高压、超高压电缆行业具有较高的进入壁垒

资质壁垒：企业从事生产列入生产许可证管理的电线电缆产品，必须要取得全国工业品生产许可办公室颁发的《电线电缆产品生产许可证》；从事强制性产品认证的产品目录里的电线电缆产品，必须获得中国质量认证中心的 3C 认证；要求进入不同的行业或者不同用途的产品还需要取得该行业或使用需求的资质和认证。出于对输配电网安全运行的考虑，国家对输配电类产品实行严格的资质审查和准入制度。电线电缆产品须按照国家及行业标准进行设计、生产，且须经过国家认可的试验室进行型式试验或预鉴定。对于 220kV、500kV 电力电缆产品，在完成型式试验的基础上，须成功通过 1 年的预鉴定试验后才具有供应产品的合格资格。预鉴定试验是在包含电缆、接头和终端的完整的系统上进行长期加速老化试验，比挂网试运行检测更全面、更严格，因此用以替代一年挂网试运行。

技术壁垒：高压、超高压电缆等高端产品从试制到真正完成开发需要经过研发、试制、型式试验等一系列过程，耗时数年，有很高的技术壁垒。根据上海电缆研究所在 2009 年中国电线电缆行业大会上提供的资料，以 66kV 电缆难度系数（主要指材料、制造工艺及配套技术等）为 1，则 132kV、220kV 及 400kV 电缆的难度系数分别为 3、6 及 26。因此，国内虽已建、在建的立塔已超过 50 座，进口立式交联生产线达 40 多条，但由于缺乏长时间的技术积累，真正具备 220kV 及以上电缆稳定生产能力厂家还很少。

经验壁垒：电线电缆产品的主流目标市场是电力、石化、铁路、城建、机场等国家重点行业，客户对产品的安全性、可靠性、耐用性要求高，通常以招标的形式进行采购。电线电缆厂商不仅要有相应的资质证书，还必须具有性质和复杂程度类似的工程的供货经历和产品稳定可靠的运营业绩才能进入客户的投标程序。由于存在较高的业绩经验壁垒，目前参与国网公司 220 kV 电缆投标的公司一般为 11-12 家，而向国网公司供货有资质并具备供货实力的中标企业为 7 家左右。

2.4. 公司在高压、超高压电缆及附件制造技术行业领先

公司早在2002 年就已完成了220kV 交联电缆通过了预鉴定试验项目并具备了进入电网运行资格。500kV2500mm^2 电缆已经通过了武高院型式试验，是目前国内电压等级最高、截面积最大的产品，技术水平达到国际领先水平。110kV 电缆附件经1 年多电网运行检验，结构及性能稳定可靠，具有一定的安全裕度，完全可以满足国内外市场的不同需求。公司自行研制生产的 220kV 超高压电缆附件也已在武高院进行预鉴定试验。公司是目前国内企业中具备生产220kV 电缆附件技术的少数厂商之一，是国内电线电缆企业中唯一一家能够依靠自有技术自主生产220kV 电缆附件的厂商。

公司具备较强的电缆技术研究、开发、设计能力和丰富的成果转化经验，所开发的220 kV 及以下高压交联电缆、海底（复合）电力电缆、矿用电缆、铝合金导线等系列产品已成功实现产业化并取得较好的市场占有率，具有很强的竞争能力。

公司拥有国家认定企业技术中心和市级科研机构——青岛电缆研究所，于1999 年被国家科委认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”、2008 年12 月被评为“高新技术企业”。公司研发实力雄厚、技术储备丰富，拥有16 项中国发明专利、1 项美国发明专利，20 项实用新型，已获得受理的专利申请共20 项，是行业内专利技术最多的企业之一。

2.5. 公司的“汉河”电缆品牌享誉业界

电线电缆主要下游行业本身具有较高的安全生产要求，所以客户对电线电缆的产品质量非常重视，导致在产品招标过程中知名品牌有较大的优势。在产品层面，公司拥有的“汉河”牌电线电缆2005 年被中国电力设备管理协会审定为推荐品牌，2006 年被国家质检总局授予“质量免检产品”、2006 年被评定为“中国电线电缆市场用户满意第一品牌”、“中国电线电缆行业最具影响力第一品牌”，2004 年国家质检总局授予交联聚乙烯电力电缆“中国名牌产品”称号，2010 年国家工商总局商标局授予“汉河”为中国驰名商标。

在企业层面，公司拥有“国家认定企业技术中心”，被评为“国家级高新技术企业”、“国家火炬计划重点高新技术企业”和“全国最佳经济效益企业”，先后获得“全国守合同重信用企业”、“中国机械工业百强企业”，“AAA 级资信企业”、“2008 山东最佳企业公民”、“2006 山东省机械工业十大自主创新品牌企业”和“青岛市十强企业”，“中国机械工业销售收入百强企业”、“第六届中国大企业集团暨首届企业集团竞争力500 强”、“中国电气工业100 强”、“2007 全球华商高科技500 强”等荣誉。

2.6. 公司在电缆智能化方面具备先发优势

坚强智能电网将以特高压输电网建设为核心环节和基础，配电网中高压、超高压电缆产业发展的方向是以智能化设备的概念来研究智能化的电缆产品。智能节能电缆，是将电缆和测温光缆进行综合形成的电缆，在电缆分布式光纤测温基础上，可通过软件系统计算出实时载流量，实现电缆的载流量最优化配置以及电力系统的经济调剂，充分发挥电缆的最大潜力。

公司作为国内高压、超高压电缆行业的领导者，自1990 年开始研制生产交联电缆，先后完成了10kV、35kV、110kV、220kV 电缆的试制和生产，2005 年完成了500kV 电缆样品的型式试验。近几年，公司在国网公司220kV 超高压电缆的采购中，中标额一直稳居第一。在智能节能电缆研发领域，公司是行业先行者，2006 和2007 年，分别取得“感温光缆”和“带内置测温光缆的高压电力电缆”等智能节能电缆方面的实用新型项专利，研发了电缆在线监测和实验装置、电缆局部放电在线监测装置、电缆屏蔽层接地线电容电流在线监测装置和电缆振荡波局部放电试验装置等智能电网系统相关设备，具有深厚的研发实力和技术储备。

3. 募集资金项目分析

本次公司向社会公开发行 5,000 万股新股，拟募集资金约 10 亿元，投资投向主要有四个:（1）超高压交联聚乙烯绝缘智能节能电缆及附件产品成套生产建设项目;（2）年产 1,500km 海洋系列电缆建设项目;（3）年产 22,500t 特种导线建设项目;（4）高压及超高压电缆工程技术中心建设项目。

表 4 公司募集资金计划使用情况（单位：万元）

投资项目	投资总额	第一年	第二年	第三年
超高压交联聚乙烯绝缘智能节能电缆及附件产品成套生产建设项目	43,000	3,000	18,000	22,000
年产 1,500km 海洋系列电缆建设项目	14,000	1,000	6,000	7,000
年产 22,500t 特种导线建设项目	19,000	1,350	8,100	9,550
高压及超高压电缆工程技术中心建设项目	5,000	500	1,000	3,500
补充流动资金项目	20,000			
合 计	101,000	5,850	33,100	42,050

数据来源：公司招股说明书

（1）超高压交联聚乙烯绝缘智能节能电缆及附件产品成套生产建设项目：项目将新增两条超高压生产线，预计 2012 年达产 60%、2013 年达产 80%，2014 年以后完全达产。本次募集资金投资项目建成达产后，公司将有 6 条高压、超高压电缆生产线。项目达产后，将新增超高压电缆系列产品 200～460km/年；高压、超高压电缆附件系列产品 600～1350 套/年；高压超高压电缆绝缘料 4,000t/年的生产能力。本项目建设期为 28 个月，2009 年 9 月开始项目的前期准备工作，预计 2011 年 12 月底竣工投产。

（2）年产 1,500km 海洋系列电缆建设项目：项目旨在将扩大公司在海洋系列电缆领域的生产能力，实现公司产品结构调整、提高经济效益和综合竞争力的发展目标。项目达产后，将形成年产海洋系列电缆 1,500km 的生产能力，其中海底综合电缆 500km/年、石油平台电缆 1,000km/年。

（3）年产 22,500t 特种导线建设项目：项目旨在将扩大公司在特种导线领域的生产能力，实现公司产品结构调整、提高效益和综合竞争力的发展目标。项目拟新增 22,500 吨特种导线产能，增加后公司特种导线总产能将达 26,500 吨，约占国内市场需求量的 15%。

（4）高压及超高压电缆工程技术中心建设项目：将建设一座技术中心大楼，主要用于超高压电缆研发实验室、电缆附件研发实验室、电缆绝缘料研发实验室、特种导线研发实验室和超导电缆研发实验室等部门，并配备相关的试验、检测设备。项目建设期为 28 个月，计划在 2011 年 12 月底竣工并投入使用。

4. 公司风险分析

4.1. 原材料价格大幅波动风险

公司主要产品为高压、超高压电力电缆，铜等金属原材料占生产成本的比重较大，2007

年度、2008 年度、2009 年度和 2010 年上半年，铜（铜杆）分别占生产成本的 65.24%、62.16%、65.91%和 66.40%。铜价大幅度波动将会对公司带来的利润大幅波动风险，对此，公司通过期货市场进行一定的保值操作以规避风险，但是仍然存在如下风险。

客户违约风险：根据行业惯例，高压、超高压电缆产品从签约到交货的时间间隔较长，在与客户签订销售合同后，公司一般会根据合同价格从现货市场购入、或在期货市场锁定该订单所需铜材以保证公司盈利水平。如果客户在铜价大幅下降时要求降低销售价格或拒绝履行合同，公司会因已高价购入铜现货或因铜期货移仓而产生损失。公司客户大多为电力公司等优质长期客户，客户信用度高，报告期内，公司从未出现因原材料价格大幅下降而出现客户违约的情形。

期货投机风险：当与客户签订交货期较长的合同后，若遇铜价大幅上涨且公司不能及时进行期货锁单保值，或锁单保值数量未达铜的实际需求量，将导致公司生产成本的大幅增加而影响利润。公司的期货市场操作以保值为目的，严格遵守《期货业务管理制度》，控制交易方向、交易量和平仓时间。若遇期货市场行情出现重大波动，且公司不能有效控制自身的投机冲动或不能有效防范操作人员的违规操作时，公司将面临期货投机亏损风险。

4.2. 市场竞争的风险

在高压、超高压电缆领域，目前与公司构成竞争关系的有沈阳古河、杭州华新、宝胜普睿司曼、特变电工、上海藤仓等，其中沈阳古河是最主要的竞争对手。公司在高压、超高压电缆领域技术优势突出，报告期内已牢牢占据高压、超高压电缆市场占有率累计排名第一的位置，根据国网公司 220kV 超高压电缆采购中标结果，2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年上半年，公司的中标额比例分别为 40%、38%、24%和 39%，三年一期累计中标额比例为 36%。随着客户需求逐渐向高压、超高压领域转移，现有生产厂商投资高压、超高压电缆的力度可能加大，万马电缆、南洋股份等上市公司也纷纷开始涉足，公司未来面临的竞争将逐渐激烈。公司如不能继续保持技术领先优势，将面临竞争力下降的风险。

5. 盈利预测与公司估值

根据我们的模型，按照发行后股本摊薄，我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.99 元、1.28 元、1.68 元。参考目前电缆上市公司的市盈率，我们建议按照公司 2011 年 EPS25-30 倍得出上市公司上市首日定价区间 32.00 元-35.84 元。询价建议：按照 2010 年 EPS25-30 倍的市盈率询价，询价区间 24.75 元-27.72 元。

表 5 公司产品盈利预测

产品	2009A	2010E	2011E	2012E
220kV 交联电力电缆（km）				
收入（百万元）	183.6	386.8	477.7	590.0
成本（百万元）	143.7	255.3	324.8	401.2
毛利率	21.74%	34.00%	32.00%	32.00%
收入增长率		-29.17%	23.50%	23.50%
销售量（km）	128	400	520	676
单价（万元/km）	144.00	96.70	91.86	87.27
单价增长率		-20.00%	-5.00%	-5.00%
110kV 交联电力电缆（km）				
收入（百万元）	501.9	826.5	1053.0	1341.5
成本（百万元）	412.5	578.6	758.2	965.9
毛利率	17.81%	30.00%	28.00%	28.00%
收入增长率		58.10%	27.40%	27.40%
销售量（km）	928	1500	1950	2535
单价（万元/km）	54.10	55.10	54.00	52.92
单价增长率		4.00%	-2.00%	-2.00%
500kV 交联电力电缆（km）				
收入（百万元）				100.0
成本（百万元）				65.0
毛利率				35.00%
收入增长率				
销售量（km）				50
单价（万元/km）				200.00
单价增长率				
中低压电力电缆（km）				
收入（百万元）	1064.1	1287.3	1406.4	1536.5
成本（百万元）	919.9	1087.8	1188.4	1298.3
毛利率	13.55%	15.50%	15.50%	15.50%
收入增长率		30.30%	9.25%	9.25%
销售量（km）	12845	15000	17250	19838
产品单价（万元/km）	8.28	8.58	8.15	7.75
单价增长率		40.00%	-5.00%	-5.00%
裸导线				
收入（百万元）	343.7	182.1	112.1	210.1
成本（百万元）	310.7	136.6	95.3	178.6
毛利率	9.61%	25.00%	15.00%	15.00%
收入增长率		-35.08%	-38.46%	87.50%
销售量（吨）	22157	13000	8000	15000
产品单价（万元/吨）	1.55	1.40	1.40	1.40
单价增长率		7.00%	0.00%	0.00%
海底电缆				
收入（百万元）	64.5	144.0	225.0	315.0
成本（百万元）	48.9	109.4	171.0	239.4
毛利率	24.23%	24.00%	24.00%	24.00%
收入增长率		192.25%	56.25%	40.00%
销售量（km）	117	160	250	350

产品单价（万元/km）	55.11	90.00	90.00	90.00
单价增长率		16.90%	0.00%	0.00%
石油平台电缆				
收入（百万元）	0.5	6.3	14.0	35.0
成本（百万元）	0.3	3.8	8.4	21.0
毛利率	39.14%	40.00%	40.00%	40.00%
收入增长率		-54.99%	122.22%	150.00%
销售量（km）	94	90	200	500
产品单价（万元/km）	0.58	7.00	7.00	7.00
单价增长率		7.03%	0.00%	0.00%
电缆附件				
收入（百万元）	34.2	148.5	400.9	601.3
成本（百万元）	31.4	126.2	260.6	390.8
毛利率	8.34%	15.00%	35.00%	35.00%
收入增长率		10.00%	170.00%	50.00%
其他				
收入（百万元）	325.1	300.0	400.0	500.0
成本（百万元）	272.0	255.0	340.0	425.0
毛利率	16.33%	15.00%	15.00%	15.00%
收入增长率		32.21%	33.33%	25.00%
合计				
收入（百万元）	2517.6	3281.5	4089.0	5229.4
成本（百万元）	2139.3	2552.6	3146.6	3985.2
毛利率	15.03%	22.21%	23.05%	23.79%
收入增长率		18.79%	24.61%	27.89%

数据来源：招股说明书

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-10-21

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	**3,149.8**	**2,841.0**	**3,301.5**	**4,109.0**	**5,249.4**
减: 营业成本	2,499.8	2,225.0	2,567.6	3,161.6	4,000.2
营业税费	9.5	11.8	9.2	11.5	14.7
销售费用	158.5	149.1	132.1	164.4	210.0
管理费用	75.5	76.5	79.2	98.6	126.0
财务费用	20.4	1.0	1.7	-16.5	-17.8
资产减值损失	13.1	12.8	3.7	8.1	7.3
加: 公允价值变动收益	-20.1	22.1	5.2	-	-
投资和汇兑收益	-71.4	171.8	40.0	40.0	40.0
营业利润	**281.5**	**558.8**	**553.2**	**721.4**	**949.0**
加: 营业外净收支	6.2	14.5	14.4	14.4	14.4
利润总额	**287.7**	**573.3**	**567.6**	**735.8**	**963.4**
减: 所得税	56.3	103.3	102.2	132.4	173.4
净利润	**230.8**	**469.8**	**465.2**	**603.0**	**789.6**
资产负债表	**2008**	**2009**	**2010E**	**2011E**	**2012E**
货币资金	139.6	194.5	1,581.9	1,846.9	1,872.0
交易性金融资产	203.8	294.8	300.0	300.0	300.0
应收帐款	772.1	699.0	817.3	1,026.0	1,324.9
应收票据	44.6	4.1	4.5	5.6	7.2
预付帐款	17.8	79.5	156.5	251.4	371.4
存货	511.6	636.8	703.5	866.2	1,096.0
其他流动资产	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	16.9	21.2	25.0	25.0	25.0
投资性房地产	-	3.5	3.6	3.6	3.6
固定资产	213.4	199.6	232.6	274.6	518.4
在建工程	5.6	47.2	11.4	14.3	68.9
无形资产	38.1	122.9	114.7	107.0	99.9
其他非流动资产	15.1	20.7	22.8	23.9	25.2
资产总额	**1,981.1**	**2,326.3**	**3,976.4**	**4,747.1**	**5,714.8**
短期债务	85.0	60.0	10.0	20.0	30.0
应付帐款	767.6	661.9	675.3	831.5	1,052.1
应付票据	31.8	23.0	28.1	34.6	43.8
其他流动负债	309.9	354.0	385.5	427.0	479.9
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	-	3.9	3.9	3.9	3.9
负债总额	**1,226.8**	**1,114.0**	**1,141.7**	**1,404.3**	**1,765.4**
少数股东权益	**31.0**	**21.2**	**21.4**	**21.7**	**22.1**
股本	420.0	420.0	470.0	470.0	470.0
留存收益	303.2	771.2	2,343.3	2,825.8	3,457.4
股东权益	**754.3**	**1,212.3**	**2,834.7**	**3,317.4**	**3,949.5**
现金流量表	**2008**	**2009**	**2010E**	**2011E**	**2012E**
净利润	231.4	470.0	465.2	603.0	789.6
加: 折旧和摊销	28.7	26.7	19.9	22.8	38.8
资产减值准备	13.1	12.8	3.7	8.1	7.3
公允价值变动损失	20.1	-22.1	5.2	-	-
财务费用	19.7	1.4	1.7	-16.5	-17.8
投资收益	-12.9	-25.4	-40.0	-40.0	-40.0
少数股东损益	0.5	0.2	0.2	0.3	0.4
营运资金的变动	-164.8	-267.4	-189.4	-224.0	-307.7
经营活动产生现金流量	**271.5**	**216.8**	**266.5**	**353.7**	**470.6**
投资活动产生现金流量	**-9.5**	**-189.3**	**20.9**	**-20.0**	**-290.0**
融资活动产生现金流量	**-198.5**	**27.5**	**1,105.3**	**-94.1**	**-130.1**

财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长性					
营业收入增长率	22.1%	-9.8%	16.2%	24.5%	27.8%
营业利润增长率	64.2%	98.5%	-1.0%	30.4%	31.6%
净利润增长率	89.9%	103.5%	-1.0%	29.6%	30.9%
EBITDA 增长率	47.4%	77.4%	-1.7%	26.6%	33.3%
EBIT 增长率	59.4%	85.4%	-0.9%	27.0%	32.1%
NOPLAT 增长率	78.0%	87.1%	-0.9%	26.3%	31.5%
投资资本增长率	-19.3%	57.1%	57.0%	23.9%	46.8%
净资产增长率	43.4%	60.7%	133.8%	17.0%	19.1%
利润率					
毛利率	20.6%	21.7%	22.2%	23.1%	23.8%
营业利润率	8.9%	19.7%	16.8%	17.6%	18.1%
净利润率	7.3%	16.5%	14.1%	14.7%	15.0%
EBITDA/营业收入	10.5%	20.6%	17.4%	17.7%	18.5%
EBIT/营业收入	9.6%	19.7%	16.8%	17.2%	17.7%
运营效率					
固定资产周转天数	24	26	24	22	27
流动营业资本周转天数	28	37	65	84	89
流动资产周转天数	172	228	299	345	318
应收帐款周转天数	81	91	81	78	77
存货周转天数	54	73	73	69	67
总资产周转天数	207	273	344	382	359
投资资本周转天数	63	81	109	120	128
投资回报率					
ROE	30.7%	38.8%	16.4%	18.2%	20.0%
ROA	11.7%	20.2%	11.7%	12.7%	13.8%
ROIC	41.0%	95.0%	60.0%	48.2%	51.2%
费用率					
销售费用率	5.0%	5.2%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用率	2.4%	2.7%	2.4%	2.4%	2.4%
财务费用率	0.6%	0.0%	0.1%	-0.4%	-0.3%
三费/营业收入	8.1%	8.0%	6.5%	6.0%	6.1%
偿债能力					
资产负债率	61.9%	47.9%	28.7%	29.7%	30.9%
负债权益比	162.6%	91.9%	40.3%	42.3%	44.7%
流动比率	1.38	1.72	3.13	3.07	2.82
速动比率	0.96	1.14	2.52	2.45	2.20
利息保障倍数	14.79	545.57	329.95	-42.67	-52.18
分红指标					
DPS(元)	-	-	0.20	0.26	0.34
分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	1.0%	1.3%
业绩和估值指标	**2008**	**2009**	**2010E**	**2011E**	**2012E**
EPS(元)	0.49	1.00	0.99	1.28	1.68
BVPS(元)	1.60	2.58	6.03	7.06	8.40
PE(X)	50.9	25.0	25.3	19.5	14.9
PB(X)	15.6	9.7	4.1	3.5	3.0
P/FCF	43.6	72.6	-412.2	39.8	100.6
P/S	3.7	4.1	3.6	2.9	2.2
EV/EBITDA	31.2	17.3	17.7	13.7	10.4
CAGR(%)	37.6%	18.9%	29.4%		
PEG	1.4	1.3	0.9		
ROIC/WACC	4.1	9.5	6.0	4.8	5.1
REP	5.1	1.4	1.4	1.4	0.9

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

黄守宏，执业证书编号 S1450210030003，电力设备与新能源行业高级分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16 年电力行业工作经验。2007.7 加盟安信证券研究中心。

汲亚飞，执业证书编号 S1450110040335，电力设备与新能源行业分析师，清华大学工学硕士，3 年电力行业工作经验。2010.4 加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
推荐 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	**上海联系人**	**黄方禅**	**上海联系人**
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	**上海联系人**	**张勤**	**上海联系人**
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	**上海联系人**	**潘艳**	**上海联系人**
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	**北京联系人**	**周蓉**	**北京联系人**
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	**北京联系人**	**马正南**	**北京联系人**
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
律烨	**深圳联系人**	**曹加**	**深圳联系人**
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	**深圳联系人**	**李国瑞**	**深圳联系人**
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026
上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122
北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034