



牛品  
021-53519888-1911  
niupin@sigchina.com  
执业证书编号: S0870209080158

# 高压电缆龙头企业

IPO 询价区间 RMB 34.58~40.95  
上市首日定价 RMB 27.66~32.76

## 基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 50.00  
发行后总股本 (百万股) 470.00  
发行方式 网下询价配售  
网上定价发行  
保荐机构 华泰联合证券

## 主要股东 (IPO 前)

汉河集团 96.79%  
山东电建 1.65%  
恒源电力 1.56%

## 收入结构 (MRQ)

220KV 交联电缆 9.64%  
110KV 交联电缆 26.55%  
中低压电力电缆 37.05%  
海底电缆 3.80%  
石油平台电缆 0.11%  
裸线类 8.76%  
电缆附件 3.17%  
其他 10.92%

报告编号: NP10-NSP15

## 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,841.03	3,020.66	3,208.18	4,181.08
年增长率 (%)	-9.80%	6.32%	6.21%	30.33%
归属于母公司的净利润	469.77	426.51	415.65	574.45
年增长率 (%)	103.52%	-9.21%	-2.55%	38.21%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	1.00	0.91	0.88	1.22

注: 有关指标按 IPO 后总股本为 470.00 百万股计算

## 公司概况:

### 1、电线电缆行业老牌企业

公司前身为青岛汉缆集团有限公司, 2007 年 11 月 30 日整体变更设立汉缆股份。公司发起人为汉缆有限全体股东, 即青岛汉河实业股份有限公司、山东电建建设集团有限公司、青岛恒源电力集团股份有限公司和青岛鲁青实业集团有限公司等 4 名法人。实际控制人为张思夏。

### 2、高压、超高压电缆领军企业

公司高压/超高压交联电缆的领跑者, 产品涵盖电力电缆、特种电缆、特种导线、光缆、海底电缆、电缆附件等多个领域。其中, 公司 2007-2010 年上半年在国网 220KV 交联电缆三年一期市场份额达到 36%, 排名第一。

## 募资项目:

### 1、募投项目达产后利润大幅增长

本次募集资金计划全部用于以下三个项目建设 (见下表)。项目总投资 101,000 万元, 整个项目建设期为 28 个月, 投产期 3 年, 投产第 1 年生产达到设计产能的 60%, 第 2 年达到设计产能的 80%, 第 3 年完全达产。预计 2011 年底建设完成, 2014 年完全达产。

项目达产后, 将新增营业收入 197,153.50 万元, 比 2009 年增长 69.39%; 新增净利润 28,536.20 万元, 比 2009 年增长 60.74%。

表 1 公司的募集资金项目计划概况

项目名称	投资额 (万元)	达产期	新增产能	新增营收 (万元/年)	新增净利润 (万元/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	64	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。 海底综合电缆:	84,680.5	15,249.5
年产 1,500km 海洋系列电缆建设项目	14,000	64	500km/年; 石油平台电缆: 1,000km/年。	51,700.0	4,815.3
年产 22,500t 特种导线建设项目	19,000	64	特种导线: 22,500t/年	60,813.0	8,471.4
高压及超高压电缆工程技术中心建设项目	5,000	28			
补充流动资金项目	20,000				
<b>合计</b>	<b>101,000</b>			<b>197,193.5</b>	<b>28,536.2</b>

资料来源: 公司招股意向书

### 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

#### I 超高压交联聚乙烯绝缘智能节能电缆市场需求分析

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。

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。

高压、超高压交联电力电缆制造项目是行业中一个相对投资门槛较高的产品之一,具备生产制造高压、超高压交联电缆能力及资质的企业数量不多。目前高压电缆主要的生产厂家包括沈阳古河电缆有限公司、青岛汉缆股份有限公司、杭州华新电力线缆有限公司、特变电工山东鲁能泰山电缆有限公司、宝胜普睿司曼电缆有限公司、天津塑力线缆集团等企业。

**表 2 我国高压交联电缆的用量及需求量 (单位: km)**

年度	110KV	220KV	500KV	合计
2008	8,540	910	213	9,663
2009	10,750	1,200	281	12,231
2010	13,050	1,600	375	15,025
2011	15,450	2,000	469	17,919
2012	17,750	2,500	586	20,836

资料来源: 上海电线电缆行业会

### II 超高压交联聚乙烯绝缘电缆附件市场需求分析

电缆附件是电缆的重要配套产品,它将直接影响输电线路的运行质量。国内已有多条高压、超高压交联聚乙烯电缆生产线,但 110kV 及以上的高压、超高压交联电缆附件发展相对滞后,其中,110kV 电缆附件,仅有公司、广东吉熙安有限公司、深圳长园电缆附件有限公司、上海三元电缆附件有限公司、江苏安靠电缆附件有限公司等 10 余家企业具备生产能力;220kV 以上电缆附件基本依赖进口。

**表 3 我国电缆附件需求量 (单位: km)**

年度	110KV	220KV	500KV	合计
2008	8,540	910	213	9,663
2009	10,750	1,200	281	12,231
2010	13,050	1,600	375	15,025
2011	15,450	2,000	469	17,919
2012	17,750	2,500	586	20,836

资料来源: 上海电线电缆行业会

### III 高压、超高压交联聚乙烯绝缘电缆绝缘料市场需求分析

目前国内使用的 220kV ~ 500kV 的超高压电缆料均仅为陶氏化学、北欧化工两家公司生产,国内尚无可以生产 220kV ~ 500kV 的超高压电缆料的企业。根据陶氏化学和北欧化工对中国的出口统计,2006 年,35kV ~ 500kV 电缆料用量已达 30,000t,并且在未来 5 ~ 10 年仍将有快速的增长。

**表 4 我国绝缘电缆材料需求量 (单位: t)**

年度	110KV	220KV	500KV	合计
2008	8,540	910	213	9,663
2009	10,750	1,200	281	12,231
2010	13,050	1,600	375	15,025
2011	15,450	2,000	469	17,919
2012	17,750	2,500	586	20,836

资料来源: 上海电线电缆行业会

#### 2) 年产 1,500km 海洋系列电缆建设项目

海底综合电缆的生产技术难度较大,原来一直依赖进口,直至

1996年，公司首次研制成功，填补了该领域的国内空白。现除公司外，宁波东方、中天科技、上海电缆厂、红旗电缆厂等公司都可以生产。

国内早期石油平台电缆全部依靠进口，20世纪90年代，沈阳电缆厂、红旗电缆厂等较有实力的电缆生产企业开始石油平台电缆的研制和生产，现在公司、上海电缆厂、红旗电缆厂、沈阳电缆、江苏扬子江等企业都能够生产，石油平台电缆已全部实现国产化。

**表 5 我国海洋系列电缆需求量 (单位: km)**

序号	项目	2010年	2015年	2020年
1	海底综合电缆			
1.1	国内需求	6954	9903	13713
1.2	国内供给	4000	6000	8000
1.3	缺口	2954	3903	5713
2	石油平台电缆			
2.1	国内需求	15779	19846	25676
2.2	国内供给	10000	12000	15000
2.3	缺口	5779	6846	10676

资料来源: 上海电线电缆行业会

### 3) 年产 22500t 特种导线建设项目

特种导线由金属导体构成，无绝缘及护套层。目前国内应用的特种导线主要包括高强度铝合金导线、耐热铝合金导线、铝包钢导线、软铝导线、扩径导线、间隙型导线、碳纤维导线和殷钢芯导线等。特种导线通常架设在电杆上，主要应用长距离、大跨越、超高压输电网络建设，作用极为重要。在我国的电力网络中，特种导线线路长度仅约占线缆总量的 3%，未来发展空间十分广阔。

目前国内特种导线生产企业的产能均较小，以铝合金导线为例，除公司外，其他生产企业主要有上海中天铝线、武汉电缆厂和杭州中策电缆厂三家，各家企业年产能仅约 5,000~10,000 吨，供货期无法满足工程要求，致使很多工程不得不改用普通导线。

**表 6 我国特种导线需求量 (单位: 万 t)**

年度	架空输电线	特种导线
2008	135	10
2009	154	12
2010	175	13
2011	200	15
2012	228	17

资料来源: 上海电线电缆行业会

## ■ 业务结构

### 1、公司收入主要来源于电力电缆产品销售收入

公司主营业务收入主要为电线电缆的生产与销售，其他业务收入主要为销售原材料所实现的收入。报告期内，公司主营业务收入主要来源于各类电压等级的电力电缆，近三年及一期电力电缆合计实现的收入分别占主营业务收入的 69.49%、70.29%、74.46%、73.24%。

表 7 公司主要产品的产销率 (单位: km、t)

产品	220KV 交联电缆	110KV 交联电缆	中低压电力电缆	裸线类
2010年1-6月				
产能		920	14,000	14,000
产量	145.09	615.83	5,955.48	8,321.86
销量	149.48	687.55	6,084.63	8,847.19
产能利用率		82.71%	42.54%	59.44%
产销率	103.03%	111.65%	102.17%	106.31%
2009年				
产能		920	14,000	23,000
产量	431.94	1,047.37	16,459.01	20,718.67
销量	451.77	986.73	16,116.40	21,425.75
产能利用率		160.79%	117.56%	90.08%
产销率	104.59%	94.21%	97.92%	103.41%
2008年				
产能		863	14,000	30,000
产量	204.52	1,131.28	14,564.86	26,913.19
销量	169.89	1,041.54	14,015.02	27,266.39
产能利用率		154.79%	104.03%	89.71%
产销率	83.06%	92.07%	96.22%	101.31%
2007年				
产能		690	13,000	20,000
产量	128.84	918.19	12,842.94	22,331.19
销量	127.50	927.71	12,844.51	22,157.34
产能利用率		151.74%	98.79%	111.66%
产销率	151.74%	98.79%	111.66%	151.74%

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

图 1 2010 年 1-6 月公司主营业务明细



资料来源: 公司招股意向书 上海证券研究所整理

## ■ 行业概况

### 1、行业处于生命周期的成熟阶段

近年来全球电线电缆市场日趋成熟，行业发展趋缓。如不包括中国，全球电线电缆行业的产量增长较为缓慢，2003 年到 2007 年的 4 年间，年均复合增长率仅为 3.86%，低于同期全球经济复合增长率 5.12%。欧洲和亚洲（除中国外）的复合增长率也仅为 4.04% 和 5.23%，而北美地区则呈现出负增长，只有中国增速较快。

表 8 近几年全球电缆需求增速

	2004年	2005年	2006年	2007年	年均复合增长率
北美	5.66%	0.21%	-2.57%	-3.11%	-0.01%
欧洲	3.83%	0.26%	6.16%	6.04%	4.04%
中国	11.67%	9.09%	9.65%	13.14%	10.88%
亚洲（不含中国）	5.29%	3.77%	4.85%	7.04%	5.23%
全球（不含中国）	5.29%	2.17%	3.53%	4.46%	3.86%
全球	6.62%	3.68%	4.94%	6.55%	5.44%
全球 GDP 增长率	5.10%	4.80%	5.40%	5.20%	5.12%

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

### 2、我国电线电缆行业正处于快速增长阶段

随着国内电力、通信、城市轨道交通、汽车以及造船等行业快速发展和规模的不断扩大，特别是电网改造加快、特高压工程相继投入建设，电线电缆行业规模增长迅速，2004 年-2008 年平均增长速度为 32.52%，远远超过 GDP 增长速度，目前产量达到世界第一。

表 9 2004-2008 年 GDP 增长与电线电缆销售产值增长比较

年度	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
GDP（亿元）	136,515	182,321	209,407	257,306	300,670
GDP 增长率	9.5%	9.9%	10.7%	13.0%	9.0%
电线电缆销售产值（亿元）	2,171	2,810	4,046	5,557	6,695
电线电缆销售产值增长率	37.8%	29.4%	44.0%	37.3%	20.5%

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

### 3、产品结构发生变化

20 世纪 90 年代以来我国电力及通信事业迅速发展，促使电力电缆、架空线及通信电（光）缆需求加大，电力电缆、通信电（光）缆比例上升。电力电缆方面，中低压产品供过于求，竞争激烈；高压、超高压产品竞争有序，并随着特高压电网的建设趋于供不应求。

## ■ 行业竞争结构

### 1、行业集中度较低

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。

## 2、产品结构性矛盾突出

我国电线电缆行业供需存在结构性矛盾。低档产品市场生产能力巨大，各企业进行激烈的价格战；而高端产品市场相反，具备 110kV 电缆附件、220kV 及以上高压、超高压电力电缆和电缆附件等产品生产能力的企业数量较少，目前 220kV 及以上电缆附件主要依赖进口。行业产能总量过剩而有效供给不足，产品结构性矛盾日益突出。

## 3、低端产品完全竞争，高端产品寡头垄断

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，低端电缆产品产能过剩，市场已经呈现充分竞争格局，利润率较低。

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本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。

## ■ 公司市场竞争地位

### 1、电线电缆行业的龙头企业之一

在我国电线电缆行业中，处于行业中绝对领先地位的企业包括几家著名的合资企业，以及内资的行业龙头公司；第二集团是在我国电线电缆行业中规模较大，但与龙头企业相比有一定差距的企业，以及在某些产品领域内占有一定垄断优势的企业；第三集团是其他缺乏特色与竞争能力的企业。

公司在电线电缆行业竞争格局中处于第一集团的位置，公司在 220kV 交联电缆、500kV 交联电缆、110kV 电缆附件、220kV 电缆附件等产品拥有绝对的技术领先优势。

表 10 国内电缆行业竞争地位比较

行业地位	典型企业
第一集团	外资：耐克森、普睿司曼、住友、古河 内资：汉缆股份、远东集团、江苏宝胜集团
第二集团	区域优势企业：江苏亨通集团、江苏上上电缆集团、南洋电缆、万马电缆、太阳电缆等 产品优势企业：特种电缆领域的中利科技
第三集团	其他企业

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

### 2、国网招标中公司市场占有率第一

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，且主要集中在公司及沈阳古河电缆有限公司。

表 11 2007~2010 上半年国网公司 220kV 招标采购的中标情况表

公司名称	2007 年度		2008 年度		2009 年度		2010 年 1-6 月		报告期	
	中标额 (万元)	比例 (%)	中标额 (万元)	比例 (%)	中标额 (万元)	比例 (%)	中标额 (万元)	比例 (%)	中标额 (万元)	比例 (%)
汉缆股份	70,872	40	67,269	38	28,319	24	17,582	39	184,042	36
沈阳古河	30,308	17	49,248	28	36,820	31	4,018	9	120,394	23
上海藤仓	—	—	23,731	13	3,777	3	—	—	27,508	5
特变电工	9,280	5	21,055	12	26,232	22	1,067	2	57,634	11
杭州华新	22,585	13	16,951	10	7,130	6	3,377	7	50,043	10
宝胜普睿 司曼	43,833	25	—	—	11,112	9	19,473	43	74,418	14
重庆渝能	—	—	—	—	4,440	4	—	—	4,440	1

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

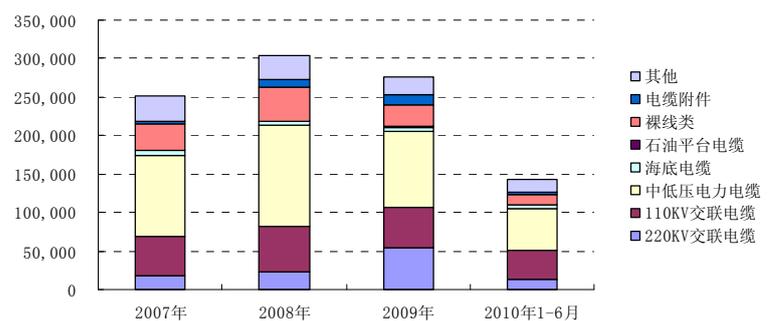
## ■ 财务分析

### 1、营业收入稳定增长

2007 年度、2008 年度、2009 年度、2010 年 1-6 月份公司主营业务收入分别为 251,763.02 万元、304,242.36 万元、276,246.97 万元和 142,653.30 万元。2007 年度、2008 年度、2009 年度主营业务收入分别同比增长 19.77%、20.84%和-9.20%。

2009 年公司营业收入小幅下降的主要原因是自 2008 年金融危机后，铜铝等大宗原材料价格大幅回落，2009 年度期间公司主要原材料平均采购价格较 2008 年度同比下降幅度较大，基于成本加合理利润的定价原则，公司相应调减了中低压产品的单位销售价格，致使营业收入出现小幅减少。

图 2 报告期公司细分行业营业收入情况 (单位:万元)



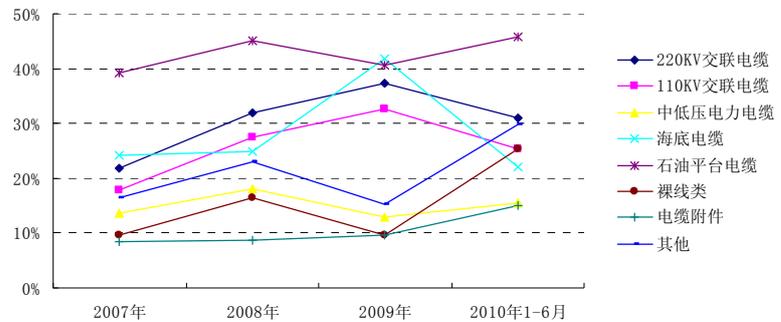
资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

### 2、综合毛利率逐年提高

2007-2010 年中期，公司主营业务综合毛利率分别为 14.45%、20.64%、21.68%和 22.44%，主营业务综合毛利率逐年提高。2008 年度毛利率较 2007 年度大幅增加的主要原因为中低压电力电缆、裸线类、110kV 交联电缆、220kV 交联电缆毛利率均大幅增加；2009 年

度毛利率较 2008 年度继续增加的主要原因为高压超高压毛利率大幅上升, 以及 220kV 电缆销售比重增大; 2010 年上半年毛利率较 2009 年增加的主要原因是铜材价格逐月回落, 平均生产成本低于预期订单成本。

图 3 报告期公司细分行业毛利率增长情况



资料来源: 公司招股意向书 上海证券研究所整理

### 3、期间费用率逐年下降

2007-2010 年中期, 公司期间费用占营业收入比重分别为 8.19%、8.08%、7.98%和 6.98%, 期间费用占比呈现逐年下降的趋势。主要原因是公司严格控制费用支出, 降低不必要的期间费用, 在公司业务快速发展的同时维持了支出的稳定。

表 12 公司期间费用增长情况 单位: 万元

项目	2010年1-6月		2009年		2008年		2007年度	
	金额	费用率	金额	费用率	金额	费用率	金额	费用率
销售费用	6,003.90	4.19	14,906.59	5.25	15,849.90	5.03	11,693.54	4.53
管理费用	3,844.81	2.68	7,649.69	2.69	7,546.43	2.40	7,640.98	2.96
财务费用	157.64	0.11	102.61	0.04	2,041.46	0.65	1,801.59	0.70
期间费用合计	<b>10,006.35</b>	<b>6.98</b>	<b>22,658.89</b>	<b>7.98</b>	<b>25,437.79</b>	<b>8.08</b>	<b>21,136.10</b>	<b>8.19</b>

资料来源: 公司招股意向书等 上海证券研究所整理

### 4、应收帐款周转率较好, 存货周转率较差

2009 年度和 2010 年上半年公司应收账款周转率略好于同行业上市公司、存货周转率略低于与同行业上市公司。公司的存货周转率低于可比上市公司的主要原因在于公司主导产品为高压、超高压电缆, 生产速度较中低压电缆慢。

表 13 同行业上市公司营运能力比较 单位: 次

公司简称	应收账款周转率				存货周转率			
	2010H	2009年	2008年	2007年	2010年H	2009年	2008年	2007年
宝胜股份	1.96	3.21	4.08	4.86	6.54	15.92	17.61	12.12
南洋股份	1.63	3.45	5.06	4.89	1.88	5.19	7.42	6.66
中利科技	1.57	3.07	4.01	4.15	2.36	5.13	6.58	5.7
太阳电缆	3.31	6.43	10.79	14.64	4.37	7.17	8.32	6.48
万马电缆	1.41	3.13	4.51	4.91	3.27	7.03	9.82	8.53

平均值	1.98	3.86	5.69	6.69	4.61	8.09	9.95	7.90
汉缆股份	3.89	3.95	4.46	4.04	3.61	3.86	5.32	5.80

资料来源：上市公司定期报告 上海证券研究所整理

### 5、公司偿债能力有待提高

与同行业上市公司相比，公司资产负债率高于同行业上市公司，流动比率低于同行业上市公司。主要原因有二：一是南洋股份、万马电缆、太阳电缆分别于2008年、2009年通过公开发行股票募集资金使得各项偿债指标明显改善；二是由于公司成立时间较短、资本积累不足

表 14 同行业上市公司偿债能力比较 单位：% 倍

公司简称	资产负债率				流动比率			
	2010H	2009年	2008年	2007年	2010年H	2009年	2008年	2007年
宝胜股份	69.36	60.02	64.37	61.01	1.20	1.38	1.23	1.24
南洋股份	26.15	21.95	9.99	33.03	2.77	3.33	8.14	2.40
中利科技	22.27	9.75	57.44	65.31	3.41	4.60	1.30	1.23
太阳电缆	38.88	30.32	63.64	67.06	1.97	2.76	1.04	1.07
万马电缆	46.13	33.41	70.78	67.97	1.77	2.27	1.13	1.16
平均值	40.56	31.09	53.24	58.88	2.22	2.87	2.57	1.42
汉缆股份	43.77	48.70	64.18	69.40	1.82	1.72	1.38	1.18

资料来源：上市公司定期报告 上海证券研究所整理

## ■ 风险因素

### 1、应收账款不断增加的风险

根据行业惯例和公司自身的销售策略，公司一般给予客户3个月信用期，随着业务规模的增长，公司应收账款数额不断增加。2007年底、2008年底、2009年底和2010年中期，公司应收账款账面价值分别为60,685.63万元、68,941.01万元、63,434.31万元和73,198.44万元，占公司同期总资产的比重分别为36.96%、34.80%、27.27%和30.31%。

### 2、铜材价格大幅波动带来的经营风险

电力电缆的最主要原材料为铜材，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%。作为应对，公司通过期货市场进行一定的保值操作，以平滑金属原材料价格波动的影响，降低了原材料价格波动给公司带来的利润大幅波动风险。但原材料价格波动仍将给公司的成本带来影响。

### 3、行业竞争加剧的风险

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。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。

#### 4、税收优惠政策变化的风险

2008年12月23日，公司被青岛市科技局、青岛市财政局、青岛市国家税务局、青岛市地方税务局认定为高新技术企业，有效期三年。2008年度至2010年度，公司按15%的税率计缴所得税；2007年度，公司还享受国产设备抵减所得税的税收优惠政策。2007年度、2008年度、2009年度和2010年上半年，公司享受的所得税优惠为815.10万元、2453.54万元、4509.07万元和1560.09万元，占当期净利润比例分别为6.60%、10.60%、9.59%和9.87%。如未来国家的所得税政策发生变化或公司不能持续保持高新技术企业资格，将对公司业绩产生一定的影响。

#### 5、部分募投项目研发不能如期完成的风险

在公司的7个募投项目中，尚有500kV电缆附件和220kV电缆绝缘料2个产品的技术处于研发阶段，其他产品公司均已具备相关技术储备或已拥有成熟的技术和产品。

公司有信心在本募集资金投资项目达产前掌握所有相关技术并完成相关产品的售前检验，如果研发和检验无法如期完成，该项目所新增的产能将全部用于技术已经成熟的220kV高压超高压电缆、110kV电缆附件和110kV电缆绝缘料的生产，可能会影响该项目的预期效益和公司的盈利水平。

### ■ 业绩预测

公司募集资金项目已于2009年9月开始前期准备工作，预计2011年12月底竣工投产，2014年达产，2012年、2013年产能分别为达产后产能的60%、80%。我们假设2010年-2013年铜价不变，各细分产品毛利率基本维持现状。

公司投资收益主要来源与期货投资收益，2010年铜价区间波动，没有明显的涨跌。我们假设今年公司投资收益为正，未来几年投资收益为0。

我们预计公司未来几年利润将稳定增长，预计2010-2013年归母公司的净利润分别为42,651.26万元、41,564.77万元、57,445.39万元和65,900.59万元，年递增-9.21%、-2.55%、38.21%和14.72%，相应的稀释后每股收益为0.91元、0.88元、1.22元和1.40元。

表 15 公司未来三年收入、利润结构预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
高压交联电缆						
营业收入(万元)	82,733.37	106,888.01	14.81%	14.81%	14.81%	14.81%

增长率	20.69%	29.20%	14.81%	14.81%	14.81%	14.81%
毛利率	28.74%	35.10%	27.49%	28.06%	28.72%	28.86%
<b>中低压电力电缆</b>						
销量 (km)	14,015.02	16,116.40	13,521.40	14,000.00	14,000.00	14,000.00
单价 (万元/km)	9.36	6.13	8.70	8.70	8.70	8.70
营业收入(万元)	131,126.51	98,794.17	117,636.18	121,800.00	121,800.00	121,800.00
增长率	23.23%	-24.66%	19.07%	3.54%	0.00%	0.00%
毛利率	17.97%	12.80%	15.50%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>裸电线</b>						
销量 (t)	27,266.39	21,425.75	14,745.32	14,000.00	14,000.00	14,000.00
单价 (万元/t)	1.64	1.31	1.40	1.40	1.40	1.40
营业收入(万元)	44,834.11	28,049.22	20,643.44	19,600.00	19,600.00	19,600.00
增长率	30.44%	-37.44%	-26.40%	-5.05%	0.00%	0.00%
毛利率	16.45%	9.71%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
<b>海洋类电缆</b>						
营业收入(万元)	4,247.95	6,326.93	12,411.11	18,243.33	31,800.00	42,400.00
增长率	-34.68%	48.94%	96.16%	46.99%	74.31%	33.33%
毛利率	25.65%	41.45%	22.66%	28.48%	32.26%	32.26%
<b>电缆附件</b>						
销量 (km)	450.00	479.00	686.67	800.00	1,360.00	1,630.00
单价 (万元/km)	22.28	28.18	18.00	20.00	20.00	20.00
营业收入(万元)	10,026.60	13,497.17	12,360.00	16,000.00	27,200.00	32,600.00
增长率	193.05%	34.61%	-8.43%	29.45%	70.00%	19.85%
毛利率	8.57%	9.73%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>绝缘材料</b>						
销量 (t)					2,522.00	3,909.00
单价 (万元/t)					5.00	5.00
营业收入(万元)					12,610.00	19,545.00
增长率						55.00%
毛利率					25.00%	25.00%
<b>特种电缆</b>						
销量 (km)					13,500.00	18,000.00
单价 (万元/km)					2.70	2.70
营业收入(万元)					36,487.80	48,650.40
增长率						33.33%
毛利率					30.00%	30.00%
<b>其他</b>						
营业收入(万元)	31,273.81	22,691.49	31,145.84	37,375.01	44,850.01	53,820.01
增长率	-3.81%	-27.44%	37.26%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	22.97%	15.33%	28.00%	25.00%	20.00%	20.00%
<b>合计</b>						
主营收入(万元)	304,242.35	276,246.99	302,065.99	320,818.34	418,107.81	469,495.41
主营业务增长率	20.84%	-9.20%	9.35%	6.21%	30.33%	12.29%
主营业务毛利率	20.99%	21.83%	21.99%	21.93%	22.99%	23.39%

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

## ■ 估值基准

### 合理估值为 34.58~40.95 元

基于已公布的 2009 年业绩和 2010、2011 年预测业绩的均值，国内同行业上市公司 2009 年平均市盈率为 49.71 倍，2010 年平均动态市盈率为 36.79 倍。从近期上市的中小板股票看，2009 年平均市盈率为 69.63 倍、2010 年平均动态市盈率为 50.80 倍，与发行价相比平均涨幅为 25.26%。

我们认为，公司有以下亮点：1) 市场份额大、技术壁垒高。在近几年的国网招标中，公司累计市场份额第一。2) 募集资金项目技术壁垒高。公司募投资金项目计划投向 550KV 交联电缆、220KV 以上电缆附件、以及电缆绝缘材料等项目，这些项目国内生产能力均较弱，公司产品研发成功后将替代进口。3) 公司拥有英纳超导 51% 股权，是英纳的控股股东。英纳主要生产超导材料及超导产品，在节能减排的大趋势下，未来超导产品市场需求非常广阔。因此，我们认为，公司估值应高于同行业上市公司。参考同类公司的估值情况，我们给予公司 2010 年 38-45 倍市盈率，公司合理估值区间为 34.58 元-40.95 元。

## ■ 定价结论

### 报价区间为 27.66~32.76 元

从最近上市的 15 只中小板股票运行情况看，至 10 月 19 日止平均溢价率为 25.26%，即发行价相当于最新市场价平均折扣率为 20.17%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况，我们给予公司 20% 的折让，建议询价区间为 27.66 元-32.76 元，对应的 2010 年动态市盈率区间为 28.00-36.00 倍、2009 年静态市盈率区间为 27.66-32.76 倍。

附表 1 汉缆股份盈利预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业总收入	2,841.03	3,020.66	3,208.18	4,181.08	4,694.95
营业总成本	2,476.18	2,586.52	2,746.85	3,539.90	3,957.96
营业成本	2,224.99	2,356.27	2,504.60	3,219.81	3,596.76
营业税金及附加	11.83	9.06	9.62	12.54	14.08
销售费用	149.07	135.93	144.37	188.15	211.27
管理费用	76.50	81.56	86.62	112.89	126.76
财务费用	1.03	-8.38	-11.19	-10.22	-9.71
资产减值损失	12.77	12.08	12.83	16.72	18.78
投资净收益	171.84	28.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	558.78	462.14	461.33	641.18	737.00
加: 营业外收支净额	14.48	58.00	45.56	59.37	66.67
利润总额	573.25	520.14	506.89	700.55	803.67
减: 所得税	103.26	93.62	91.24	126.10	144.66
净利润	470.00	426.51	415.65	574.45	659.01
减: 少数股东损益	0.22	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	469.77	426.51	415.65	574.45	659.01
总股本	470.00	470.00	470.00	470.00	470.00
摊薄 EPS (元)	1.00	0.91	0.88	1.22	1.40

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所整理

附表 2 同行业上市公司估值比较 (2010-10-19)

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
600973	宝胜股份	18.43	0.67	0.82	0.97	1.09	27.51	22.48	19.00	16.91
002212	南洋股份	16.17	0.57	0.77	0.94	1.14	28.37	21.00	17.20	14.18
002309	中利科技	31.25	0.76	1.28	1.66	2.01	41.12	24.41	18.83	15.55
002300	太阳电缆	20.98	0.54	0.73	1.01	1.40	38.85	28.74	20.77	14.99
002276	万马电缆	16.20	0.22	0.30	0.37	0.45	73.64	54.00	43.78	36.00
002471	中超电缆	25.20	0.32	0.47	0.60	0.81	78.75	53.62	42.00	31.11
300062	中能电气	29.70	0.53	0.59	1.05	1.31	56.04	50.34	28.29	22.67
002451	摩恩电气	17.10	0.32	0.43	0.53	0.72	53.44	39.77	32.26	23.75
国内同行业整体平均							49.71	36.79	27.77	21.90

数据来源: WIND 资讯 BLOOMBERG 资讯 上海证券研究所

附表3 最近上市(中小板)同类公司股票的定价

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)				上市至今 涨幅(%)
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	
002487	大金重工	45.38	0.79	1.10	1.38	1.78	57.64	41.24	32.78	25.55	17.56
002486	嘉麟杰	15.14	0.21	0.27	0.33	0.49	73.57	55.70	45.26	31.08	38.90
002485	希努尔	27.36	0.56	0.72	0.96	1.26	49.30	38.24	28.41	21.69	2.86
002484	江海股份	25.79	0.39	0.53	0.71	0.91	65.32	49.10	36.10	28.43	25.80
002483	润邦股份	28.99	0.75	0.89	1.10	1.35	38.76	32.43	26.45	21.53	-0.03
002482	广田股份	74.48	0.63	1.26	2.01	2.62	117.48	59.13	37.09	28.38	43.29
002481	双塔食品	40.88	0.72	0.85	1.08	1.45	57.10	47.84	37.75	28.24	2.71
002480	新筑股份	58.76	0.78	1.04	1.44	1.87	75.74	56.52	40.78	31.47	54.63
002479	富春环保	26.43	0.43	0.58	0.73	0.93	61.62	45.25	36.07	28.51	2.44
002478	常宝股份	17.70	0.48	0.42	0.60	0.77	36.74	41.83	29.56	22.99	5.48
002477	雏鹰农牧	51.55	0.66	0.84	1.33	1.89	77.93	61.55	38.77	27.22	47.29
002476	宝莫股份	26.88	0.36	0.52	0.70	0.94	75.34	51.47	38.44	28.64	16.87
002475	立讯精密	35.65	0.43	0.67	0.97	1.36	83.59	53.00	36.86	26.18	23.78
002474	榕基软件	38.89	0.46	0.71	1.11	1.61	83.98	54.52	35.01	24.16	5.11
002473	圣莱达	30.76	0.34	0.41	0.60	0.78	90.42	74.16	51.65	39.22	92.25
平均值							<b>69.63</b>	<b>50.80</b>	<b>36.73</b>	<b>27.55</b>	<b>25.26</b>

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所整理

## 分析师承诺

分析师 牛品

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。