

三普药业 (600869)

——蓝筹形态初现，给予“强烈推荐”

何本虎 S1080210110002

电 话：0755-25832648

邮 件：hebenhu@fcsc.cn

交易数据

52周内股价区间(元)	11.5-23.78
总市值(百万元)	9,236.82
流通股本(百万股)	120.00
流通股比率(%)	28.1%

资产负债表摘要(09/10)

股东权益	1,420.50
每股净资产	3.32
市净率	6.50
资产负债率	83.0%

公司与沪深300指数比较



相关报告

摘要:

- 目前，重组工作已经完成，公司实现了从医药向电缆的彻底转型。其中，远东控股的持股数量达到 34098 万股，比例提升至 79.77%。
- 在我国特有的宏观经济模式下，固定资产投资维持 25% 左右的增速将成为长期趋势，也为电线电缆行业的发展提供了市场空间。
- 远东集团所属电缆业务是国内绝对龙头企业，产销规模一直位居电缆行业第一位置。技术处于国内领先地位，产品结构丰富，产品具有高盈利能力。
- 2010 年，随着宏观经济的逐步好转，行业面临着较为有利的变化。一方面，宏观经济景气度上升对电缆需求的积极影响，另一方面，铜价上升对产品盈利能力的影响。
- 碳纤维复合导线是新材料电缆的代表，是公司的核心竞争力产品。公司是国内独家企业，也将是公司新的利润增长点。碳纤维导线由于技术壁垒高，产品的毛利率接近 40%，净利率超过 20%，预计 2011 年的利润贡献比例将逐步提高。
- 按照公司增发完成后的总股本 42743 万股计算，预计 2010 年、2011 年和 2012 年每股收益分别为 1.01 元、1.41 元和 1.85 元，复合增长率超过 30%。我们给予公司 2010 年和 2011 年目标市盈率分别为 30 倍和 25 倍，对应的价格区间为 30 元~35 元。距离目前股价有 40% 左右的上涨空间，给予“强烈推荐”投资评级。



目 录

1、公司简介	3
2、行业动态	3
2.1、电缆行业与固定资产投资高度相关性	3
2.2、宏观经济好转对行业的有力推动.....	4
3、公司属于绝对的电缆行业龙头	5
3.1、公司规模优势明显	5
3.2、技术水平国内领先	6
3.3、碳纤维电缆具有国际水准	7
3.4、产品结构丰富.....	8
3.5、产品具有高盈利能力.....	9
3.5、医药行业地位下降	10
4、盈利预测、估值及投资建议	10
4.1、关键假设	10
4.2、盈利预测	11
4.3、估值及投资建议	11
5、风险提示	11



1、公司简介

远东控股集团创建于1990年，是以电线电缆、医药、房地产、投资为核心业务的大型民营股份制企业集团。集团资产超过80亿元，年销售收入超100亿元，是我国电缆行业的龙头企业。

2010年9月29日，公司向特定对象发行股票购买资产暨重大资产重组的申请获得证监会核准，意味着历时一年半的重组进入最后阶段。

目前，重组工作已经完成，公司实现了从医药向电缆的彻底转型。其中，远东控股的持股数量达到34098万股，比例提升至79.77%。

表1 公司股本结构变化一览表

	增发前		增发后	
	股份(万股)	比例(%)	股份(万股)	比例(%)
远东控股	3355	27.96	34098	79.77
其他	8645	72.04	8645	20.23
合计	12000	100	42743	100

数据来源：公司公告

2、行业动态

2.1、电缆行业与固定资产投资高度相关性

电线电缆作为传输电能的纽带，其使用范围涉及电力的所有领域。因此，电线电缆行业也成为国民经济的基础产业，产值规模成为仅次于机械行业的第二大行业。

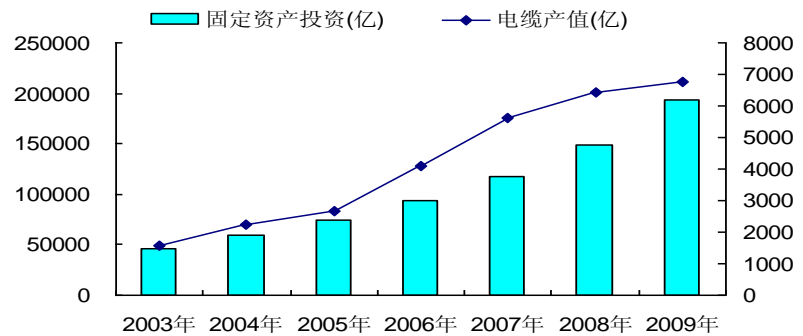
从大的类别看，电线电缆分为裸导线和电缆两类。其中，电缆又可以划分为电线、电力电缆、特种电缆和新材料电缆等。

电线电缆由于其使用领域的特殊性，与其相关性最大的宏观经济部分属于固定资产投资。我们选取的2003-2009年的固定资产投资和电线电缆行业的产值进行比较，二者的相关系数达到0.955。

在我国特有的宏观经济模式下，固定资产投资维持25%左右的增速将成为长期趋势，也为电线电缆行业的发展提供了市场空间。



图 1 我国电线电缆行业产值与固定资产投资年度变化对比图



数据来源：WIND 资讯

2.2、宏观经济好转对行业的有力推动

2010 年，随着宏观经济的逐步好转，行业面临着较为有利的变化，市场也面临更多的机会。一方面，宏观经济景气度上升对电缆需求的积极影响，另一方面，铜价上升对产品盈利能力的影响。

具体到远东电缆集团，变化因素主要体现为三个方面：一方面，销售数量仍然会维持 15%-20% 的增长，另一方面，铜价上涨使得单价提升，预计产品平均单价上涨 25% 左右。第三，预计毛利率会有下降，但幅度不会大，而对应的毛利会有所上升。

结合最近的铜价表现，在美圆贬值和货币充裕的背景下，作为典型资源代表的铜延续强势反弹，铜价接近 5 年来的新高，对一次设备特征的电缆行业形成实质性利好。

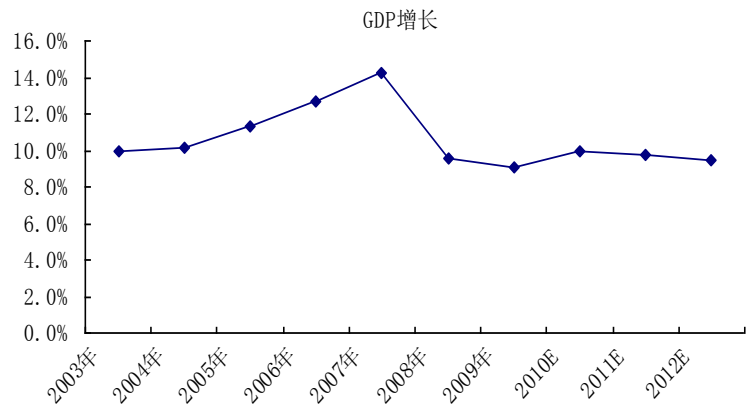
出于谨慎考虑，我们在 2011 年的业绩预测中暂时未考虑铜价上升对公司业绩的有利影响。

从经济运行趋势看，2010 年一季度 GDP 增长达到 11.9%，二季度有所回落，为 11.1%，但仍处于较高水平，预计全年有所回落，但仍达到 10% 左右。

依据第一创业证券研究所的预测，2010 年为 9.8%，而 2011 年和 2012 年仍将保持稳健增长，GDP 增长保持在 8.5% 以上，形成较为有利的电缆行业的外部环境。

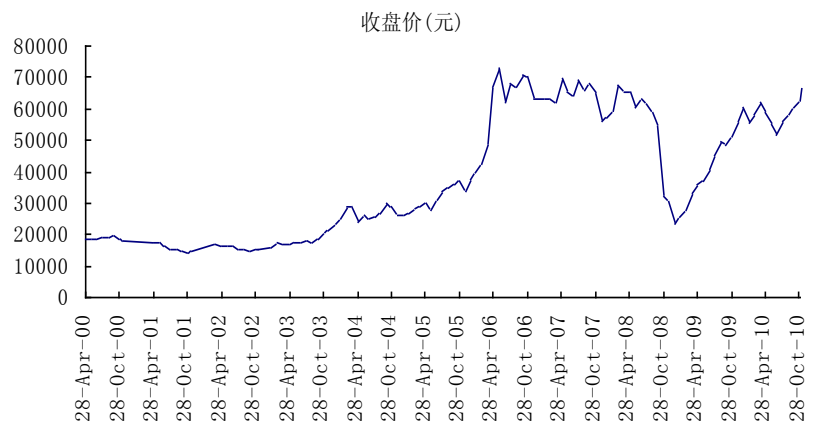


图 2 GDP 增长年度变化对比图



数据来源：WIND 资讯、第一创业证券研究所

图 3 铜价年度变化对比图



数据来源：WIND 资讯、第一创业证券研究所

3、公司属于绝对的电缆行业龙头

3.1、公司规模优势明显

远东集团所属电缆业务是国内绝对龙头企业，产销规模一直位居电缆行业第一位置。2009 年实现收入 80 亿左右，大致相当于行业龙头之一的宝胜股份的 2 倍。如果扣除导线业务，收入规模大致相当于宝胜股份的 170%。

在整体上市完成后，三普药业将成为电缆主导的新型业务结构。同时，也将取代宝胜股份而成为上市家族中新的行业龙头。



表 2 远东集团与宝胜股份规模比较一览表

	2009 年收入 (亿元)	
	含裸导线	不含裸导线
远东集团	75	59
宝胜股份	37	34
比例	2.0	1.7

数据来源: WIND 资讯、第一创业证券研究所

3.2、技术水平国内领先

对比国内外产品技术水平, 总体差异明显。我国仅有 30%的线缆品种达到国际水平, 还有 70%的线缆品种急需提高产品水平和档次。另外, 作为竞争主体的企业, 还没有能够与电缆跨国公司相抗衡的。

以电力电缆为例, 35KV 及以下电压等级的产品中, 国内外的差距已经不大。在 110KV-220KV 领域, 国内只有部分企业能够生产, 而绝大部分企业缺乏相应的技术水平, 大约有 50%的产品仍依靠进口。

在 500KV 领域, 国内只有鲁能电缆等为数不多的企业具有相应的生产能力, 国内的相关市场基本被国外所垄断。

作为国内优势企业, 远东电缆是国内少有的具备国际竞争力的企业。远东电缆作为国内龙头企业, 技术水平也处于一流企业行列。

表 3 电缆行业竞争格局一览表

分类名称	公司名称	市场范围
第一阵营	法国耐克森集团、意大利比瑞利集团、日本古河电缆、日本住友电工、江苏远东控股集团有限公司等。	110KV 以上高压、超高压
第二阵营	江苏上上电缆、江苏宝胜股份、浙江万马电缆、江苏江南电缆、天津塑力电缆、青岛汉缆集团、广东南洋股份等。	35KV 及其以下, 竞争优势在 6KV~35KV 范围
第三阵营	其他缺乏竞争力的中小电缆企业。	主要是 1KV 电力电缆的生产

数据来源: 第一创业证券研究所

电缆行业作为竞争较为充分的行业, 技术壁垒并不高。附加值较高的领域主要集中在高压电缆、特种电缆和新材料电缆, 公司都具备相对优势。



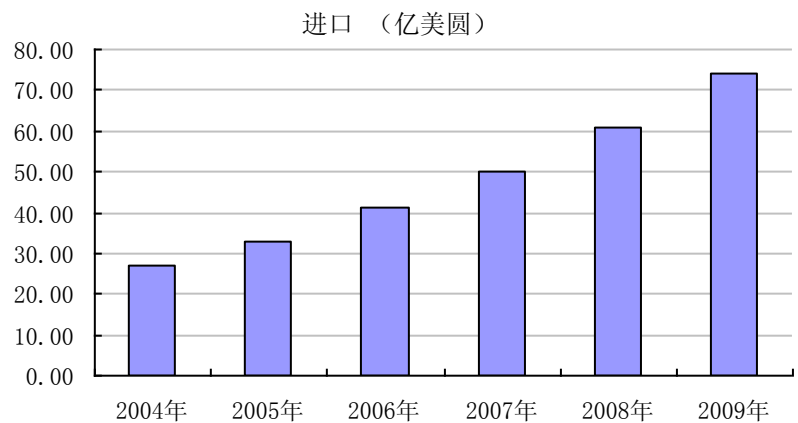
公司是国内为数不多的具有 500KV 电缆研发和制造能力的企业。在电缆的技术含量指标中，电压等级是重要指标之一。随着国内不少企业的技术进步，110KV 的门槛在降低，公司的 110KV 电缆的性能稳定性仍处于国内前列。

公司是国内为数不多的具有 220KV 生产能力的企业，目前已成功研制出 500KV 电缆，优势进一步巩固。

在特种电缆领域，公司与宝胜股份水平相当。宝胜股份是国内特种电缆的优秀企业代表，如果与宝胜股份进行技术比较，公司并不具备绝对优势，二者基本处于同一水平线。

另外，特种电缆作为附加值高、专用性强的产品，我国一直是净进口国，产品具有进口替代性，将保证公司的行业竞争力。

图 4 我国特种电缆进口年度规模对比图



数据来源：WIND 资讯、第一创业证券研究所

3.3、碳纤维电缆具有国际水准

碳纤维复合导线是新材料电缆的代表，是公司的核心竞争力产品。公司是国内独家企业，也将是公司新的利润增长点。

ACCC 碳纤维复合导线是目前全世界电力输变电系统理想的取代传统的钢芯铝绞导线、铝包钢导线、铝合金导线及殷钢导线的新产品，ACCC 碳纤维复合导线与传统导线相比具有重量轻、强度大、低线损、弛度小、耐高温、耐腐蚀、与环境亲和等优点，可使杆、塔之间的跨距增大，高度降低，同样容量线路成本比普通导线低。

目前，远东 ACCC 导线已在南方电网公司、国家电网公司属下的 20 个省属电力公司成功挂网运行，这是继美国在 2004 年挂网商业运行后中国成为全球第二个使用该项先进技术的国家。



相对而言，碳纤维复合导线目前最大的不利因素在于成本显著高于普通导线。虽然碳纤维导线价格从普通电缆的 10 倍下降到 5 倍，但仍显偏高，也制约了推广的速度。不过，目前正呈现一些积极因素。

在碳纤维导线制造三个环节，从材料到芯棒主要都集中在国外人手中，只有从芯棒加工成导线的环节由远东电缆来完成。其中，芯棒制造主要集中在日本的东丽公司，而芯棒是美国的 CTC 委托加拿大来完成。

经过商业谈判，芯棒制造环节有望由远东电缆自行生产，预计可使成本下降 20% 以上。另外，由西安航天复合材料研究所主导的研究工作取得重大突破，为材料国产化奠定了基础，也为碳纤维导线的全面推广提供了可能。

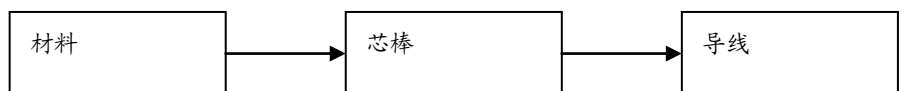
依据我们跟踪的信息，碳纤维导线由于技术壁垒高，产品的毛利率接近 40%，净利率超过 20%，预计 2011 年的利润贡献比例将逐步提高。

表 3 碳纤维导线与普通导线技术指标一览表

技术指标	普通导线	碳纤维复合导线
强度	1240Mpa-1410Mpa	2480Mpa-2820Mpa
导电率	1	1.06
重量	1	0.8
耐腐蚀	1	2
铝材消耗	1	0.5

数据来源：第一创业证券研究所

图 5 碳纤维电缆制造工艺流程图



数据来源：第一创业证券研究所

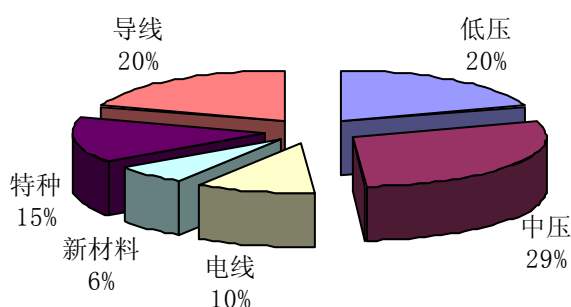
3.4、产品结构丰富

远东集团的电缆业务包括裸导线、低压电缆、中高压电缆、电线、电气电缆、碳纤维导线等系列产品，基本涵盖了电缆行业所有产品。从产品结构看，属于高端的特种电缆、新材料电缆和中高压电缆的比例为 50% 左右。

结合电缆行业市场分析，技术壁垒与市场规模呈现反向相关关系，低端产品的规模要大于高端产品。因此，混合性的产品结构更有利于公司的持续成长。



图 6 公司主导产品结构对比图



数据来源：第一创业证券研究所

3.5、产品具有高盈利能力

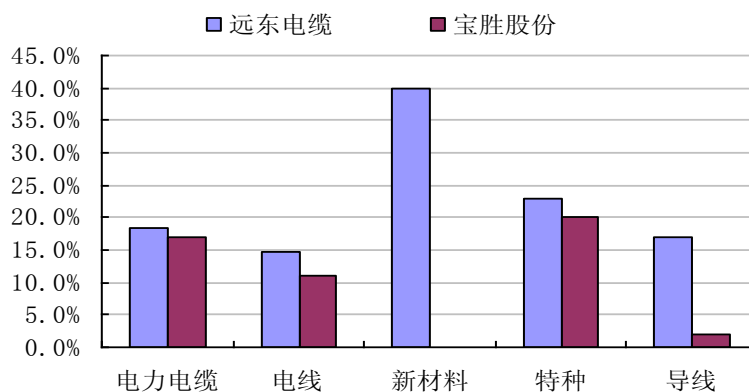
作为优秀民营企业的代表，公司的经营管理优势较为明显。其中，最显著的体现为产品的较好的盈利能力，这也是我们看好公司持续成长性的的重要因素。

如果与行业龙头企业之一的宝胜股份进行比较，我们不难发现，公司的系列产品的毛利率水平都具有明显优势。

譬如，附加值较低的导线，公司能够实现 17%左右的毛利率，而宝胜股份的毛利率不足 5%。另外，电线的毛利率优势也非常明显。

毛利率作为决定净利润水平的核心因素之一，较高的毛利率水平也使得公司具备更好的成长性，也具备了相对高估值的基础。

图 7 公司与宝胜股份主导产品毛利率对比图



数据来源：WIND 资讯、第一创业证券研究所



3.5、医药行业地位下降

公司的医药业务 2009 年实现收入 21207 万元，与 2008 年基本持平。随着公司业务转型，传统的医药业务将逐步边缘化，对公司业绩的影响可以忽略。

由于产品具有 35%的毛利率，基本可以实现盈亏平衡，不会对总体业绩形成拖累。

4、盈利预测、估值及投资建议

4.1、关键假设

1、收入

产品价格:

我们预计 2010 年铜价对产品价格的影响为 20%，2011 年和 2012 年价格铜价维持 2010 年的平均水平，除了碳纤维导线外，其他产品价格不变，碳纤维均下降 10%；

产品数量:

2010 年，我们假设裸导线、电线和碳纤维导线的数量增长 10%，特种电缆和电力电缆均增长 20%。

2011 年和 2012 年，裸导线、电线的数量增长 10%，特种电缆和电力电缆均增长 20%，碳纤维分别按照数量 90%和 50%的增长假设；

医药业务: 2010-2012 年收入增长均为 10%。

2、毛利率

裸导线: 2010 年有所下降，假设为 14%，2011 年和 2012 年维持 2010 年水平；

电线: 2010 年~2012 年毛利率均为 16%，较 2009 年有一定幅度的下降；

交联电缆: 2010 年~2012 年毛利率均为 17%，原因与裸导线业务类似；

碳纤维: 2010 年~2012 年毛利率均为 40%；

特种电缆: 2010 年~2012 年毛利率均为 23%；

医药: 2010 年~2012 年毛利率均为 35%，维持 2009 年水平；



3、期间费用率

营业费用率：2010年~2012年均均为9%，主要参照2007年业务正常年份数据和公司目前动态；

管理费用率：2010年~2012年分别为2.0%、1.9%和1.8%，主要参照2010年三季度财务数据和规模效应预期；

4、所得税率

公司属于高科技企业，2010年~2012年均按照18%假设，与2010年前三季度基本一致；

盈利预测：

4.2、盈利预测

按照公司增发完成后的总股本42743万股计算，预计2010年、2011年和2012年每股收益分别为1.01元、1.41元和1.85元，复合增长率超过30%。

4.3、估值及投资建议

我们给予公司2010年和2011年目标市盈率分别为30倍和25倍，对应的价格区间为30元~35元。距离目前股价有40%左右的上涨空间，给予“强烈推荐”投资评级。

5、风险提示

- 1、原材料价格波动的风险。
- 2、新产品推广风险。



表5 主导产品收入和毛利率预测表

	2009年	2010E	2011E	2012E
一、裸导线				
收入(百万元)	1610	2093	2302	2533
增长率	15%	30%	10%	10%
毛利(百万元)	242	293	322	355
毛利率	15.0%	14.0%	14.0%	14.0%
二、电线				
收入(百万元)	525	683	751	826
增长率	-25%	30%	10%	10%
毛利(百万元)	89	109	120	132
毛利率	17.0%	16.0%	16.0%	16.0%
三、交联电缆				
收入(百万元)	3060	4284	5355	6694
增长率	-10%	40%	25%	25%
毛利(百万元)	581	728	910	1138
毛利率	19.0%	17.0%	17.0%	17.0%
四、碳纤维				
收入(百万元)	403	523	942	1319
增长率	15%	30%	80%	40%
毛利(百万元)	161	209	377	527
毛利率	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
五、特种				
收入(百万元)	900	1260	1575	1969
增长率	-25%	40%	25%	25%
毛利(百万元)	207	290	362	453
毛利率	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
六、医药				
收入(百万元)	220	242	266	293
增长率	10%	10%	10%	10%
毛利(百万元)	77	85	93	102
毛利率	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
七、合计				
收入(百万元)	6718	9085	11191	13632
增长率	-7.3%	35.2%	23.2%	21.8%
毛利(百万元)	1357	1714	2185	2707
毛利率	20.2%	18.9%	19.5%	19.9%

数据来源：第一创业证券研究所



表 6 盈利预测预测表

百万	2009 年	2010E	2011E	2012E
一、营业利润				
营业收入	212	9085	11191	13632
减: 营业成本	134	7370	9006	10925
减: 营业税金及附加	-2	27	34	41
减: 营业费用	70	818	1007	1227
减: 管理费用	16	182	213	245
减: 财务费用	7	164	190	232
减: 资产减值损失	12			
加: 投资收益	0	0	0	0
营业利润	-26	524	741	962
二、利润总额				
加: 营业外收支	38	0	0	0
利润总额	12	524	741	963
三、净利润				
减: 所得税	10	94	133	173
净利润	2	430	608	789
四、归属母公司净利				
减: 少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	2	430	608	789
总股本				427.43
EPS(元)	0.005	1.011	1.42	1.85

数据来源: 第一创业证券研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120