

建议申购区间：23.50-26.00 元

电力设备行业

新股申购策略报告

第一创业研究所
何本虎 S1080210110002
电 话：0755-25832648
邮 件：hebenhu@fcsc.cn

通达股份（002560）

——产品升级促进增长提速

发行数据

发行股本（万股）	2000
发行后总股本（万股）	7888

资产负债表摘要(06/10)

股东权益（百万元）	206.03
每股净资产（元）	3.50
资产负债率	54.5%

公司与沪深300指数比较

相关报告

摘要：

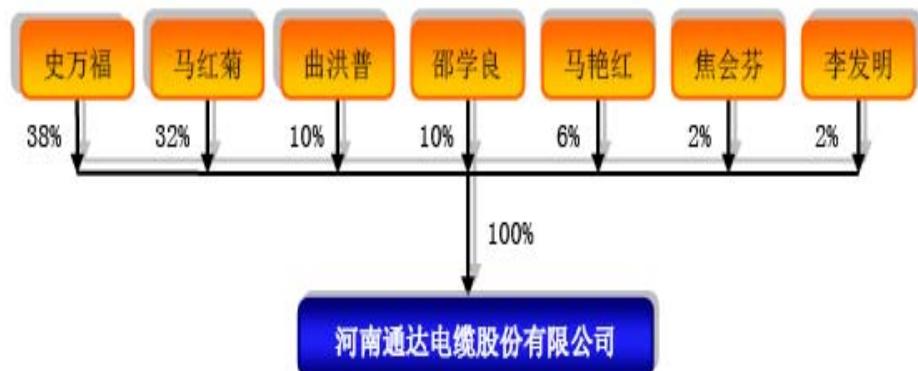
- 公司是我国架空铝绞线龙头企业，其中，钢芯铝绞线是公司核心产品，2010年的收入和毛利比例都超过80%。董事长史万福和财务总监马红菊夫妇是公司实际控制人，发行前合计持股比例为70%。本次公司拟向社会公众公开发行2000万股，发行后总股本为7888万股。
- “十二五”规划数据看，国家电网预计总投资为17000亿。“十二五”是历史上增长最快的时期之一，预计总体增幅接近50%，也是公司所处行业的基础和保障。
- 初步预计，国家电网“十二五”特高压交流投资额将达2700亿元，特高压直流2300亿元左右，合计达到5000亿。特高压建设作为主流方向不会改变，这是架空导线的最大投资亮点。
- 由于变电站扩容的需要，使得500KV变电站与发电的不完全同步性，但数据仍有说服力。总体的增速下降趋势明确，也成为架空导线的负面因素。
- 架空导线的技术等级主要由电压等级来决定，从公司产品结构看，500KV及以上电压等级产品一直占有较高比重，成为公司综合技术水平的最好诠释。
- 架空导线领域的竞争也属于充分竞争态势，公司2008~2010年的排名均处于前三位，属于第一竞争集团。另外，7%左右的占有率也具有明显的优势。
- 铝包钢和铝合金作为公司新开发产品，公司2010年进入了小规模生产阶段。依据公司产能和定单情况，2011年将进入快速增长阶段。其中，铝包钢的增长率超过50%，铝合金增长超过200%。由于产品具备30%左右的毛利率，净利率超过20%，对净利润的贡献比例将超过15%，成为业绩增长提速的加速器。
- 本次募集资金主要用于产能扩张，其中，500KV及以上钢芯铝绞线新增20000吨产能，相当于目前产能规模的比例超过40%。另外，附加值较高的铝合金产能新增9000吨，铝包钢产能新增5400吨，可以保证3年左右高速增长。
- 按照我们的盈利预测，2011年、2012年和2013年的摊薄EPS分别为1.13元、1.53元和2.09元。我们分别按照2011年和2012年30和20倍进行估值，对应的股价区间为31~34元。对应申购价格，按照目标价给予30%的折扣，对应的股价区间为23.50~26.00元。
-

1、公司概况

1.1 公司股权结构

董事长史万福和财务总监马红菊夫妇是公司实际控制人，发行前合计持股比例为 70%。另外，总经理曲洪普等高级管理人员也是公司持股者。本次公司拟向社会公众公开发行 2000 万股，发行后总股本为 7888 万股。

图表 1 公司发行前股权结构对比图



注：史万福和马红菊为夫妻关系。

数据来源：招股说明书 第一创业研究所

1.2 经营业务

公司是我国架空铝绞线龙头企业，其中，钢芯铝绞线是公司核心产品，2010 年的收入和毛利比例都超过 80%。

另外，动态数据看，2010 年的钢芯铝绞线的收入和毛利占相对于 2009 年的 95%以上的比例有显著下降。

图表 2 2010 年收入和毛利结构一览表

	收入		毛利	
	金额（万元）	比例	毛利率	毛利比例
钢芯铝绞线	64436	83.3%	12.7%	80.4%
合计	77265	100%	13.2%	100%

数据来源：招股说明书、第一创业证券研究所

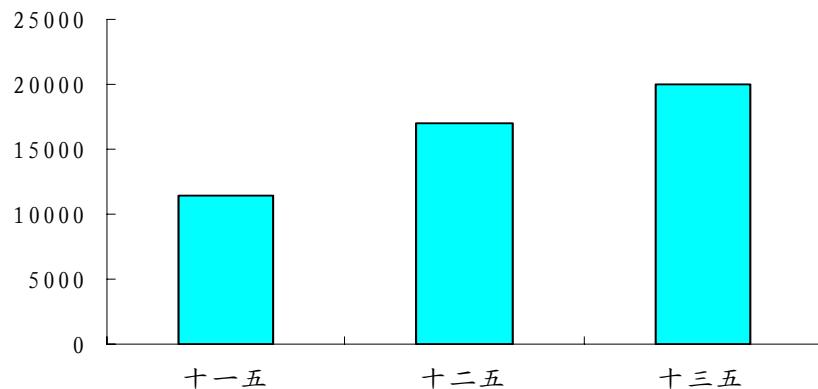
2、行业背景—辩证看待行业增长

2.1 电网投资稳健增长

从国家电网的历史投资数据看，一直在超预期的范围内运行。譬如，“十一五”的原先规划为 9000 亿，实际投资超过 11000 亿。

尚未完全证实的“十二五”规划数据看，国家电网预计总投资为 17000 亿，“十三五”为 20000 亿。“十二五”是历史上增长最快的时期之一，预计总体增幅接近 50%，也是公司所处行业的基础和保障。

图表 3 国家电网投资规模对比图（亿）



数据来源：第一创业研究所

2.2 特高压建设成为架空导线最大投资亮点

国家电网预计，到 2020 年，我国特高压传输容量接近 3 亿千瓦，其中水电约 7800 万千瓦。

初步预计，国家电网“十二五”特高压交流投资额将达 2700 亿元，特高压直流 2300 亿元左右，合计达到 5000 亿。

我们认为，“十二五”期间的实际进度可能会低于市场预期的 5000 亿，特高压建设的复杂性、资金支持等都是低于预期的重要影响因素。

不过，大的趋势看，特高压建设作为主流方向不会改变，这是架空导线的最大投资亮点。

2.3 500KV 的增速下降趋势明确

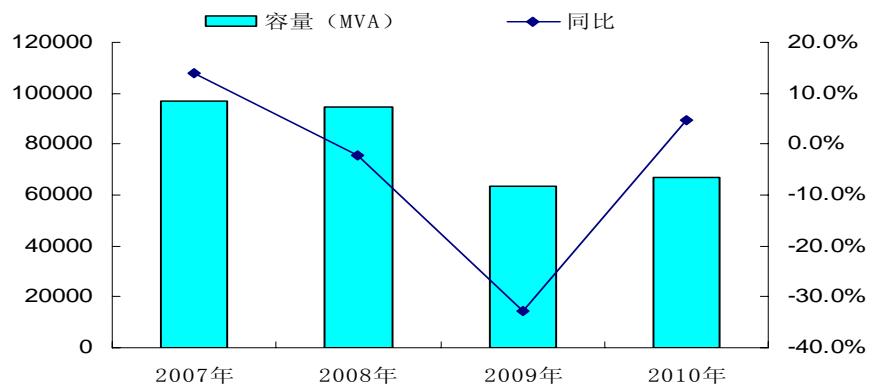
我们还是以主干网的 500KV 变压器为例，2007 年是高峰，2008 年已经出现

下降。2009年，500KV变压器容量下降幅度达到33%，延续下降趋势。

2010年，全年招标容量为6669万KVA，小幅上升4.6%，与发电并不完全同步。

由于变电站扩容的需要，使得500KV变电站与发电的不完全同步性，但数据仍有说服力。总体的增速下降趋势明确，也成为架空导线的负面因素。

图表4 国家电网500KV变压器招标年度变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所

3、公司经营动态

3.1 产品等级诠释的领先技术水平

架空导线的技术等级主要由电压等级来决定，从公司产品结构看，500KV及以上电压等级产品一直占有较高比重，成为公司综合技术水平的最好诠释。

从具体项目看，公司在我国第一条特高压交流“晋东南——荆门”和特高压直流“向家坝——上海”项目中都有10%左右的中标比例。

图表5 公司500KV及以上产品份额结构对比图

年份	500千伏及以上超高压电力电缆的销售额	营业收入	比例
2008年	487,983,075.87	754,441,645.51	64.68%
2009年	453,979,350.40	657,123,923.68	69.09%
2010年	337,418,759.18	772,637,360.02	43.67%
平均	1,279,381,185.45	2,184,202,929.21	58.57%

数据来源：招股说明书 第一创业研究所

3.2 架空导线的领先企业

作为电缆行业的一部分，架空导线领域的竞争也属于充分竞争态势。作为行业的技术领先者，公司一直处于行业前列。

具体来说，公司 2008~2010 年的排名均处于前三位，属于第一竞争集团。另外，7%左右的占有率也具有明显的优势。

图表 6 公司在国网中标年度变化一览表

	中标量(吨)	中标比例	排名
2008 年	26466	6.27%	3
2009 年	37138	7.01%	1
2010 年	30702	7.36%	2

数据来源：招股说明书、第一创业证券研究所

3.3 产品升级成为增长加速器

铝包钢和铝合金作为公司新开发产品，产品具备耐腐蚀、重量轻等特点，在国内目前仍处于推广力度，公司 2010 年进入了小规模生产阶段。

依据公司产能和定单情况，2011 年将进入快速增长阶段。其中，铝包钢的增长率超过 50%，铝合金增长超过 200%。

由于产品具备 30%左右的毛利率，净利率超过 20%，对净利润的贡献比例将超过 15%，成为业绩增长提速的加速器。

4、募投项目分析

4.1 预计募集资金达到 4 亿以上

公司本次发行 2000 万股，总投资 25600 万元。其中，固定资产投资 15852.20 万元，流动资金投入 9747.80 万元。

按照我们预测，保守估计，募集资金将超过 4 亿，显著超越计划募集资金规模。

图表 7 公司募集投向一览表

募集资金用途	建设期	投产期	
	第1年	第2年	第3-4年
固定资产投资	15,852.20	-	-
流动资金投入	-	5,848.68	1,949.56
合计	15,852.20	5,848.68	3,899.12

数据来源：招股说明书 第一创业研究所

4.2 产能规模和配套能力显著提升

本次募集资金主要用于产能扩张，其中，500KV 及以上钢芯铝绞线新增 20000 吨产能，相当于目前产能规模的比例超过 40%。

另外，附加值较高的铝合金产能新增 9000 吨，铝包钢产能新增 5400 吨，保证了未来 3 年左右高速增长的产能需要。

图表 8 公司募集资金后产能变化一览表

车间名称	主要作用
连铸连轧车间	开发和生产公司的中间产品铝合金杆与铝杆，从源头上控制产品质量
架空线车间	扩增 500KV 及以上钢芯铝绞线 20,000 吨/年的产能；开发生产附加值较高的铝合金绞线产品，实现 9,000 吨/年的产能
铝包钢车间	开发和生产附加值较高的特种铝包钢线，实现 5,400 吨/年的产能

数据来源：招股说明书 第一创业研究所

5、建议询价区间为 23.50-26.00 元

按照我们的盈利预测，2011 年、2012 年和 2013 年的摊薄 EPS 分别为 1.13 元、1.53 元和 2.09 元。2011 增长提速，2012 年和 2013 年进入 30% 左右的平稳增长。

我们分别按照 2011 年和 2012 年 30 和 20 倍进行估值，对应的股价区间为 31~34 元。

对应申购价格,按照目标价给予30%的折扣,对应的股价区间为23.50~26.00元。

图表9 收入成本预测表

	2010年	2011E	2012E	2013E
一、钢芯铝绞线				
收入(万元)	64436	82694	99370	109662
单价(元/吨)	13126	13782	14196	14622
数量(万吨)	4.9090	6.0000	7.0000	7.5000
毛利(万元)	8183	9675	11129	12063
毛利率	12.7%	11.7%	11.2%	11.0%
二、铝包钢产品				
收入(万元)	3933	6773	11959	20530
单价(元/吨)	18430	19352	19932	20530
数量(万吨)	0.2134	0.3500	0.6000	1.0000
毛利(万元)	1144	2032	3588	6159
毛利率	29.1%	30.0%	30.0%	30.0%
三、铝合金产品				
收入(万元)	2052	6615	11680	20051
单价(元/吨)	18000	18900	19467	20051
数量(万吨)	0.1140	0.3500	0.6000	1.0000
毛利(万元)	205	1654	2920	5013
毛利率	10.0%	25.0%	25.0%	25.0%
四、绞线				
收入(万元)	4481	6111	7868	9725
单价(元/吨)	14550	15278	15736	16208
数量(万吨)	0.3080	0.4000	0.5000	0.6000
毛利(万元)	471	611	787	972
毛利率	10.5%	10.0%	10.0%	10.0%
五、其他				
收入(万元)	2363	3072	3993	5192
增长率	-	30%	30%	30%
毛利(万元)	180	307	399	519
毛利率	7.6%	10.0%	10.0%	10.0%
六、合计				
收入(万元)	77265	105265	134871	165160
增长率	17.6%	36.2%	28.1%	22.5%
毛利(万元)	10183	14279	18823	24726
毛利率	13.2%	13.6%	14.0%	15.0%

数据来源：第一创业证券研究所

图表 10 盈利预测表

万	2010 年	2011E	2012E	2013E
一、营业利润				
营业收入	77264	105265	134871	165160
减：营业成本	67081	90986	116048	140433
减：营业税金及附加	87	118	151	185
减：营业费用	2100	2625	3150	3622
减：管理费用	1013	1165	1340	1541
减：财务费用	478	-200	-140	-98
减：资产减值损失	120	96	77	62
加：投资收益	-35	0	0	0
营业利润	6350	10475	14246	19414
二、利润总额				
加：营业外收支	24	26	29	32
利润总额	6375	10449	14217	19382
三、净利润				
减：所得税	994	1567	2132	2907
净利润	5381	8881	12084	16475
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益				
归属母公司净利润	5381	8881	12084	16475
总股本(万)				7888
EPS(元)	0.68	1.13	1.53	2.09

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