

大鹏一日同风起，扶摇直上九万里

——三普药业（600869）深度分析报告 深圳市怀新企业投资顾问有限公司

摘要

●公司是中国竞争力最强的电缆制造企业，2010年实现销售收入近百亿元，已连续13年产销量位居行业榜首。公司产品结构丰富，尤其在高端电缆产品领域独占鳌头，是国内唯一生产碳纤维复合芯导线（ACCC）并投入商业运行的企业，已在全国26个省、市146条高压输电线路中安全运行3820公里，占全国总运行线路的95%以上。公司也是国内风电电缆的最大供应商，占有50%市场份额。

●电缆行业景气持续，行业加速集中将是趋势。预计“十二五”期间中低压电缆行业需求量每年增长10%以上；高压电缆和特种电缆是未来电缆行业重要增长点，预计110kV和220kV高压电力电缆需求量的增速为30%-40%，特种电缆需求每年增速可达30%以上。我们认为未来几年电力电缆市场将走向整合，产能将加速向具有规模、品牌和实力的厂商集中，公司将在行业整合的大背景下获得扩张式发展良机。

●公司的综合实力雄厚，规模、品牌、技术、营销和管理水平均在行业前列。公司管理层前瞻性的战略眼光，符合行业发展趋势的产业布局、以及立足市场、勇于开拓创新的精神都是公司未来可持续竞争优势的源泉。

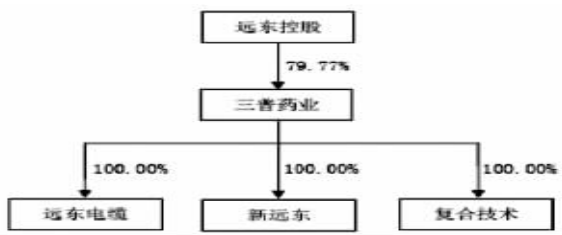
●现阶段公司盈利增长点众多，销售和盈利有望再次大幅提升。①碳纤维复合芯ACCC导线大规模应用在即，预计市场年需求量超过500亿元，公司是该产品市场的最大受益者；②公司即将推出“电缆买卖宝”一站式解决方案电子交易平台（首家）；建立电缆行业的门户网站“电缆网”；以及建立“中国电缆材料交易所”，通过增长方式和盈利模式的创新，公司未来的发展前景十分广阔。③公司的定向增发预案近日已获通过，此次募投项目达产快，效益好，将提升公司产品结构，大幅提升毛利率水平。

1、公司概况：电缆行业龙头，连续13年产销量位居行业榜首

1.1 公司简介：高端电缆产品独占鳌头

三普药业股份有限公司（以下简称“三普药业”或“公司”）于1995年2月在上海交易所上市，公司是青海省最大的中藏药生产基地，早期的业务主要以医药、保健品的研制、生产和销售为主。2010年9月，三普药业向其控股股东远东控股集团实施定向增发，收购了远东控股集团旗下100%电线电缆优质资产，从而实现公司业务的根本转型，成为一家以电缆制造为主业，同时兼营医药业务的上市公司。

图1：公司股权结构图

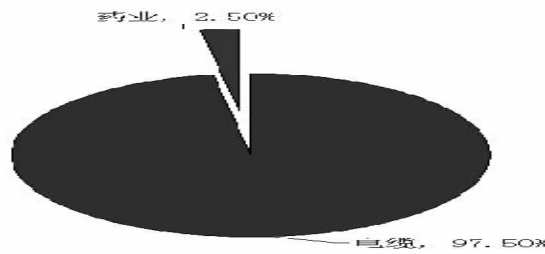


资料来源：公开资料

远东电缆是国内规模最大的电缆制造企业，2010年实现销售收入近百亿元，产销规模已连续13年位居全国第一。公司的主营产品包括35kV及以下中低压电缆，110kV-500kV高压超高压电缆，特种电缆，架空裸导线以及ACCC碳纤维复合芯导线。“远东”牌电缆是中国名牌产品，也是业内为数不多的国家质量免检产品，可满足电力、石化、铁路、建筑、信息、航空、汽车、家电、冶金等几乎所有行业的需要，被广泛应用于长江三峡工程、黄河小浪底水利枢纽工程、中央电视台等无数个国家重点工程中，现在远东的固定客户已超过10万家，产品远销10多个国家和地区。在“世界品牌实验室”发布的2011《中国最具价值品牌》排行榜中，“远东”品牌以98.62亿元位居第109位，名列中国电缆行业之首。

公司目前在新能源特种电缆、新材料电缆和特高压电缆领域优势明显，远东是国内唯一生产碳纤维复合芯导线（ACCC）并投入商业运行的企业，ACCC导线主要应用于110kV及以上的架空线路，能够有效地满足输变电领域节能、安全、环保和经济性的更高要求，未来有望全面代替传统的钢芯铝绞线（ACSR）。ACCC导线是电缆业中有划时代意义的颠覆性产品，至2010年底远东ACCC导线已在全国26个省、市146条高压输电线路中安全运行3820公里，占全国总运行线路的95%以上。此外，远东也是国内风电电缆的最大供应商，占有50%市场份额，丹麦Vestas、金风科技等国际、国内风电领军企业均大量采购远东的风电特种电缆。目前，远东已具备了年产价值20亿元的风电电缆生产能力，以及30亿元核电和太阳能电缆生产能力。在高压电缆方面，公司110kV电缆的性能稳定性处于国内一流水平，是国内部分能生产220kV电缆的企业之一，也是国内极少数能生产500kV及以上电缆的企业之一。公司中标的800千伏向家坝-上海直流特高压示范工程”，属全球首例，充分证明了公司强大的综合实力。

图2：2010年公司收入结构，电缆产品是公司最主要的收入来源



资料来源：公开资料

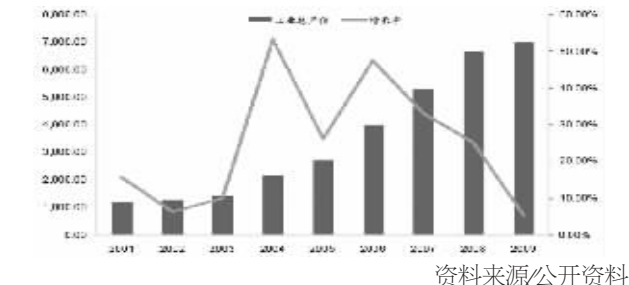
1.2 积极转变增长方式，构筑未来全球最大电缆王国

公司未来的发展目标是在2020年突破销售收入千亿元大关，成为全球电缆行业的领军企业。为了实现这一目标，公司正积极致力于增长方式和盈利模式的创新实践，将陆续推出“电缆买卖宝”一站式解决方案电子交易平台（首家）；建立电缆行业的门户网站“电缆网”；以及建立连续现货电子交易平台“中国电缆材料交易所”，通过打造电缆电子商务的发展新模式，成为电缆相关资源集成者，从而无限延展公司的服务领域，实现收入的乘数级增长。我们认为只有远东电缆这样的行业龙头，既洞悉产业发展规律、又了解终端客户需求、并且具备整合资源能力的企业，才能推进线缆工业经济增长方式的转变，远东也必将在未来行业的发展中成为最大的获益者之一。

2、电缆行业景气持续，行业加速集中将是趋势

电线电缆行业是我国经济建设重要的配套产业，广泛应用于国民经济各个领域，占据着中国电工行业四分之一的产值，是机械工业中仅次于汽车行业的第二大产业。受益于经济的高速发展，中国电线电缆制造行业突飞猛进，已经形成了相当规模，目前中国已是世界第一大电线电缆生产国，年产值近万亿规模。据统计，2004-2009年我国电线电缆行业复合增长率高达28%，去除铜价因素后的5年复合增速为12%，高于全国同期GDP的增速。从中长期的需求来看，伴随国家电网建设力度的加大、城市化进程加快以及新能源发电、铁路和轨道交通、舰船及海上石油开采等细分领域的开拓，我国电线电缆制造业仍将保持较快的增长速度，我们预计未来三年，我国电线电缆行业去除铜价因素后的年复合增速在10%以上。

图3：电线电缆总产值及增长率（单位：亿元）



资料来源：公开资料

2.1 未来电线电缆需求将呈现明显的结构性特点

2.1.1 电力电缆进入平稳增长期

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设施建设的高速发展期，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，电网投资额仍将维持在较高水平，同时电网投资的重心将逐渐向农配网倾斜，这将对35kV及以下电压等级电力电缆起到提振作用。

因此我们预计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。

2.1.2 高压电力电缆和特种电缆是行业未来增长点

高压电力电缆指110kV及以上的电力电缆。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及以上电压等级的地下电缆，有的城市已把这一要求列入地方法规。预计未来110kV及以上电压等级电力电缆市场空间将进一步打开。我们预计110kV和220kV高压电力电缆需求量的增速将达到30%-40%。

经济发展使特种电缆迎来发展机遇，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。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，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 行业加速集中是大势所趋

我国是个线缆大国，却不是强国。目前，我国线缆生产企业已达7000多家，小规模的企业更是数不胜数，电线电缆行业生产集中度低，最大的企业所占的市场份额也不过在1-2.5%。而与此对应，西方发达国家的线缆行业则经过了上百年的发展，市场集中度比较高，其中美国前10名占有市场份额为67%的市场，日本前6名占有市场份额65%，法国前5名占有市场份额达到90%。目前的市场格局决定了我国线缆业“高端缺失，低端混战”现象突出。例如，在220kV-500kV交联电缆中，只有包括远东在内的部分国内企业能够生产，而500kV电线电缆，除远东等少数国内企业能够生产外，基本由国外企业垄断。

作为一种投资性产业，我国电缆行业的困境是长期依赖公共投资带来的市场需求，满足于低技术含量的产能扩张，盲目跟风，靠不断压低价格来争夺市场。可一旦社会投资增长的速度放缓，市场出现波动，产能过剩的压力就会使行业的生存状态迅速恶化，因此电缆行业的调整和整合是必然趋势。随着目前产业升级的不断深化，市场对品质偏好的不断增强，以及行业标准的完善，特别是面对原材料价格的长期上涨压力，大量的中小企业将退出市场，未来电线电缆的产能将加速向具有规模、品牌和实力的厂商集中，远东这样的龙头企业将在行业整合的大背景下获得扩张式发展的良机。

表1：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、远东电缆等。	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

资料来源：公开资料

3、公司竞争优势分析

电线电缆行业是典型的“重料轻工”的行业，原材料成本占比高达70%-80%，人工成本占比不到10%，劳动力的比较优势并不明显。业内通常有三种集约途径：一是从规模经济中获得成本优势；二是树立品牌提升价值；三是产品结构升级提高盈利。因此，规模、品牌、技术、营销和管理是决胜市场的法宝，而这正是远东长期以来形成的领先优势。此外，公司高瞻远瞩的战略眼光，以及立足市场、勇于开拓创新的精神都是公司未来持续成长壮大的坚实基础。

3.1 规模优势明显，强者恒强

国内电缆市场尤其是110kV以下传统中低压电缆市场是一个完全竞争的市场，具有产品定价模式透明、产品毛利率低的特点。较大的电缆企业拥有规模优势，这体现在规模大的企业可以降低单位采购成本和制造成本。远东电缆作为目前国内规模最大的企业，在与上下游议价过程中相比其他电缆企业具备一定的优势，公司产品的毛利率在电缆行业里处于靠前的位置。强化规模效应是公司的一个重要发展方向，在本次定向增发完成后，公司将进一步扩大业务规模，在电缆行业激烈的竞争中保持并加强规模优势。

3.2 品牌优势转化为品牌溢价

公司非常重视产品质量和品牌建设，远东电缆是国内电线电缆行业评出的首批“中国名牌产品”和国家质量免检产品，“远东”是中国驰名商标，以及业内唯一的全国机械工业质量奖、亚洲创新品牌奖、全国质量奖鼓励奖得主。公司运营多年来，产品始终保持稳定可靠的质量，迄今未发生过一例重大质量事故，在用户心目中树立了远东稳定可靠的品牌形象。远东一半收入来自电力企业，电力企业追求安全生产，远东电缆的可靠性能使其具有很高的知名度，因此即使定价超过同类产品10%，依然得到客户认可。

3.3 技术优势和人才优势带来了先发优势

公司是国内少有的具备国际竞争力的企业，技术水平也处于一流企业行列。经过多年发展，公司有数十个产品达国际领先水平，像高层建筑吊装电缆更属世界首例。公司早在2002年就瞄准新材料电缆，开始研发碳纤维复合芯ACCC导线，2009年该产品获电线电缆行业首张节能产品证书，在产品研发和应用过程中形成了18项专利，其中发明专利3项，目前远东ACCC导线占全国总运行线路的95%以上。远东拥有国家级博士后工作站，并广泛与各大高校科研单位合作，技术开发和创新能力优势明显。

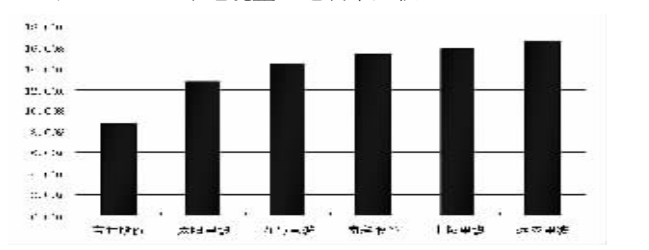
3.4 强大的客户渠道优势

电缆行业中客户渠道优势对于企业的发展壮大至关重要。远东电缆非常重视销售渠道建设，经过多年的发展，公司目前的驻外营销服务机构已有200多家，营销服务人员近1000多名，遍布全国100个大中城市，长期以来积累了相当多的客户资源。强大的客户渠道优势将为公司发展提供足够的支持。

3.5 管理水平高，毛利率水平业内领先

公司在原材料管理上，坚持30%远期、30%现货、30%敞口合同的原则，在收入稳定增长的前提下，锁定原材料成本波动，2010年电力电缆产品毛利率16.6%左右，领先同业。

图4：2010年电缆企业毛利率比较



资料来源：公开资料

4、盈利增长点众多，龙头腾飞在即

4.1 ACCC导线大规模应用在即，业绩有望迎来井喷

●ACCC具备优良的物理性能，是现有电缆产品的革命性替代产品。碳纤维电缆是传统钢芯铝绞线（裸导线）的替代产品，主要应用于110kV-220kV线路。较之常规钢芯铝绞线（ACSR），ACCC导线具有耐高温、大容量、低弧垂、低能耗、重量轻、寿命长等显著性能优势，在提高传输容量的同时可提高线路的安全性和可靠性，减少有色金属稀缺资源消耗，降低线路传输损耗，节约线路走廊。可有效解决在提高同条电力线路输送容量的同时，又能利用已有铁塔、不增加线路走廊用地这一难题，特别适用于老旧线路的增容改造。由于导线弧垂小、重量轻，加大了铁塔之间的间距，可以减少铁塔吨位和数量，非常适合土地资源紧张地区的新建线路，同时降低了线路综合造价。同时，优良的弧垂特性和耐腐蚀性能，也使导线在检修困难的大跨越线路中具有较好的应用前景。单从节约能源的角度计算，如果在输电线路中普遍采用碳纤维复合芯导线，相当于每年新建几十座三峡电站。

表2：ACCC导线的性能优势

性能指标	ACCC与ACSR相比
强度	可提高30%
载流量	减少4%
耐烧性	提高29%，最高可达2倍
耐蚀性	短时容许温度可达200度
重量	低弧垂，高温下弧垂减少75% ACSR特110
使用寿命	单位重量减少20%-40%
铁塔吨位	增加1倍
铁塔数量	减少约50%

资料来源：公开资料

●年均市场容量超500亿元，远东目前的市场占有率高达95%。由于ACCC导线的主副材料有望实现国产化，因此一直以来制约ACCC导线大范围应用的高价格因素将随之化解，预计ACCC导线将在未来1-2年内进入全面应用阶段，并有

可能形成井喷式需求，年需求量至少超过500亿元。远东目前占整个ACCC运行线路的95%，由于关键的核心专利技术为远东所拥有且远东有十年的开发运行经验，公司也是目前全球最有系统能力和最多业绩记录的企业，因此可以预见用户选择远东ACCC产品更为放心。今年5月末，公司公告将联合上海电缆研究所共同“纤维增强树脂基复合芯导线”的主要原材料“架空导线用纤维增强树脂基复合材料芯棒”、“架空绞线用软铝型线”制定国家标准。这也是ACCC产品即将进入全面推广的又一里程碑式事件，国家标准一旦完成，ACCC便具备了在大量项目中上图设计的资格，结合远东的强大销售能力，将能迅速打开市场局面。ACCC导线由于技术壁垒高，产品的毛利率接近40%，预计公司盈利能力也将大幅提升。

4.2 电子商务新模式值得期待

公司即将进行的经营模式的创新也是一大亮点，增长方式的创新实践将进一步强化公司的龙头地位，并有望带动公司的经营收入级数级增长。

●“电缆买卖宝”一站式解决方案电子交易平台：主要是利用买卖双方资源，以电子商务（B TO B）交易的模式从事短断电缆、特种电线电缆、电缆原材料、电缆附件及电缆设备等网上交易。在我国近万亿的电缆产值中，其中14的电缆需求都不超过500米，属于短断电缆，通常，小订单的生产成本比大批量订单成本高出20%，而另一方面，几千家电缆厂家有零头电缆找不到买家，报废回炉造成大量浪费，而“电缆买卖宝”的出现将使供需双方实现共赢，还能节能环保，利国利民。买卖宝的市场定位和盈利空间值得期待。

●“中国电缆材料交易所”：铜、铝、钢材、橡胶、塑料等材料占电缆成品80%的成本，对电缆的生产和销售影响巨大，而通过材料交易所供需双方能迅速了解材料行情并能在平台上进行交易，将有助于促进行业的平衡发展，增强国际竞争力。该平台集资讯、交易、物流、服务于一体，将是公司新的盈利增长点。

●“中国电缆材料交易所”：铜、铝、钢材、橡胶、塑料等材料占电缆成品80%的成本，对电缆的生产和销售影响巨大，而通过材料交易所供需双方能迅速了解材料行情并能在平台上进行交易，将有助于促进行业的平衡发展，增强国际竞争力。该平台集资讯、交易、物流、服务于一体，将是公司新的盈利增长点。

●“中国电缆材料交易所”：铜、铝、钢材、橡胶、塑料等材料占电缆成品80%的成本，对电缆的生产和销售影响巨大，而通过材料交易所供需双方能迅速了解材料行情并能在平台上进行交易，将有助于促进行业的平衡发展，增强国际竞争力。该平台集资讯、交易、物流、服务于一体，将是公司新的盈利增长点。

4.3 定向增发进一步扩展产业链，盈利能力将大幅提升

近日公司的非公开发行股票申请已获中国证监会发审委审核通过，公司拟定向增发7200万股，增发价格不低于21.69元。计划募集资金不超过152585万元，拟投资包括风电、核电、太阳能等新能源电缆在内的5个项目。

表3：本次募集资金投资项目

序号	项目名称	总投资额(亿元)	项目情况	建设期(年)	预计年均销售(亿元)
1	风电、核电与太阳能新能源用特种电缆项目	2.56	年产风力发电用电缆4000km, 核电站用电缆2000km, 太阳能光伏发电用电缆1500km	<1年	7.82
2	智能电网超高压电缆项目	4.74	年生产500kV超高压交联电缆50km, 以及年生产220kV、110kV高压交联电缆1850km	1-1.5年	16.04
3	高强度节能环保型特种导线项目	4.12	年产高强度铝合金导线5000吨, 耐热铝合金导线5000吨, 耐热铝合金扩径导线5000吨, 各种新型特种铝包钢单线10000吨、铝包钢芯铝绞线15000吨、实现碳纤维棒国产化	<1年	11.82
4	海洋工程及船舶用特种电缆项目	2.74	年产海洋工程用电缆730km和船用电缆23400km	1-1.5年	7.68
5	快速铁路用铜合金接触线项目	1.09	年生产各类铜合金接触线及与接触线配套使用的合金绞线(承力索)6800吨	1-1.5年	4.8
合计		15.26			48.16

资料来源：公司招股说明书

上述项目都是对高端电缆的投资，具有良好的经济性，项目达产后将提升公司产品结构，大幅提升毛利率水平。此外，上述募投项目的达产周期短，其中，新能源电缆、智能电网超高压电缆和环保电缆是对原生产线的扩产，今年就可贡献收益。

综上所述，我们看好国内电缆行业未来的发展前景，预计未来三年市场需求仍将快速增长，而且随着市场集中度的提升，三普药业将面临行业整合良机，公司的市场占有率将进一步提高。公司现阶段盈利增长点众多，ACCC导线经过十年发展，进入收获期；即将推出的多个电子商务平台将为公司开辟更为广阔的发展空间和盈利来源；近日获通过的定向增发预案，将扩展公司产业链，大幅提升盈利水平。我们看好公司的发展前景，认为三普药业具有长期投资价值，建议投资者长期关注。