

光器件再添生力军，乘风起航

——太辰光（300570）新股定价

2016年11月30日

建议申购

太辰光

新股定价

报告摘要：

公司是国内陶瓷插芯及光纤连接器的主导企业之一。公司的陶瓷插芯、光纤连接器两项产品全球市场占有率分别约为6%和4.6%，对公司的收入贡献超过88%。近年来，随着数据流量爆发，全球光纤网络及数据中心建设提速，光器件需求回暖，公司业绩保持平稳增长态势。2015年，公司实现营收5.02亿元，较2014年增长22.14%，归母净利润1.16亿元，较2014年增长38.19%。

公司受单一客户影响较大，预计2016年业绩略有下滑。2016年1-9月，公司海外市场的收入占比约80%，其中美国TR是公司最大的客户，收入占比43.37%，2015年更是高达55.66%。虽然公司第二大至第五大客户的合计销售收入及其占比近年来均呈上升态势，但公司受TR单一客户的影响仍然很大。因此，由于2015年下半年以来TR采购产品结构发生变化，需求也有所波动，2016年1-9月公司对TR的销售收入同比减少35.95%。公司预计2016年扣非后的归母净利润为9800万元-10400万元，较去年降低14.37%-9.13%。

市场前景向好，公司募投项目将有效提升公司在光器件行业的竞争力。受益于电信光网和数据中心大建设，陶瓷插芯、光纤连接器和光分路器需求将保持增长。如我国企业的光纤连接器市场规模将从2016年的80亿元增长至2018年的100亿元。公司募集资金将建设光器件生产基地和研发中心基地，每年新增陶瓷插芯产能1.2亿只、光纤连接器产能600万条（含MPO/MTP连接器100万条），PLC分路器产能96万套等，将有助于提升公司竞争力。

盈利预测及投资建议。考虑到光器件行业市场需求旺盛，公司上市后募集资金将大幅增加公司陶瓷插芯、光纤连接器、光分路器等产品的产能。因此，我们预计公司2016年-2018年按照发行后总股本12777.6万股计算，每股收益分别为0.77元、0.93元和1.08元。参考可比公司估值，同时考虑公司系新股，我们给予公司75-80倍PE，对应目标价为57.75元-61.60元。

风险提示：光器件市场需求不及预期；行业竞争加剧的风险；毛利率下行及业绩波动风险；单一客户占比较高的风险；股权分散的风险。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	411.12	502.16	446.12	519.53	613.23
增长率（%）	18.24%	22.14%	-11.16%	16.46%	18.04%
净利润（百万元）	84.26	116.44	98.50	118.68	138.25
增长率（%）	14.76%	38.20%	-15.41%	20.49%	16.48%
净资产收益率（%）	29.39%	30.86%	7.22%	8.15%	8.84%
每股收益(元)	0.88	1.22	0.77	0.93	1.08

资料来源：Wind、东兴证券研究所

分析师：杨若木

Email

010-66554032

证书编号

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

联系人：阎贵成

Email

010-66554039

yanggc@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480116040051

询价区间

20.59-20.59

上市首日定价区间

24.71-29.65

发行上市资料

总股本（万股）	12777.60
发行量（万股）	3194.40
发行日期	2016-11-24
发行方式	网上发行，网下配售
保荐机构	招商证券
预计上市日期	2016-12-6

发行前财务数据

每股净资产（元）	4.33
净资产收益率（%）	19.66%
资产负债率（%）	15.67%

发行后主要股东和持股比例

张致民等10位一致行动人	29.81%
神州通投资集团	16.08%
华陽进出口公司	10.04%

目 录

1. 公司基本情况	4
1.1 股权结构分散, 10 位一致行动人共同控制公司	4
1.2 深耕光器件行业, 主营陶瓷插芯和光纤连接器	4
2. 公司经营状况	5
2.1 受益光纤网络建设, 营收和净利润平稳增长	5
2.2 期间费用率控制良好, 毛利率稳定, 净利率上升	5
2.3 海外单一客户收入占比高, 影响 2016 年业绩可能下滑	6
3. 市场前景向好	7
3.1 流量爆发驱动运营商建设高速光网络, 电信光器件需求不减	7
3.2 数据中心及云计算迅猛发展, 光互联替代铜缆促进光器件需求激增	10
3.3 陶瓷插芯、光纤连接器和光分路器需求将保持较快增长势头	13
4. 募集资金项目	14
5. 盈利预测与估值分析	16
5.1 盈利预测	16
5.2 估值分析	16
6. 风险提示	16

表格目录

表 1: 公司主要产品的定义.....	5
表 2: 美国和欧盟的宽带发展计划.....	7
表 3: 我国光通信有关的重要支持政策.....	8
表 4: FTTX 技术分类.....	9
表 5: 公司募投项目.....	15
表 6: 研发中心建设项目研究方向.....	15
表 7: 同类型上市公司市盈率比较表.....	16
表 8: 公司盈利预测表.....	18

插图目录

图 1: 公司上市后的股权结构图.....	4
图 2: 公司历年营业收入情况（单位：百万元）.....	5
图 3: 公司历年归母净利润情况（单位：百万元）.....	5
图 4: 公司历年费用率情况（%）.....	6
图 5: 公司历年毛利率和净利率情况（%）.....	6
图 6: 公司光纤连接器和陶瓷插芯毛利率（%）.....	6
图 7: 公司 PLC 分路器和光纤传感产品毛利率（%）.....	6
图 8: 公司主要客户的营收占比.....	7
图 9: 全球电信运营商资本开支（单位：亿美元）.....	8
图 10: 全球固定宽带接入技术演进.....	9
图 11: 中国网民规模及互联网普及率.....	10
图 12: IDC 与云计算的关系示意图.....	10
图 13: IDC 与云数据中心的 IP 流量预测（单位：ZB）.....	11
图 14: 超级数据中心增长情况（单位：个）.....	11
图 15: 我国 IDC 市场规模预测（单位：亿元）.....	12
图 16: 我国公有云市场规模预测（单位：亿元）.....	12
图 17: 我国大型数据中心新规划建设量（单位：个）.....	12
图 18: 我国部分大型数据中心建设示例.....	12
图 19: 全球数据中心的流量分布.....	13
图 20: 全球光纤陶瓷插芯市场销量预测（单位：亿只）.....	13
图 21: 我国光纤连接器市场规模预测（单位：亿元）.....	14
图 22: 全球 PLC 光分路器需求预测（单位：万只）.....	14
图 23: 全球 PLC 光分路器市场规模预测（单位：亿元）.....	14

1. 公司基本情况

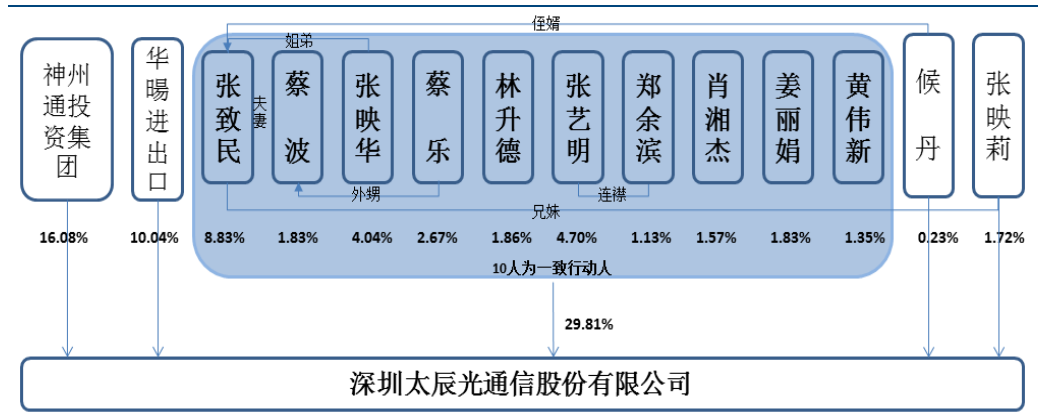
深圳太辰光通信股份有限公司（以下简称“公司”）处于光器件行业，专注于陶瓷插芯和光纤连接器等光无源器件的研发、生产与销售，在该细分行业处于领先地位。

1.1 股权结构分散，10位一致行动人共同控制公司

上市后，公司的第一、二大股东系财务投资者，分别为神州通投资集团和华暘进出口公司，持股比例分别为 16.08%和 10.04%，其中神州通投资集团是上市公司爱施德的控股股东。根据公司招股说明书的披露信息，神州通投资集团和华暘进出口公司已承诺其持有公司股权不以控制公司为目的，彼此不存在一致行动关系，且承诺将独立行使股东权利并承担相应的义务，不与发行人其他股东签订一致行动协议。

公司的控股股东及实际控制人为 10 位一致行动人，包括：张致民、张映华、张艺明、蔡乐、林升德、蔡波、姜丽娟、黄伟新、肖湘杰、郑余滨，其累计持股比例为 29.81%。根据公告，公司股东间存在较多的姻亲关系，股东蔡波系张致民之妻，张映华系张致民之姐，张映莉系张致民之妹，蔡乐系张致民之外甥，侯丹系张致民之侄婿。

图 1：公司上市后的股权结构图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 深耕光器件行业，主营陶瓷插芯和光纤连接器

目前，公司的主要产品包括陶瓷插芯、光纤连接器、光分路器、光纤传感产品等。其中，陶瓷插芯、光纤连接器两项产品的收入贡献超过 88%，其全球市场占有率分别约为 6%和 4.6%。因此，公司是陶瓷插芯及光纤连接器的主导企业之一。

陶瓷插芯主要用于光纤对接时的精确定位，广泛应用于光网络连接点、分路点和终端等，是光纤连接器的核心部件之一，其中约 72%用于光纤连接器的制造。

光纤连接器是实现光纤冷接的主要器件，亦称“跳线”，主要用于光纤线路的连接、光纤线路与其他光器件间的连接、光发射/接收机输出/输入端口与光纤间的连接等，在电信光网和数据中心光互联领域被广泛使用，是使用量最多的光无源器件。

表 1: 公司主要产品的定义

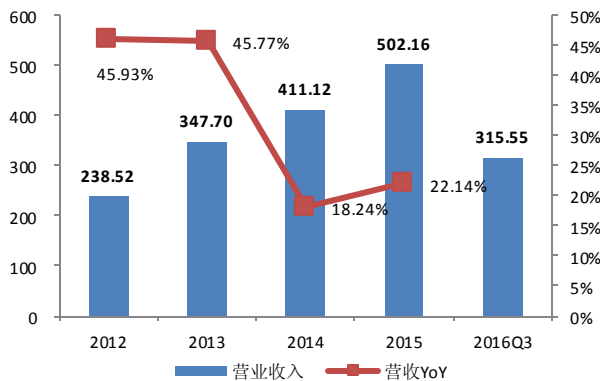
产品	定义
陶瓷插芯	又称“陶瓷插针”，由二氧化锆烧制并经精密加工而成的陶瓷圆柱小管，主要用于光纤对接时的精确定位，广泛应用于光网络连接点、分路点等，是光纤连接器的核心部件，是光纤通信网络中最常用、数量最多的精密定位件。
光纤连接器	又称“跳线”，是实现光纤冷接的主要器件，国际电信联盟（ITU）建议将其定义为“用以稳定地，但并不是永久地连接两根或多根光纤的无源组件”，主要用于光纤线路的连接、光发射机输出端口/光接收机输入端口与光纤之间的连接、光纤线路与其他光器件之间的连接等，是目前使用数量最多的光无源器件。
光分路器	对于将光信号分至多条光纤的光器件的总称，基于平面波导技术（PLC）的光分路器是光纤到户的核心器件，可以在一只芯片上实现 1×64 甚至更多的分路。
光纤传感产品	将光通过光纤传入至调制器，待测参数与进入调制区的光相互作用后会导致光的光学性质（如光的强度、波长、频率、相位、偏正态等）发生变化，最后再将光经过光纤送入光探测器，经解调后获得被测参数。目前，光纤传感技术已经开始在电力、石化、桥梁隧道、轨道交通等领域有所应用。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

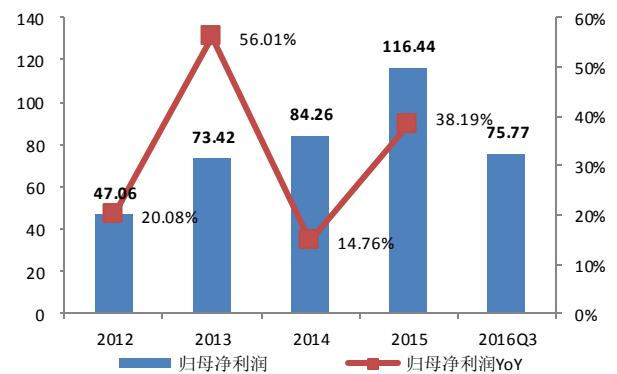
2. 公司经营状况

2.1 受益光纤网络建设，营收和净利润平稳增长

近年来，随着数据流量爆发，全球光纤网络和数据中心建设提速，“宽带中国”战略深入推进，光器件需求回暖，公司业绩平稳增长。2015 年，公司实现营收 5.02 亿元，较 2014 年增长 22.14%，归母净利润 1.16 亿元，较 2014 年增长 38.19%。

图 2: 公司历年营业收入情况（单位：百万元）


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 3: 公司历年归母净利润情况（单位：百万元）


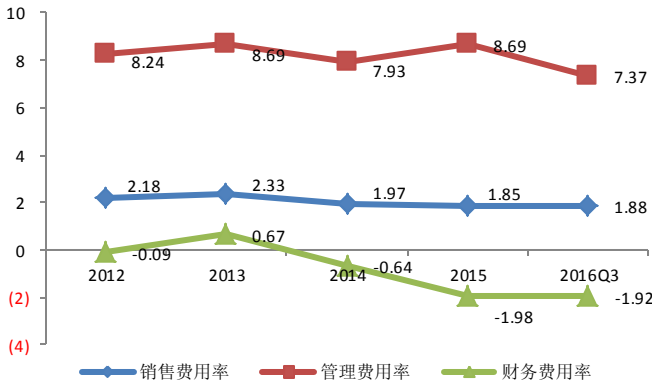
资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.2 期间费用率控制良好，毛利率稳定，净利率上升

近年来，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率整体维持稳定，2016 年前三季度分别为 1.88%、7.37%和-1.92%。此外，得益于原材料国产化，例如陶瓷插芯的主要原材料为陶瓷插芯毛坯，而制造陶瓷插芯毛坯的原材料为二氧化锆粉。2015 年以前，公司所需的二氧化锆粉主要从日本采购，而随着国内企业二氧化锆粉生产技术的提高，公司的主要供应商逐步变为国内企业，毛坯材料（锆粉等）的价格目前已经由

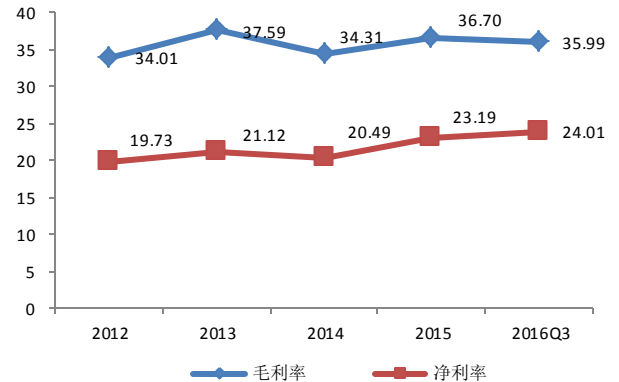
2013 年的 302.90 元/公斤降至 130.60 元/公斤, 降幅 43%, 公司近年来毛利率基本保持稳定, 净利率有所提升, 2015 年为 23.19%, 较上年提升 2.7 个百分点。

图 4: 公司历年费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

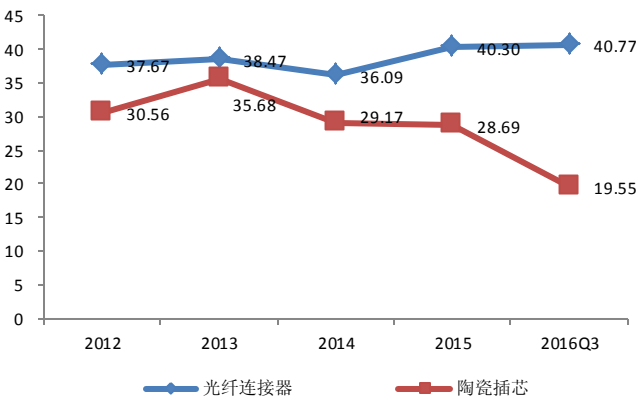
图 5: 公司历年毛利率和净利率情况 (%)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

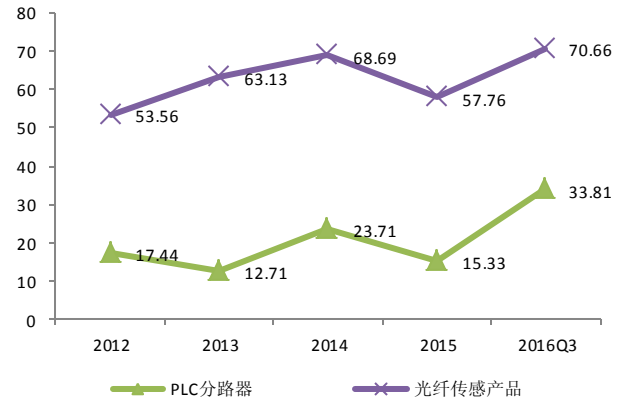
公司主营的四项产品中, 除陶瓷插芯由于市场竞争及行业洗牌导致价格快速下降 (目前平均售价约为 0.97 元/只, 较 2013 年的 1.53 元/只降低 63%) 带来的毛利率下滑外, 光纤连接器、PLC 光分路器和光纤传感产品的毛利率均呈稳定上升趋势。

图 6: 公司光纤连接器和陶瓷插芯毛利率 (%)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 7: 公司 PLC 分路器和光纤传感产品毛利率 (%)



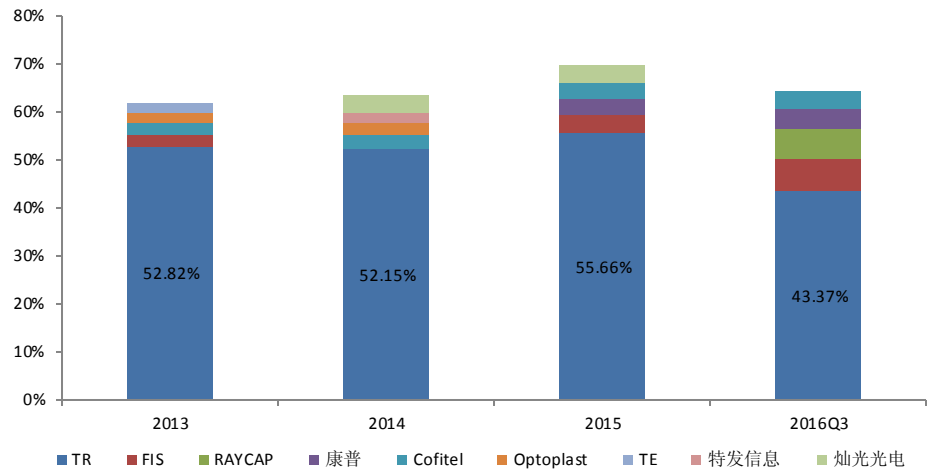
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2.3 海外单一客户收入占比高, 影响 2016 年业绩可能下滑

2016 年 1-9 月, 公司在海外市场的收入占比约 80%, 其中美国 TR Manufacturing, LLC. 是公司最大的客户, 收入占比达到 43.37%, 2015 年更是高达 55.66%。

TR 位于美国硅谷, 主要为数据中心建设提供布线及模块解决方案, 产品包括铜质电缆连接组件、光纤连接组件、生物电学组件及相关配件等。2015 年 1 月, TR 已被美国康宁收购。公司于 2008 年与 TR 建立合作, 随着近年来数据中心建设的大发展, 其对公司光纤连接器的采购不断增长, 2016 年之前的营收贡献都超过 50%。

图 8: 公司主要客户的营收占比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

虽然公司第二大至第五大客户的合计销售收入及其占比近年来均呈上升态势, 但公司受 TR 单一客户的影响仍然很大。因此, 由于 2015 年下半年以来, TR 采购产品结构发生变化, 需求也有所波动, 2016 年 1-9 月公司对 TR 的销售收入同比减少 35.95%, 公司 TR 销售收入的占比较 2015 年下降了 12.29 个百分点, 对公司 2016 年的业绩造成较大负面影响。因此, 公司预计 2016 年扣非后的归属于母公司所有者的净利润区间为 9800 万元-10400 万元, 相比去年同期下降 14.37%-9.13%。

3. 市场前景向好

3.1 流量爆发驱动运营商建设高速光网络, 电信光器件需求不减

电信市场一直以来都是光器件的重要应用领域之一。近两年, 数据流量的大爆发使得作为流量重要载体的光网络需要在整体网络架构上进行深刻变革, 只有扩大网络容量, 增加网络灵活性, 才能适应技术的发展潮流。同时, 骨干网、城域网升级, 光纤接入, 无线基站建设等的快速发展, 都使得电信运营商对光器件的需求不断增长。

从全球来看, 经济危机之后, 各国普遍把建设高速光通信网络作为发展经济的重要战略之一。因此, 未来几年电信光器件需求增长的驱动因素依旧强劲。例如, 美国提出到 2020 年, 每个社区 (包括学校、医院、政府等) 都享有至少 1Gb/s 的宽带服务, 至少有 1 亿家庭享受下行速率大于 100Mb/s, 上行速率大于 50Mb/s 的宽带服务。

表 2: 美国和欧盟的宽带发展计划

国家/地区	宽带发展目标
美国	2020 年, 美国的每个社区 (包括学校、医院、政府等机构) 都享有至少 1Gb/s 的宽带服务, 至少有 1 亿家庭以可承受的价格接入下行速率大于 100Mb/s, 上行速率大于 50Mb/s 的宽带服务。

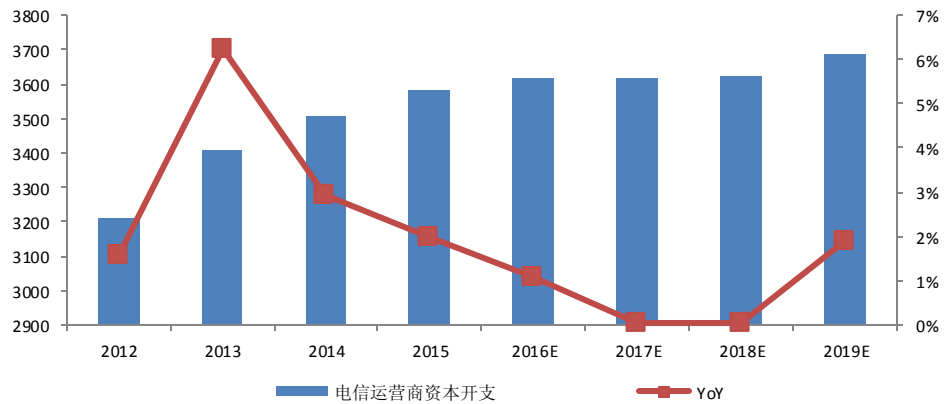
欧盟

2020 年欧盟全部宽带接入速率不低于 30Mb/s, 50% 的家庭接入速率超过 100 Mb/s。

资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

数据显示, 虽然电信运营商的资本开支在经历 2013-2015 年的较快增长之后, 2016 年-2018 年将趋于平稳, 但仍将维持在高位, 约 3620 亿美元/年左右。预计 2019 年起, 全球电信运营商将因 5G 建设再度增加资本开支, 达到约 3700 亿美元。

图 9: 全球电信运营商资本开支 (单位: 亿美元)



资料来源: ICSSZ, Infonetics, OFweek, 东兴证券研究所

2013 年, 我国提出“宽带中国”战略, 之后又陆续颁布了“互联网+”、“提速降费”等产业政策。此外, 光纤到户、4G/5G 传输网络、三网融合、物联网、大数据和云计算等多项国家重点工程都将成为持续拉动光通信市场需求增长的主要因素。这些都为国内光器件市场需求的快速增长提供了政策红利与现实基础。

表 3: 我国光通信有关的重要支持政策

时间	发布单位	政策名称	主要内容
2016 年 3 月	工信部 财政部	《关于组织实施电信普遍服务试点工作的指导意见》	试点工程中的所有行政村实现光纤通达。2016 年, 支持不超过 1.5 万个未通村、2.2 万个升级村宽带建设和运行
2015 年 10 月	国务院	加快农村宽带建设	2020 年宽带覆盖 98% 行政村, 80% 以上的行政村实现光纤到村, 总投入 1400 亿元
2015 年 5 月	工信部	《关于实施“宽带中国”2015 专项行动的意见》	新建 4G 基站 60 万个, 4G 网络覆盖县城和发达乡镇, 新增光纤到户宽带用户 4000 万
2015 年 5 月	国务院	《关于加快高速宽带网络建设推进网络提速降费的指导意见》	加快基础设施建设, 2016-2017 年网络建设累计投资不低于 7000 亿元, 2017 年底, 全国所有设区市城区和大部分非设区市城区家庭要具备 100Mbps 光纤接入能力
2013 年 8 月	国务院	《“宽带中国”战略及实施方案》	以多种方式推进光纤向用户端延伸, 实现光纤网络覆盖城市家庭

资料来源: 工信部, 公开资料, 东兴证券研究所

我们认为, FTTX 是实现宽带提速、支撑流量爆发的重要手段。在三网融合趋势下, FTTX 建设必将加速推进, 应用于 FTTX 的光器件也将迎来增长机遇。

所谓 FTTX, 是新一代光纤用户接入网, 俗称宽带接入的“最后一公里”, 用于连接电信运营商局端设备和用户终端, 是电信运营商的机房通信设备到用户上网终端之间的连接, 决定了通信网络的整体性能和宽带用户体验, 是网络质量的瓶颈。

FTTX 接入网采用光纤介质代替部分或者全程的传统铜线介质。受光纤到用户的距离、用户的带宽需求、现有管线资源以及运营维护成本等的约束, FTTX 接入网具有不同的建设模式, “X” 代表多种可选模式, 包含 FTTC (Fiber To The Curb, 光纤到路边)、FTTB (Fiber To The Building, 光纤到大楼)、FTTO (Fiber To The Office, 光纤到办公室)、FTTH (Fiber To The Home, 光纤到户) 等。

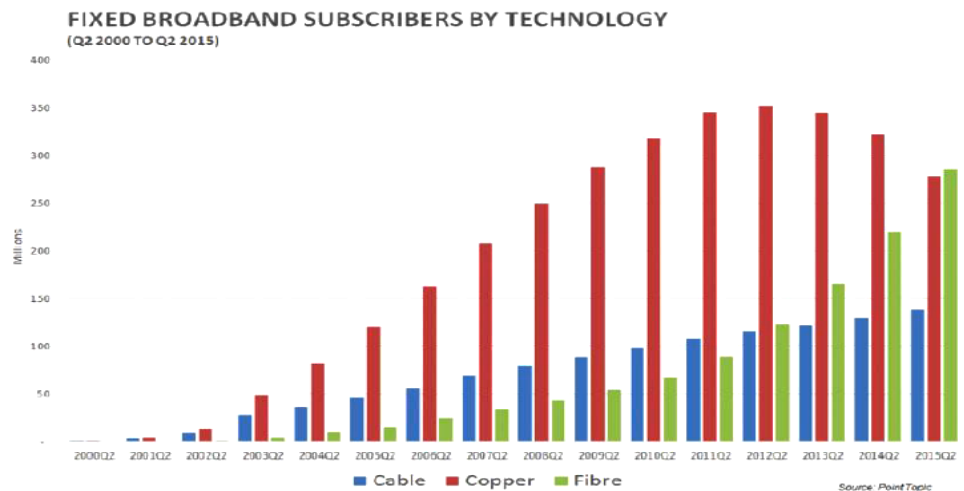
表 4: FTTX 技术分类

分类	定义	分类	定义
FTTC	Fiber To The Curb, 光纤到路边	FTTO	Fiber To The Office, 光纤到办公室
FTTB	Fiber To The Building, 光纤到大楼	FTTH	Fiber To The Home, 光纤到户

资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

目前, FTTX 接入网已成为各国发展有线宽带的主流, Point Topic 统计数据显示, 全球光纤 (Fibre) 宽带用户近年来迅猛增长, 已经超过其他固定宽带用户数量 (包括电缆 Cable 和铜缆 Copper), 占比达 40%。我国的“宽带中国”战略也在推进三大运营商及民营宽带运营商开展 FTTX 建设。工信部数据显示, 截至 2016 年 9 月, 我国固定宽带接入用户达 2.9 亿户, 其中 FTTH/O 接入用户达 2.1 亿, 占比 72.4%。

图 10: 全球固定宽带接入技术演进

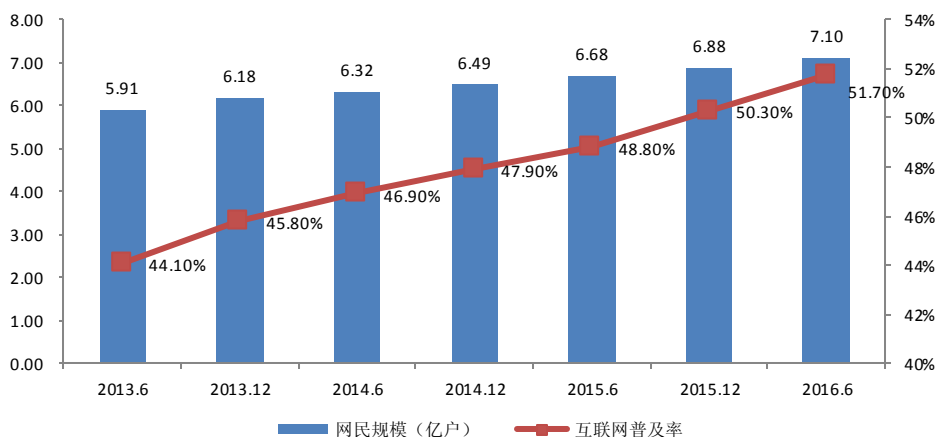


资料来源: Ponit Topic, 科信技术, 东兴证券研究所

虽然, 近年来我国宽带发展持续高增长, 但是宽带普及率刚过 50%, 宽带质量及速度仍然落后于世界平均水平, 平均接入速度仅列全球 91 位, 未来发展空间仍然很大。CNNIC 数据显示, 截至 2016 年 6 月, 我国网民规模达到 7.1 亿, 互联网普及率达到

51.7%。全球最大的 CDN 服务商 Akamai 报告显示，2015 年我国内地平均网速只有 3.7Mbps，排在全球的第 91 位，网速峰值可以达到 23.1Mbps，排第 101 位。

图 11：中国网民规模及互联网普及率



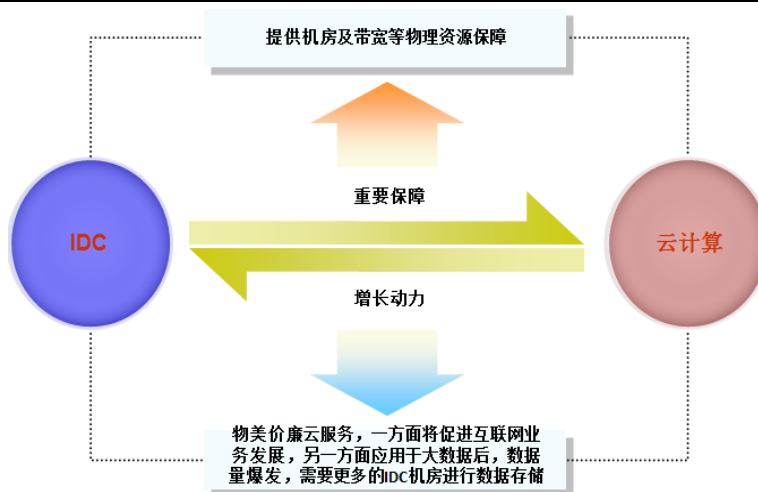
资料来源：CNNIC，东兴证券研究所

3.2 数据中心及云计算迅猛发展，光互联替代铜缆促进光器件需求激增

随着政府、金融、电子商务等行业数据集中化、虚拟化趋势形成，数据中心（IDC）已成为支撑用户日常业务运作最重要的基础设施和核心。现代新型数据中心布线系统需要大幅提升带宽，但传统的铜缆连接在信号损耗、传输速率、维护性等方面已不能满足要求。因此，采用光纤传输替代铜缆实现数据中心的升级已经成为趋势。

近年来，云计算兴起，通过信息网络将分散的计算、存储等软硬件资源乃至数据进行集中动态管理调度，使信息技术能力如同水电般按需供给，让用户体验超高运算能力。我们认为，IDC 实际上处于云计算的核心位置，IDC 与云计算互相依赖、相互促进。

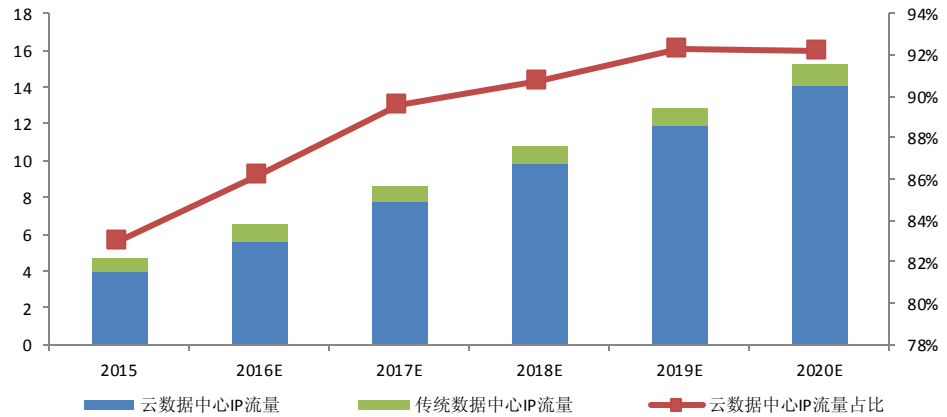
图 12：IDC 与云计算的关系示意图



资料来源：中国 IDC 圈，公开资料，东兴证券研究所

根据 2016 年 11 月思科发布的《全球年度云指数报告(2015-2020)》, 预计 2015-2020 年全球数据中心的 IP 流量年度复合增长率将达 27%, 2020 年全球数据中心的 IP 流量将达 15.3ZB, 较 2015 年增长 226%。其中, 全球云数据中心的 IP 流量年度复合增长率将达 30%, 其 2020 年的 IP 流量将达 14.1ZB, 占比数据中心 IP 流量 92.16%。

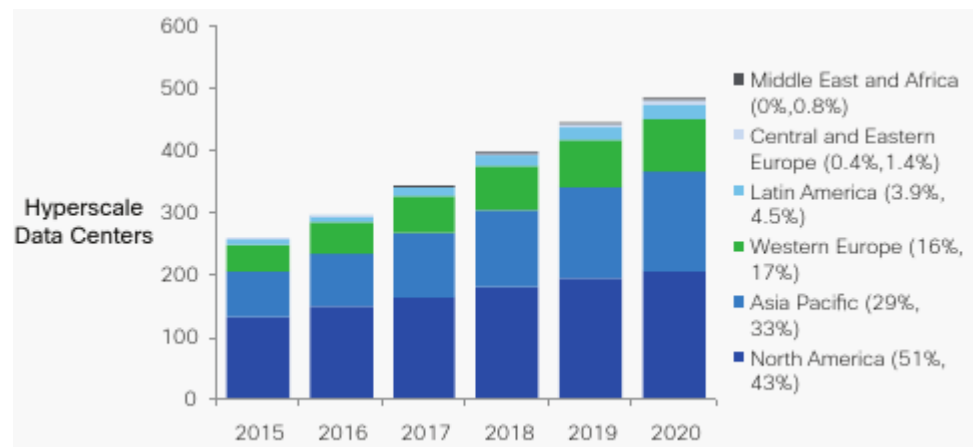
图 13: IDC 与云数据中心的 IP 流量预测 (单位: ZB)



资料来源: 思科, 东兴证券研究所

我们认为, 云计算如火如荼的发展、互联网应用的日益丰富以及用户数量的不断增长, 必将进一步推动数据中心的建设。根据思科的预测数据, 全球范围内的超级数据中心将从 2015 年的 259 个增长到 2020 年的 485 个, 其中北美和亚太地区占比将达 66%。同时, 超级数据中心的数据流量也将在今后的 5 年间增长 5 倍。

图 14: 超级数据中心增长情况 (单位: 个)



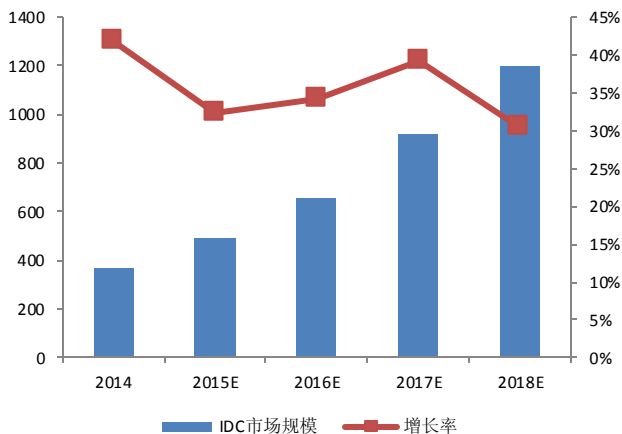
资料来源: 思科, 东兴证券研究所

近年来, 我国的 IDC 和云计算也保持较快增长。据工信部统计数据, 2011 年到 2013 年上半年, 全国共规划建设数据中心 255 个, 已投入使用 173 个。

中国 IDC 圈数据显示: 2015 年-2017 年, 我国的 IDC 市场增速将均保持在 30% 以上, 预计到 2017 年, 中国 IDC 市场规模将超过 900 亿元, 增速将接近 40%。IDC 认为:

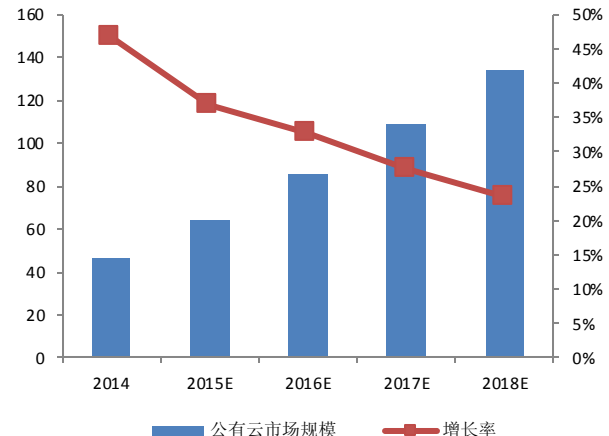
中国的公有云从 2013 年开始进入实质性的落地阶段, 近年来保持高速增长, 预计到 2017 年, 我国的公有云市场规模将突破 100 亿大关, 达到 109 亿元。

图 15: 我国 IDC 市场规模预测 (单位: 亿元)



资料来源: 中国 IDC 圈, 东兴证券研究所

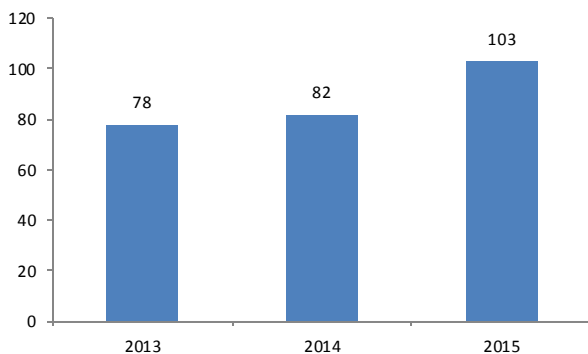
图 16: 我国公有云市场规模预测 (单位: 亿元)



资料来源: IDC, 东兴证券研究所

目前, 我国数据中心行业整体还处于较低水平, 小规模的数据中心数量较多, 数据中心项目的建设主要是为满足低端托管租用设备的需求, 但利用数据中心进行集中化业务深化改造、创新等方面的应用还有很大的提升空间。未来, 中小型数据中心有可能将被改建、收购, 大型及超大型数据中心有望获得快速发展。数据显示, 2015 年我国新规划大型数据中心 (3000 平方米以上) 103 个, 较 2014 年增长 25.61%。

图 17: 我国大型数据中心新规划建设量 (单位: 个)



资料来源: GDCT, 东兴证券研究所

图 18: 我国部分大型数据中心建设示例

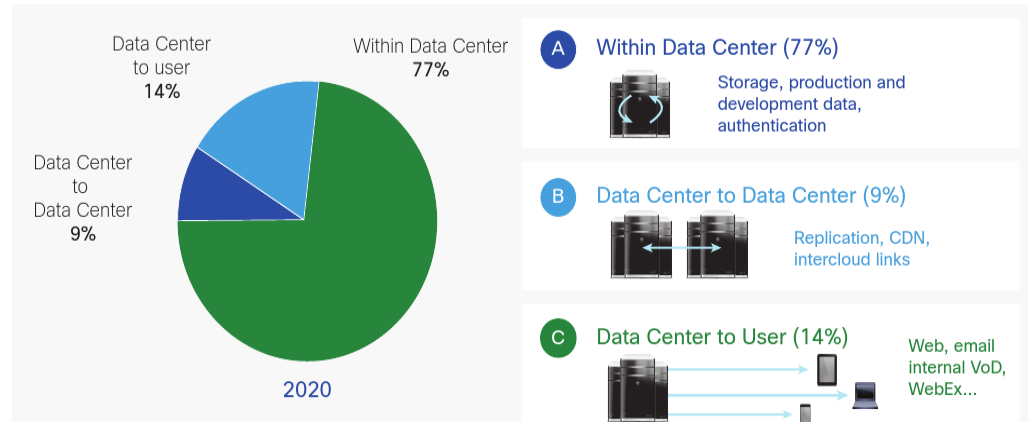


资料来源: 索尔思, 东兴证券研究所

据了解, 大型数据中心延长了数据中心内部信号传输的距离, 一般要求设备间传输链路的速率达到 10Gbps 或以上、传输距离超过 3 米, 此时传统铜类产品已无法满足上述要求, 这就需要全面升级为光通信网络, 相应地也促进光器件需求大增。

思科数据显示, 预计 2020 年全球数据中心 IP 流量中, 77% 来自于数据中心内部互联, 9% 来自数据中心与数据中心之间的互联, 14% 来自数据中心与用户的互联。

图 19: 全球数据中心的流量分布



资料来源: 思科, 东兴证券研究所

3.3 陶瓷插芯、光纤连接器和光分路器需求将保持较快增长势头

综上, 随着全球电信运营商光通信资本投资的稳定增长, 大型数据中心的加速扩张, 全球光器件市场将持续增长, 带动陶瓷插芯、光纤连接器和光分路器需求走旺。

陶瓷插芯方面, 目前我国的产量已经占比全球超过 95%。根据中国电子元件行业协会数据, 预计 2016 年全球陶瓷插芯销量约为 14.8 亿只, 其中我国产量 14.1 亿只, 到 2018 年全球销量将达到 17.4 亿只, 我国陶瓷插芯产量将达到 16.7 亿只。

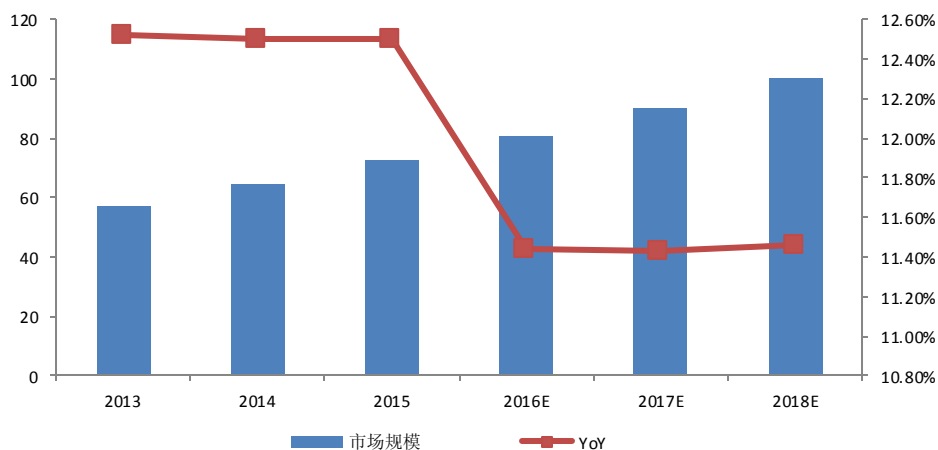
图 20: 全球光纤陶瓷插芯市场销量预测 (单位: 亿只)



资料来源: 中国电子元件行业协会, 中国产业信息网, 东兴证券研究所

光纤连接器方面, 作为使用量最大的光无源器件, 可广泛应用于电信光网建设、数据中心光互联以及安防监控等领域。智研咨询预测数据显示, 预计 2016 年我国企业的光纤连接器市场规模将达 80.8 亿元, 到 2018 年将突破 100 亿元。

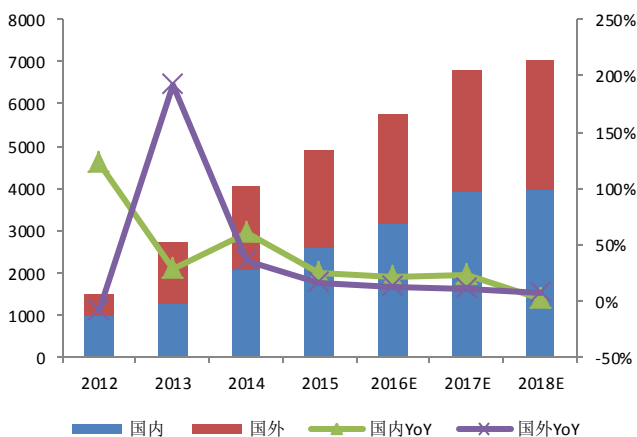
图 21: 我国光纤连接器市场规模预测 (单位: 亿元)



资料来源: 智研咨询, 东兴证券研究所

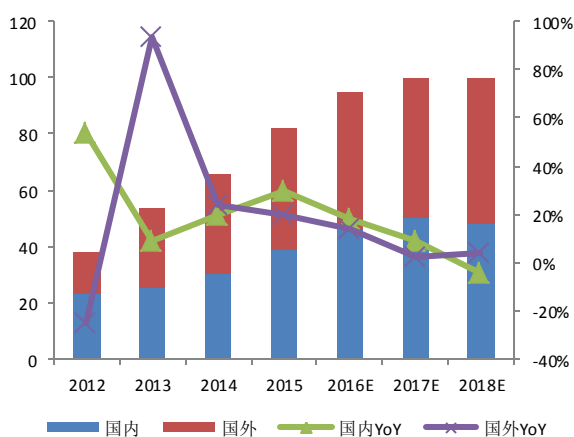
PLC 光分路器方面, 据 ICCSZ 统计, 2013 年全球市场对 PLC 光分路器的需求量约为 2748 万只, 2015 年已增长至 4900 万只, 其中国内市场占比超过 50%。预计 2016 年, 全球 PLC 光分路器需求量将超过 5700 万只, 未来两年仍将持续增长。

图 22: 全球 PLC 光分路器需求预测 (单位: 万只)



资料来源: ICCSZ, 鸿辉光通, 东兴证券研究所

图 23: 全球 PLC 光分路器市场规模预测 (单位: 亿元)



资料来源: ICCSZ, 鸿辉光通, 东兴证券研究所

4. 募集资金项目

公司本次拟向社会公众公开发行不超过人民币普通股 3194.40 万股, 合计公开发行数量不低于发行后总股本的 25%。公司实际募集资金扣除发行费用后净额为 62128.77 万元, 将全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金。公司所募资金将存放在董事会决定的专户集中管理, 并专款专用。

公司拟定投向项目的具体情况如下所示:

表 5: 公司募投项目

序号	项目名称	项目总投资额	募集资金投资额
1	光器件生产基地建设项目	67470	54426.77
2	研发中心建设项目	7702	7702
	合计	75172	62128.77

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

光器件生产基地建设项目的核心目标是扩大产能。公司拟在深圳市坪山新区建设新的生产基地, 对毛坯、陶瓷插芯、光纤连接器、PLC 分路器和光纤传感系列产品进行扩产, 并对现有陶瓷插芯生产线进行升级改造。项目实施后, 公司预计将新增毛坯年产能 2.04 亿只、陶瓷插芯 1.2 亿只、光纤连接器 600 万条 (含 MPO/MTP 连接器 100 万条), PLC 分路器 96 万套、光纤光栅 7.2 万只、光纤传感系统 96 套。

该项目所用土地公司已于 2014 年末通过参与招拍挂方式取得, 募集资金到位前, 公司已于 2016 年 4 月使用自有资金启动项目建设, 公司预计本项目将于 T+4 年 (T 为本次募集资金到位时点) 完全达产, 当年可实现营收 6.4 亿元, 净利润 1.09 亿元。

研发中心建设项目的核心是充实研发力量, 开展新技术研究储备。该项目将扩大投资, 增加软硬件研发设施, 充实研发力量, 针对公司现有产品及未来行业的发展趋势, 展开多个方向的研究工作, 包括平面波导 (PLC) 芯片研究、光模块相关技术及产品研发、插芯及连接器相关技术研发、特种光纤及相关器件研究等。

表 6: 研发中心建设项目研究方向

序号	项目名称	项目投资额
1	平面波导 (PLC) 芯片研究	PLC 芯片设计、制作工艺、检测技术研究
2	插芯相关技术研发	陶瓷插芯及毛坯生产工艺的改进研究, MPO/MTP 连接器用 MT 插芯制造工艺开发
3	连接器相关技术研发	EC 标准 A/B 级连接器的生产工艺、技术规范、过程控制的研究, MPO/MTP 连接器相关新技术开发
4	光模块相关技术及产品研发	10G 高速率光模块的设计、封装技术研究, 相关产品开发
5	特种光纤及相关器件研究	特种光纤控制与特殊涂层工艺研究, 光纤电流互感器关键技术及器件研究
6	其它光器件技术研究与产品开发	光纤隔离器、光纤环行器、保偏光纤器件、可调光衰减器、光纤合束器、高功率光纤器件等光器件的微型化设计、微光学耦合封装工艺、检测与质量控制等技术研究, 相关产品开发
7	精密加工设备与检测仪器研发	陶瓷插芯穿线机及端面加工设备、光纤阵列 V 槽间距检测仪、单芯/多芯干涉仪等设备仪器的改进研究与开发

光纤光栅刻写工艺、光纤传感信号解调技术、传感系统的多参数测量、智能电网领域光纤传感技术应用等方面研究

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

综上, 我们认为公司此次募投项目将有助于提升公司综合竞争力, 增加营业收入, 提高自主研发能力, 巩固公司在光器件领域的技术优势, 保障公司的可持续发展。

例如, 公司通过募投项目将可以新增 MPO/MTP 连接器 100 万条的产能。当前, 小型化、集成化已经成为未来光纤连接器发展的趋势, 以 MPO/MTP 为代表的多芯连接器成为未来连接器发展的重要组成部分。作为小型化高密度光纤连接器, MPO/MTP 连接器能够实现 8/12/24 芯并排甚至更高密度的光纤连接, 大大减少对箱体、配线空间的需求, 节约机房空间和部署成本, 特别适用于需要高密度、快速部署和高性能的区域。在当今数据中心大建设中, MPO/MTP 连接器已成为理想解决方案, 市场需求快速增长。

5. 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测

考虑到公司所处光器件行业市场需求较好, 募投资金将可以增加公司产能, 因此我们预计公司 2016-2018 年将实现营业收入 4.46 亿元、5.20 亿元和 6.13 亿元, 同比增长率分别为-11.16%、16.46%和 18.04%; 实现归属母公司股东净利润分别为 0.99 亿元、1.19 亿元和 1.38 亿元, 同比增长-15.41%、20.49%和 16.48%, 按照发行后总股本 12777.6 万股计算, 每股收益分别为 0.77 元、0.93 元和 1.08 元。

5.2 估值分析

我们选取了三环集团、天孚通信、博创科技和光迅科技 4 家与公司经营业务类似的 A 股上市公司做比较, 2016 年平均 PE 为 68.75 倍。我们预测公司 2016 年每股收益为 0.77 元, 考虑到公司作为新股, 给予 75-80 倍 PE, 对应价格 57.75 元-61.60 元。

表 7: 同类型上市公司市盈率比较表

股票代码	股票名称	当前股价	2015EPS	2016EPS	2017EPS	2018EPS	2015PE	2016PE	2017PE	2018PE
300408	三环集团	16.93	1.01	0.61	0.79	0.96	37	28	22	18
300394	天孚通信	36.85	1.39	0.72	0.98	1.27	83	51	38	29
300548	博创科技	102.81	0.71	0.72	0.94	1.18	-	143	109	87
002281	光迅科技	80.65	1.16	1.51	2.07	2.73	56	53	39	30
平均 PE							68.75			

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

6. 风险提示

光器件市场需求不及预期;

行业竞争加剧的风险；
毛利率下行及业绩波动风险；
股权分散的风险；
单一客户占比较高的风险。

表 8: 公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017	2018E		
流动资产合计	257	350	1283	1136	1094	营业收入	411	502	446	520	613		
货币资金	102	146	1098	923	845	营业成本	270	318	286	331	391		
应收账款	69	97	86	100	118	营业税金及附加	4	5	4	5	6		
其他应收款	1	1	1	1	2	营业费用	8	9	8	9	11		
预付款项	1	6	7	8	9	管理费用	33	44	39	45	53		
存货	64	72	67	77	91	财务费用	-3	-10	-6	-10	-9		
其他流动资产	7	12	12	12	12	资产减值损失	0.94	2.43	0.60	1.00	1.20		
非流动资产合计	119	121	171	415	571	公允价值变动收益	-0.65	0.65	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
固定资产	43.96	42.01	88.43	293.56	461.35	营业利润	98	135	114	138	161		
无形资产	65	64	58	52	47	营业外收入	1.55	2.51	2.00	2.00	2.00		
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.06	0.17	0.10	0.10	0.10		
资产总计	376	471	1454	1551	1665	利润总额	99	137	116	140	163		
流动负债合计	89	91	87	92	97	所得税	15	21	17	21	24		
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	84	116	99	119	138		
应付账款	41	32	28	33	39	少数股东损益	0	0	0	0	0		
预收款项	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	84	116	99	119	138		
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	106	138	123	163	196		
非流动负债合计	1	3	3	3	3	BPS (元)	0.88	1.22	0.77	0.93	1.08		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
负债合计	90	94	90	95	101	成长能力							
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	18.24%	22.14%	-11.16%	16.46%	18.04%		
实收资本(或股	96	96	128	128	128	营业利润增长	15.31%	37.90%	-15.37%	20.83%	16.71%		
资本公积	23	23	901	901	901	归属于母公司净利润增	14.76%	38.20%	-15.41%	20.49%	16.48%		
未分配利润	146	225	276	338	409	获利能力							
归属母公司股东	287	377	1364	1456	1564	毛利率(%)	34.31%	36.70%	35.87%	36.21%	36.31%		
负债和所有者权益	376	471	1454	1551	1665	净利率(%)	20.49%	23.19%	22.08%	22.84%	22.54%		
现金流量表		单位:百万元					总资产净利润(%)						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)							
经营活动现金流	60	128	123	122	145	偿债能力							
净利润	84	116	99	119	138	资产负债率(%)	24%	20%	6%	6%			
折旧摊销	11.43	13.35	15.32	35.82	44.54	流动比率	2.89	3.86	14.72	12.40	11.23		
财务费用	-3	-10	-6	-10	-9	速动比率	2.17	3.06	13.96	11.55	10.29		
应收账款减少	0	0	11	-14	-18	营运能力							
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.23	1.19	0.46	0.35	0.38		
投资活动现金流	-80	-25	-66	-281	-201	应收账款周转率	6	6	5	6	6		
公允价值变动收	-1	1	0	0	0	应付账款周转率	12.80	13.91	14.90	17.06	17.22		
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)							
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.88	1.22	0.77	0.93	1.08		
筹资活动现金流	-20	-22	894	-16	-22	每股净现金流(最新摊	-0.42	0.85	7.45	-1.37	-0.61		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.99	3.94	10.67	11.40	12.24		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	43	0	32	0	0	P/E	-	-	-	-	-		
资本公积增加	-43	0	878	0	0	P/B	-	-	-	-	-		
现金净增加额	-40	81	952	-175	-78	EV/EBITDA	-0.96	-1.06	-8.93	-5.65	-4.31		

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

阎贵成

北京大学学士、MBA，7年通信产业工作经验。2008年起在中国移动从事市场运营、策略研究工作，涉及行业信息化、海外通信、移动转售和资费策略等。2016年加盟东兴证券研究所，从事通信行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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。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。

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。本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。