

吴通通讯 (300292.SZ)

通信系统设备行业

评级：中性 首次评级

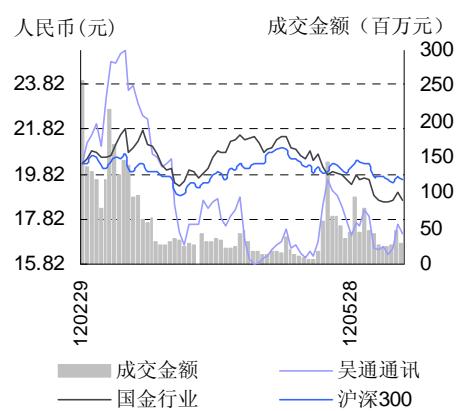
公司研究

市价(人民币)：17.17元  
目标(人民币)：15.50元

长期竞争力评级：等于行业均值

**市场数据(人民币)**

已上市流通A股(百万股)	16.70
总市值(百万元)	1,145.24
年内股价最高最低(元)	25.31/12.00
沪深300指数	2901.22

**公司基本情况(人民币)**

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.567	0.752	0.617	0.710	0.833
每股净资产(元)	2.06	2.85	5.30	6.01	6.85
每股经营性现金流(元)	0.10	0.39	0.83	0.65	0.80
市盈率(倍)	N/A	N/A	28.62	24.87	21.19
行业优化市盈率(倍)	30.51	22.00	24.51	24.51	24.51
净利润增长率(%)	56.54%	32.67%	9.42%	15.09%	17.35%
净资产收益率(%)	27.51%	26.39%	11.62%	11.80%	12.16%
总股本(百万股)	50.00	50.00	66.70	66.70	66.70

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**

- 射频同轴连接器与光纤连接产品的平稳增长使吴通通讯面临不错的行业发展机会：随着我国移动通信网络、FTTx建设的迅猛发展，运营商不断地进行移动网络建设及优化，并加快宽带网络建设，直接形成对射频同轴连接器、光纤连接产品的快速增长的市场需求；这使得吴通通讯面临着不错的行业发展机会；
- 优质的客户资源与稳步提升的市场占有率，显示吴通通讯经营上的综合实力：公司最大的客户为中国移动，中国移动目前是国内对射频同轴连接器需求最大的客户，公司在中国移动占有20%左右的市场份额，显示出公司在射频同轴连接器的经营上具有较强的综合经营实力；
- 利用在射频同轴连接器市场取得的优势的市场地位，带动光纤连接产品的销售，可一定程度上抵制运营商有线无线网络投资上的摇摆风险：三大运营商在投资规模稳定增长的情况下，根据自身经营的需要，调整在有线无线网络建设上的投资比例，无线与有线网络的建设存在跷跷板效应，公司具备的无线产品（射频同轴连接器）及有线产品（光纤连接产品）的研发生产能力，并具备很强的成本控制能力，使得公司业务收入能够保持平稳增长；

**业绩预测与投资建议**

- 考虑近两年3G网络建设与国家宽带战略的提出，对FTTx的用户有了比较明确的规划，13年、14年、15年TD-LTE的建设将渐成规模。我们预计公司12-14年收入分别为3.14亿(17.8%)、4.14亿(31.7%)和5.12亿(23.6%)；EPS分别为0.62元(9.4%)、0.71元(15.1%)和0.83元(17.4%)。
- 通过与可比公司的相对估值结合APV绝对估值，我们给予6-12个月目标价15.5元，相当于公司25×12PE、22×13PE。首次给予“中性”评级。

**风险**

- SDR与分布式基站的推出，导致运营商对射频器件需求量下降；
- 新客户拓展、保住中移市场份额不确定性仍存；
- 光纤连接产品需要低价竞争拿市场，且存在无法规模进入运营商的风险。

陈运红 分析师 SAC执业编号：S1130511030023  
(8621)61038242  
chenyh@gjzq.com.cn

邵建锋 联系人  
(8621)60870932  
shaojf@gjzq.com.cn

## 内容目录

吴通通讯：无线网络平稳增长、光通信快速增长带来发展机遇 .....	4
投资要点：行业增长+优质客户+完善的连接器产品线 .....	4
业绩预测及投资建议 .....	5
风险提示：中长期发展面临不确定性 .....	6
行业分析：射频同轴连接器与光纤连接器稳定增长 .....	8
无线通信射频连接系统：射频同轴连接器需求稳定增长 .....	8
光纤连接器：FTTx 实装率提升带来行业平稳增长 .....	9
公司经营分析 .....	11
公司主要产品与客户 .....	11
公司发行前股权结构 .....	11
公司竞争力分析 .....	11
公司未来 3 年主营业务收入保持 20% 左右的复合增长率 .....	12
主营业务毛利率逐年下滑，但下滑幅度有限 .....	13
受益于募集资金有效降低了财务费用，三项费率逐年降低 .....	13
募投项目提升公司光纤连接产品产能 .....	14
附录：三张报表预测摘要 .....	16

## 图表目录

图表 1：吴通通讯 2009-2014 年各主营业务收入构成预测（百万元） .....	4
图表 2：吴通通讯 2008-2011 年国内射频同轴连接器市场占有率逐年提升 .....	4
图表 3：吴通通讯 2008-2011 年突破中移省份示意图 .....	4
图表 4：吴通通讯 2009-2011 年在中国移动的销售收入 .....	5
图表 5：2009-2014 年吴通通讯主营业务收入及预测 .....	6
图表 6：2009-2014 年吴通通讯 EPS 及预测 .....	6
图表 7：相对估值 .....	6
图表 8：APV 估值 .....	6
图表 9：2009-2014 年国内射频同轴连接器出货量预测 .....	9
图表 10：2009-2014 年国内射频同轴连接器市场规模预测 .....	9
图表 11：FTTx 应用示意图 .....	9
图表 12：2010-2015 年国内运营商光纤连接器市场规模与增长率 .....	10
图表 13：吴通通讯现有客户结构图 .....	11
图表 14：吴通通讯发行前股权结构 .....	11
图表 15：公司竞争力分析：射频同轴连接器具备一定的竞争实力，光纤连接器需要低价换市场 .....	12
图表 16：2010-2014 年各主营业务销售收入增长率预测 .....	13

图表 17: 2010-2014 年公司各主营业务毛利率预测 .....	13
图表 18: 2009-2014 公司三项费用率预测 .....	14
图表 19: 公司募投项目 .....	14
图表 20: 公司业务收入、毛利率分析及预测.....	15

## 吴通通讯：无线网络平稳增长、光通信快速增长带来发展机遇

**投资要点：行业增长+优质客户+完善的连接器产品线**

- **要点一：**射频同轴连接器与光纤连接产品的平稳增长使吴通通讯面临不错的行业发展机会，从公司的主营业务收入与募投资金项目投向来看，射频同轴连接器是公司目前主要的收入与利润来源，光纤连接器可能成为未来3年公司主营业务增长的主要来源；虽然国内运营商2G/3G网络目前已经经过多年的建设，但是随着设备的老化以及国内无线互联网用户的蓬勃发展，老设备替换，室内覆盖以及WLAN覆盖将成为近期建设的重点；中长期来看，预计2014年国内有望启动4G的网络建设，所以运营商在无线设备的投资上保持相对比较平稳的增长；而随着国家宽带战略的提出以及国内FTTx的飞速发展，预计2-3年内，光通信依然保持比较快速的增长；从而形成对射频同轴连接器以及光连接产品的需求平稳增长，公司面临着较好的行业发展机遇。

**图表1：吴通通讯2009-2014年各主营业务收入构成预测（百万元）**



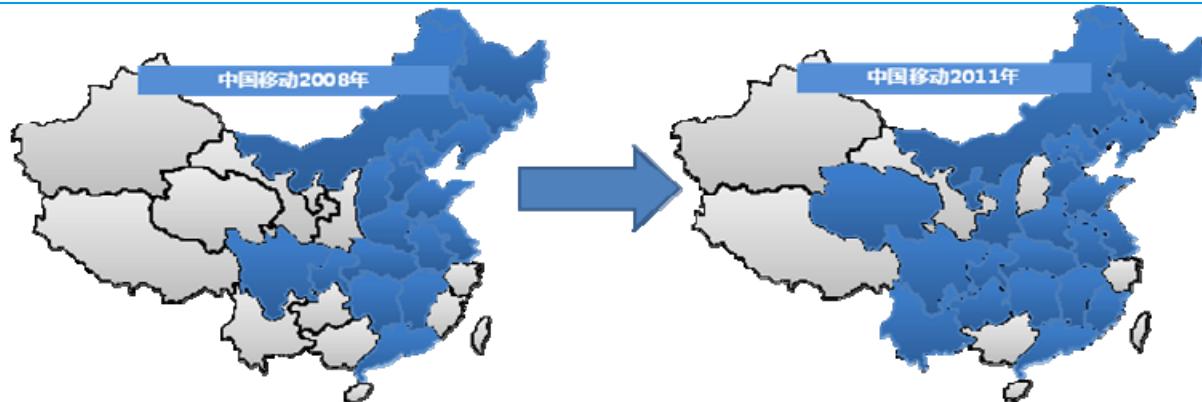
来源：中国电子元件行业协会信息中心 招股说明书 国金证券研究所

**图表2：吴通通讯2008-2011年国内射频同轴连接器市场占有率达到提升**



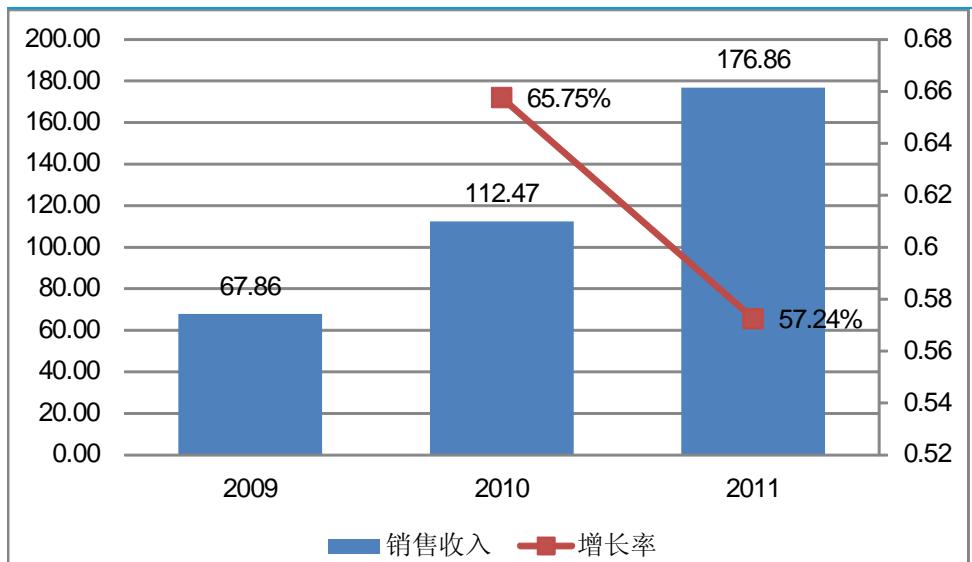
- **要点二：**公司在中国移动的销售增长较快昭显公司经营实力，公司目前在国内射频同轴连接器厂家中，市场份额稳居前列，中国移动是公司最大的客户，也是国内最优质的运营商，占据国内通信业务收入的一半以上，利润占比更达90%左右。2008-2011年公司新进入中移10个左右的省份后，公司在中国移动已经进入了20多个省份，在中国移动的销售收入保持60%的增速，显示公司在射频同轴连接器领域具备一定的竞争实力，同时拥有中移这种优质客户，也使得公司的销售收入有所保障。

**图表3：吴通通讯2008-2011年突破中移省份示意图**



来源：公司IPO材料 国金证券研究所

图表4：吴通通讯 2009-2011 年在中国移动的销售收入



来源：招股说明书 国金证券研究所

- 要点三：利用在射频同轴连接器市场取得的优势的市场地位，带动光纤连接产品的销售，可一定程度上抵制运营商有线无线网络投资上的摇摆风险：国内三大运营商在投资规模稳定增长的情况下，每年都会根据自身经营的需要，调整在有线无线网络建设上的投资，无线与有线网络的建设存在跷跷板效应，公司具备的无线产品（射频同轴连接器）及有线产品（光纤连接产品）的研发生产能力，使得公司业务收入能够保持平稳增长，抵制一定的风险。

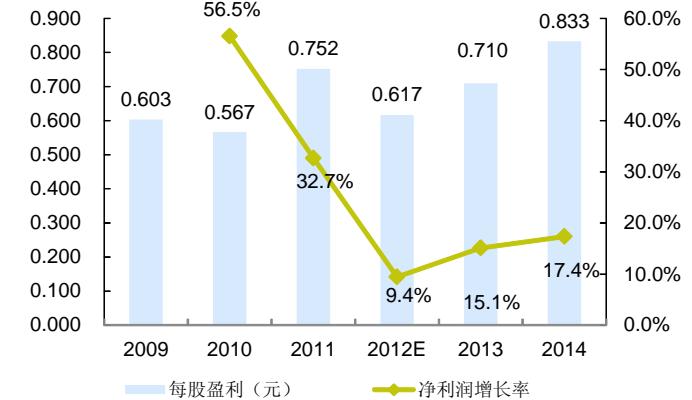
#### 业绩预测及投资建议

- 考虑近两年 3G 网络建设与国家宽带战略的提出，对 FTTx 的用户有了比较明确的规划，13 年、14 年、15 年 TD-LTE 的建设将渐成规模。我们预计公司 12-14 年收入分别为 3.14 亿（17.8%）、4.14 亿（31.7%）和 5.12 亿（23.6%）；EPS 分别为 0.62 元（9.4%）、0.71 元（15.1%）和 0.83 元（17.4%）。通过与可比公司的相对估值结合 APV 绝对估值，我们给予 6-12 个月目标价 15.5 元，相当于公司  $25 \times 12PE$ 、 $22 \times 13PE$ 。首次给予“中性”评级。

图表5: 2009-2014年吴通通讯主营业务收入及预测



图表6: 2009-2014年吴通通讯EPS及预测



来源：国金证券研究所

- 根据同类上市公司相对估值，我们给予公司 2012 年 25 倍 PE，对应 6-12 个月目标价 15.5 元。

图表7: 相对估值

证券代码	证券名称	收盘价	P/E			P/B
			2011A	2012E	2013E	
002089.SZ	新海宜	8.53	20.07	15.66	11.84	3.57
002313.SZ	日海通讯	24.32	33.54	30.49	23.31	4.58
300134.SZ	大富科技	12.9	21.86	15.47	12.88	1.77
002194.SZ	武汉凡谷	7.44	17.93	15.62	15.62	1.99
002446.SZ	盛路通信	11.48	126.02	36.56	26.09	2.36
002179.SZ	中航光电	14.86	30.33	23.59	19.55	4.21
平均值			41.62	22.90	18.21	3.08
公司值		17.65	31.32	28.62	24.87	3.74

来源：同花顺 国金证券研究所

- 同时我们采用 APV 模型绝对估值，得到每股价值 15.68 元。

图表8: APV 估值

I、APV											
每股价值	15.68										
	TV增长率										
	Ka	2.5%									
	企业值	10.07%									
股票价值	849.17	Ka	65.00								
		债务	11.94								
		投资	0.00								
		少数股东权益									
会计年度截止日: 12/31	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	TV 合计
FCF	21.19	-2.48	27.09	70.62	70.20	71.28	70.90	70.74	70.78	71.00	961.12 1,502.44
ITS	0.32	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.32
PV(FCF)	19.25	-2.04	20.31	48.11	43.44	40.08	36.22	32.83	113.63	116.96	368.15 836.94
PV(ITS)	0.29	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.29

来源：国金证券研究所

#### 风险提示：中长期发展面临不确定性

考虑公司在主要客户中国移动市场占有率已经很高，且新进入光纤连接器行业，我们认为，后继公司发展具有以下几个方面的不确定性：

- **中长期发展面临诸多不确定性：**考虑公司在中移的市场占有率已经很高，且在光纤连接产品上公司刚刚起步，我们认为，后继公司在以下几个方面面临一些不确定性：
  - **SDR（软件定义无线电）与分布式基站的推出，导致运营商对射频器件需求量下降：**虽然 TD-SCDMA, TD-LTE 的建设，对射频同轴连接器的需求比 GSM 基站大数倍，但是考虑 SDR 与分布式基站的大量使用，与传统基站比较对射频同轴连接器的需求量减少一半左右，且中移启动 TD-LTE 的建设的时间具有不确定性；
  - **新客户拓展、保住中移市场份额不确定性仍存：**目前公司的主要客户为中国移动，且已经占据了 20%左右的市场份额，后继增长除靠中移本身的需求增长，并维持在中移的份额，无论是在中移扩大份额还是获取其它新的客户新的市场，都具有一定的不确定性；
  - **光纤连接产品的市场开拓能力有待验证：**考虑公司在光纤连接产品上起步较晚，虽然与射频同轴连接器领域的客户一致，但仍然存在需要低价竞争拿市场，且存在无法规模进入运营商的风险。

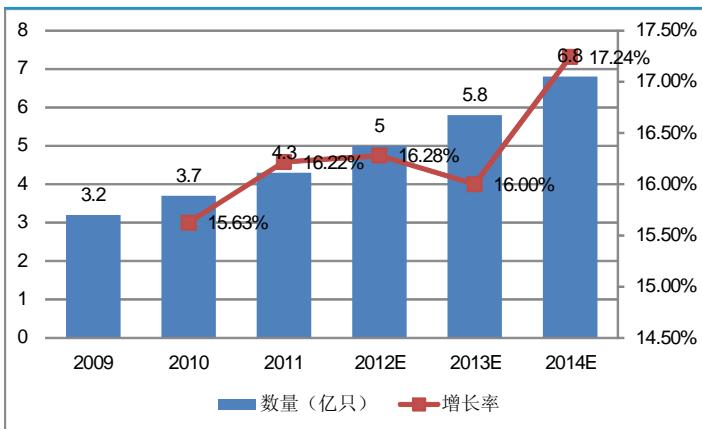
## 行业分析：射频同轴连接器与光纤连接器稳定增长

公司所处的行业为通信设备制造业，公司的产品主要集中在无线通信射频连接系统与光纤接入连接系统两个领域，下面我们就这两个行业分开给予论述。

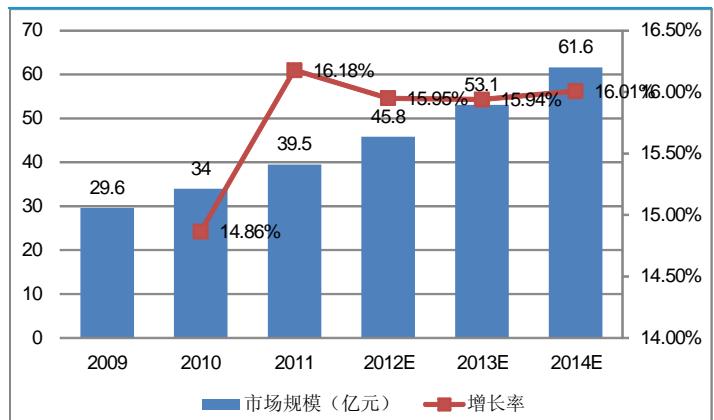
### 无线通信射频连接系统：射频同轴连接器需求稳定增长

- **无线通信射频连接系统主要分成射频组件与射频同轴连接器两大块：**射频组件主要用于无线基站内部各模块之间的互联，属于基站制造领域的范畴，使用方均为系统设备制造商如华为、中兴、爱立信等之类的厂家；基站发射的无线信号，在通过天馈系统发射到空中之前需要经过一系列的通道，而射频同轴连接器就是连接线缆与天线或者基站以及射频器件之间的重要部件，在基站与天线性能相对比较稳定的情况下，连接器的性能以及稳定性对最终的无线信号的质量有相当大的影响。
- **2G/3G 广覆盖基站建设趋缓，4G 建设还未规模启动，室内分布系统与 WLAN 建设是射频同轴连接器需求增长的主要来源：**公司的主要产品为射频同轴连接器，其具体的应用场景包括：
  - 国内 2G/3G 室外信号覆盖已经日趋完善，如中国联通七期 WCDMA 集采已经将 3G 基站建设到了乡镇，公路高铁的覆盖也已经在进行中，2G/3G 广覆盖新建基站建设趋缓；
  - 日趋完善的室外覆盖与高速增长的数据业务需求，使得运营商将室内覆盖以及 WiFi 建设作为近 2 年的工作重点，从而拉动射频同轴连接器的稳定增长；
  - 未来 2-3 年，有望迎来 4G 的建设高峰，届时将对射频同轴连接器的增长起到比较大的拉动作用。
- **无线通信射频连接系统在产业链中位置灵活：**国内运营商均是从设备制造商采购主设备，相关配套设备如连接器、馈线、天线等从通信设备配套厂商集采；海外运营商一般均采用交钥匙的方式，所有设备以及配套均从设备制造商采购，设备制造商再从连接产品制造商购买相关射频同轴连接器。
- **中国射频同轴连接器未来 3 年保持 15%左右增速：**虽然近年来分布式基站的广泛应用，与传统的一体化的基站相比对射频同轴连接器需求减少了近 1/3，但是随着全球老的 2G/3G 网络的现代化改造，3G/4G 网络的新建，TD 网络智能天线的应用（与其余制式的网络相比，射频同轴连接器需求量增加了 300%以上），以及 TD-LTE 在全球即将开始大规模建设，都增加了对射频同轴连接器的需求；特别是随着移动数据流量的爆发式增长，全球移动设备向小型化，微微蜂窝覆盖迈进，并需继续完善室内深度覆盖，更是扩大了对射频同轴连接器的需求。预计到 2014 年市场规模将达到 61.5 亿元 RMB。其中通信领域的射频同轴连接器的市场规模达到整体射频同轴连接器规模的 50%以上。

图表9：2009-2014年国内射频同轴连接器出货量预测



图表10：2009-2014年国内射频同轴连接器市场规模预测



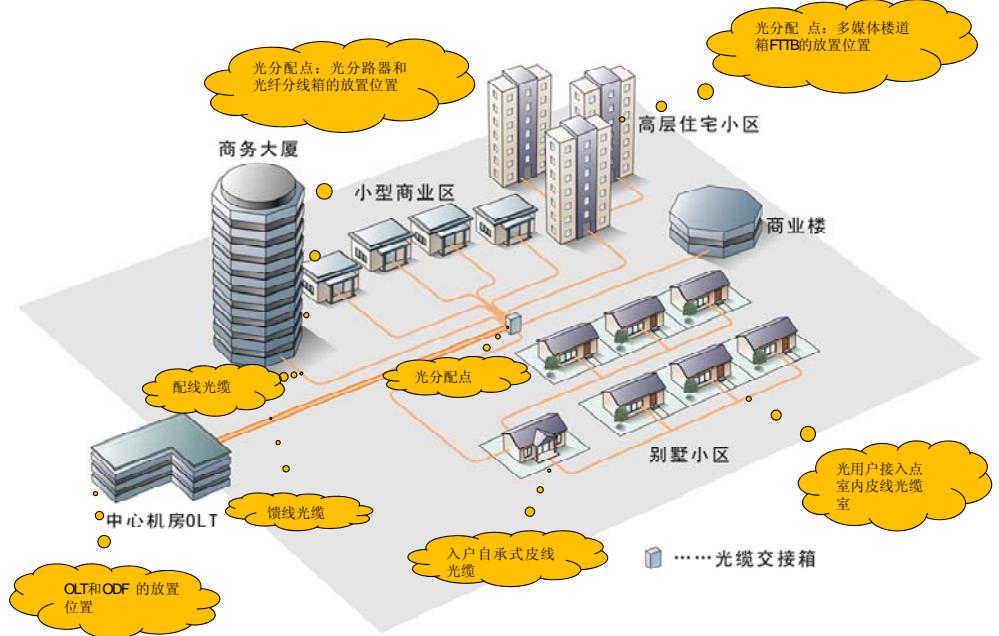
来源：中国电子元件行业协会信息中心 国金证券研究所

■ 行业加速洗牌，具备较强研发实力的公司才能生存下去：国内射频同轴连接器厂商约有 500 家，生产规模以及产品质量均有很大差异，且绝大部分为 50 人以下的微型企业，年销售收入超过 500 万的企业不超过 50 家。国内通信行业射频同轴连接器最大的需求方为中国移动、中国联通、中国电信，获得三家运营商参标资格的企业，才能够生存下来，国内实力较强的企业有江苏荣联、镇江天安、吴通通讯、南京捷士通等，他们具备较强的研发实力，有望在三大运营商集采中占据一席之地。国际知名射频同轴连接器厂家有罗森伯格、安费诺、灏迅、泰科、雷迪埃等。

### 光纤连接器：FTTx 实装率提升带来行业平稳增长

■ 光纤连接产品主要包括光纤光缆、光纤跳线及尾线、光分路器/耦合器、光纤配线架、光缆交接箱、光纤配线箱、光纤入户箱、光缆接头盒及终端盒、综合配线箱/柜、户外机柜产品等。

图表11：FTTx 应用示意图

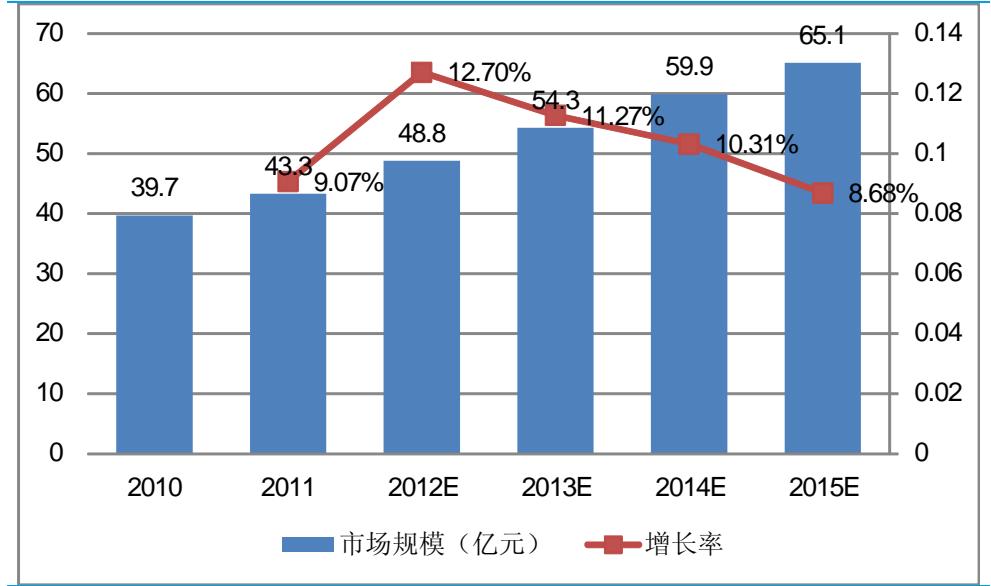


来源：招股说明书 国金证券研究所

■ 国家宽带战略直接推动光纤连接器的需求保持稳定增长：根据工信部《通信业“十二五”发展规划》中的第一个子规划《宽带网络基础设施“十二五”规划》，十二五期间互联网宽带接入用户数将有十一五末的 1.26 亿户

发展到 2.5 亿户，增长率接近 100%；光纤入户的实装率将由十一五末的 100 万用户发展到 4000 万用户，增长率 3900%；据尚普咨询发布的《2012-2016 年中国光纤连接器行业市场预测报告》显示：预估 2012-2015 年内，全球光纤连接器市场规模年复合增长率或将达 9.2%左右。我国预计将成为全球光连接器增长最快和容量最大的市场。中国电子元件行业协会信息中心在《射频同轴连接器、光纤连接器行业分析报告》给出的数据也表明未来 3 年，国内光纤连接器的年复合增长率在 10%左右。

图表12：2010-2015 年国内运营商光纤连接器市场规模与增长率



来源：中国电子元件行业协会信息中心《射频同轴连接器、光纤连接器行业分析报告》招股说明书 国金证券研究所

- **低端产品毛利率低，国内厂商占据主导地位：**由于光纤连接器生产技术成熟，且价格已经相对较低，除极少数元器件还被国外垄断，保持比较高的价格外，几乎所有的低端产品都被国内厂商垄断，我国已成为世界上主要的光纤连接产品生产国。在国内市场，国外企业的产品一般不具备明显的竞争优势。国内从事光纤连接产品的主要企业有日海通讯、新海宜、华工科技、光讯科技、中航光电等；

## 公司经营分析

### 公司主要产品与客户

- 从公司的主营业务收入与募投资金项目投向来看，射频同轴连接器是公司目前主要的收入与利润来源，光纤连接器可能成为未来3年公司主营业务增长的主要来源。从公司的客户结构上来看，其主要客户分成两类，一类是运营商，包括中国移动、中国电信、中国联通，另外一类是设备厂商，包括中兴通讯、大唐线缆等。

**图表13：吴通通讯现有客户结构图**

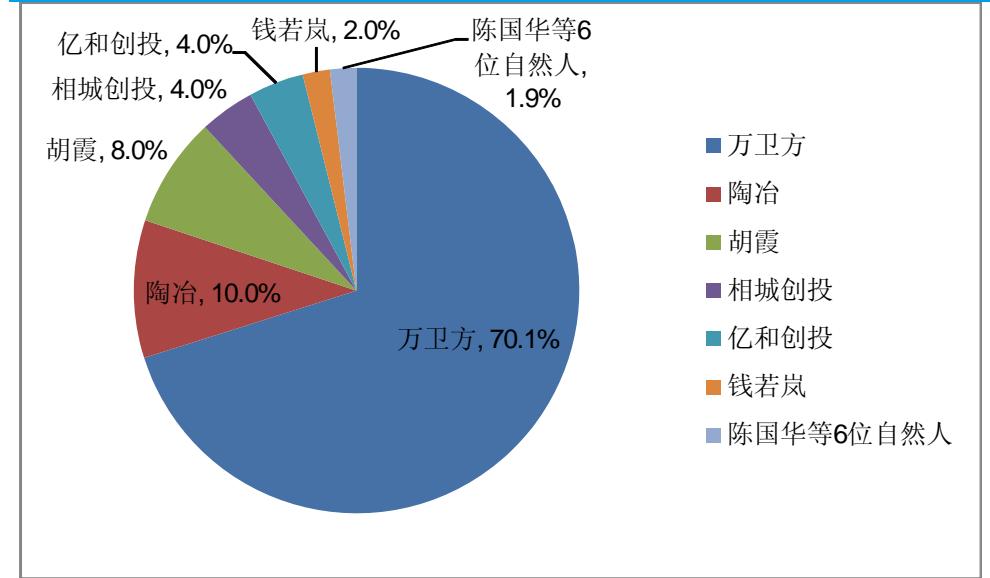


来源：公司IPO路演材料 国金证券研究所

### 公司发行前股权结构

- 公司发行前共有5000万股，实际控制人为万卫方先生，在发行前直接控制公司70.10%的股份，发行成功后控制公司52.55%的股份，仍然对公司有绝对的控制权，总经理胡霞等8人，均为公司的核心管理人员，发行前持有公司11.90%的股份。

**图表14：吴通通讯发行前股权结构**



来源：招股说明书 国金证券研究所

### 公司竞争力分析

- 公司在中国移动逐年上升的份额说明公司在射频同轴连接器上具备一定的综合经营实力。公司新进入光纤连接器产品，竞争优势不明显，需要低价换市场。整体竞争力处于行业平均水平。
- 公司一直在推行精细化管理，在成本控制上一直是公司多年来生存的根本，目前公司已经自主研发了半自动化的生产设备以减少对人力资源的需求，应对日益增长的人力成本。

图表15：公司竞争力分析：射频同轴连接器具备一定的竞争实力，光纤连接器需要低价换市场

### 竞争程度

无论是射频连接器还是光纤连接器领域，基本都是标准件，由需求方提出技术指标，生产厂商来生产，考虑目前生产厂商较多，所以竞争比较激烈，厂家的定价能力相对较弱，只有低成本+高效的管理才能生存下去。

### 产品替代

射频连接产品与光纤连接产品生产工艺成熟，价格也已经相对较低，被新技术或者新产品替代的可能性较低。

### 产品需求方

产品需求方为运营商与主设备生产厂商，需求上升明显，但两者均具有很强的议价能力。由于需求方对交货时间没有明确的规划，需要生产厂家具有较快的响应与生产速度。

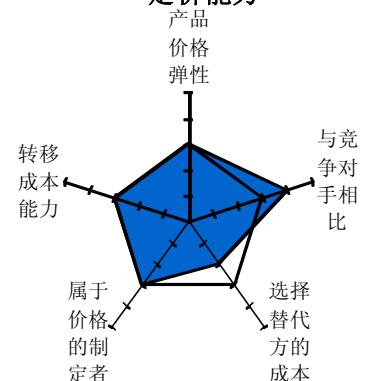
### 供应商

需要的原材料主要是铜材和化工塑胶，石英纤芯主要由长飞光纤光缆有限公司、烽火通信、亨通光电、中天科技等厂商提供，厂商前端供应渠道较多，大部分材料具有较强的替代性，不存在依赖某一种材料或者某一个供应商的情况。

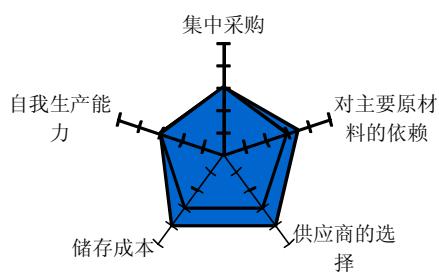
### 公司竞争力分析结论

公司在中国移动逐年上升的份额说明公司在射频连接器上具备一定的综合经营实力。公司新进入光纤连接器产品，竞争优势不明显，需要低价换市场。整体竞争力处于行业平均水平。

### 定价能力



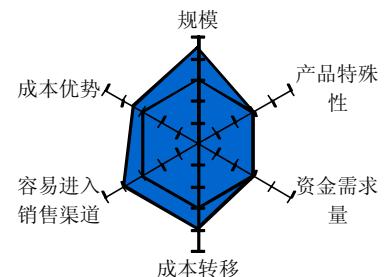
### 供应商



### 新竞争对手

考虑目前射频连接器以及光纤连接器已经有众多的生产厂商，行业需要经历一番洗牌，所以新进入行业的竞争对手较少。

### 新竞争对手



来源：国金证券研究所

### 公司未来3年主营业务收入保持20%左右的复合增长率

- 考虑近两年国内运营商室内分布建设与 WLAN 建设的增长，以及 14 年国内有望启动 4G 网络的规模建设，我们预计 2012-2014 射频同轴连接产品销售收入的增长率分别是 15%、15%、25%；
- 考虑公司在光纤连接产品上已经突破了部分客户以及募投项目的进度，光纤连接产品 12、13 年将放量增长，2014 年将回到 30% 左右的增长率。

图表16: 2010-2014年各主营业务销售收入增长率预测

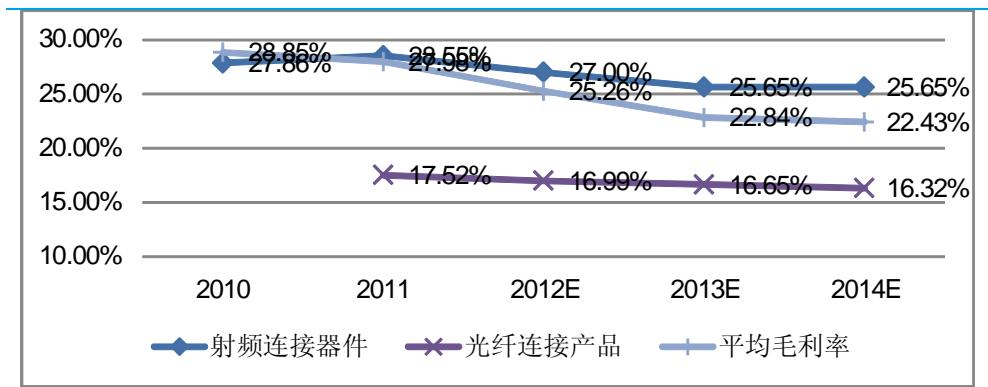


来源：国金证券研究所

**主营业务毛利率逐年下滑，但下滑幅度有限**

- 考虑目前射频同轴电缆连接器竞争依然很激烈，其毛利率将呈逐年下跌的趋势，预测2012-2014年的毛利率分别为27%，25.65%，25.65%；
- 对于光纤连接器，考虑公司新进入该市场依然需要依靠低价来换取规模，预计2012-2014年的毛利率分别为16.99%，16.65%，16.32%；
- 公司的综合毛利率由于结构性的变化，下滑较快，预计2012-2014年，公司综合毛利率分别为25.26%，22.84%，22.43%；

图表17: 2010-2014年公司各主营业务毛利率预测

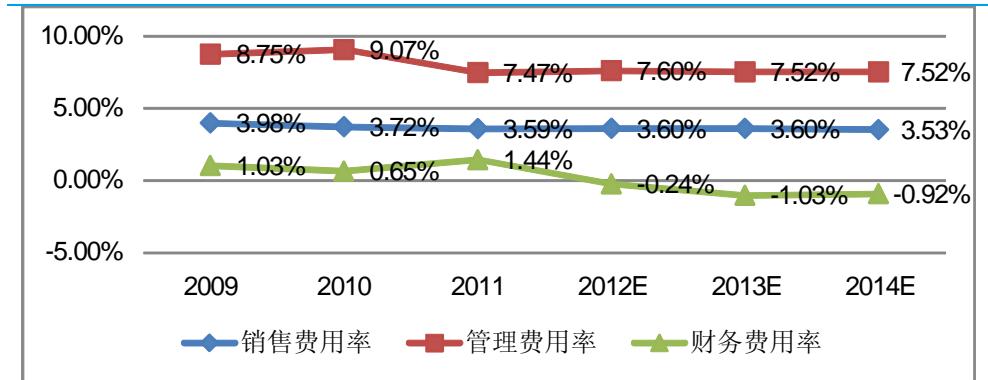


来源：国金证券研究所

**受益于募集资金有效降低了财务费用，三项费用率逐年降低**

- **销售费用率预计变化不大：**公司的销售模式没有发生变化，随着销售规模的扩大，销售费用应该呈逐年下降的趋势，考虑公司募投项目达产需要加大销售环节的投入力度，所以销售费用率维持在3.6%左右；
- **管理费用率预计变化不大：**考虑2012年新股发行等因素，管理费用率会上涨0.13%，之后随销售收入规模的上升呈逐年走低趋势；
- **财务费用率逐年走低：**公司上市筹资后资金成本将大幅下降，预计2012年公司财务费用率将由正转负，对三项费用率的降低起到了主要作用。

图表18: 2009-2014 公司三项费用率预测



来源：国金证券研究所

### 募投项目提升公司光纤连接产品产能

- 公司此次募集资金 20040 万元 RMB，计划投入 17619 万元 RMB，募投项目达产后，将极大提升公司光纤连接产品产能，并加快部分高端射频产品的进口替代。

图表19: 公司募投项目

序号	项目名称	投资金额 (万元)
1	高端精密射频同轴连接器及其组件产业化项目	6752.00
2	FTTX接入产品产业化项目	7542.00
3	研发中心扩建项目	3325.00
	合计	17619.00

来源：招股说明书 国金证券研究所

图表20：公司业务收入、毛利率分析及预测

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>射频连接器件</b>						
销售收入(万元)	107.19	131.77	182.04	209.35	240.75	300.94
增长率(%)		22.93%	38.16%	15.00%	15.00%	25.00%
成本(万元)	81.60	95.05	130.08	152.83	179.00	223.75
毛利率(%)	23.87%	27.86%	28.55%	27.00%	25.65%	25.65%
成本增长率(YOY)		16.49%	36.85%	17.49%	17.13%	25.00%
毛利(万元)	25.59	36.71	51.97	56.52	61.75	77.19
毛利增长率(YOY)		43.48%	41.54%	8.77%	9.25%	25.00%
占总销售额比重	55.97%	63.23%	68.80%	66.59%	58.13%	58.79%
占主营业务利润比重	53.73%	61.07%	70.19%	71.16%	65.29%	67.24%
<b>连接结构件</b>						
销售收入(万元)	78.98	65.79	42.98	30.09	24.07	19.26
增长率(%)		-16.70%	-34.67%	-30.00%	-20.00%	-20.00%
成本(万元)	57.47	44.13	28.40	20.46	16.75	13.70
毛利率(%)	27.24%	32.93%	33.92%	32.00%	30.40%	28.88%
成本增长率(YOY)		-23.22%	-35.64%	-27.96%	-18.12%	-18.25%
毛利(万元)	21.51	21.66	14.58	9.63	7.32	5.56
毛利增长率(YOY)		0.71%	-32.69%	-33.97%	-24.00%	-24.00%
占总销售额比重	41.24%	31.57%	16.25%	9.57%	5.81%	3.76%
占主营业务利润比重	45.17%	36.04%	19.69%	12.12%	7.74%	4.84%
<b>无源器件</b>						
销售收入(万元)	0.21	0.44	1.35	1.62	1.95	2.34
增长率(%)		107.61%	203.98%	20.00%	20.00%	20.00%
成本(万元)	0.14	0.31	0.80	1.14	1.36	1.64
毛利率(%)	32.43%	29.51%	40.75%	30.00%	30.00%	30.00%
成本增长率(YOY)		116.57%	155.52%	41.77%	20.00%	20.00%
毛利(万元)	0.07	0.13	0.55	0.49	0.58	0.70
毛利增长率(YOY)		88.92%	319.73%	-11.66%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	0.11%	0.21%	0.51%	0.52%	0.47%	0.46%
占主营业务利润比重	0.15%	0.22%	0.74%	0.61%	0.62%	0.61%
<b>光纤连接产品</b>						
销售收入(万元)			15.04	45.13	112.83	146.68
增长率(%)		#DIV/0!	#DIV/0!	200.00%	150.00%	30.00%
成本(万元)			12.41	37.46	94.04	122.75
毛利率(%)	#DIV/0!	#DIV/0!	17.52%	16.99%	16.65%	16.32%
成本增长率(YOY)		#DIV/0!	#DIV/0!	201.91%	151.02%	30.52%
毛利(万元)	0.00	0.00	2.64	7.67	18.79	23.94
毛利增长率(YOY)		#DIV/0!	#DIV/0!	191.00%	145.00%	27.40%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	5.69%	14.36%	27.24%	28.66%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	3.56%	9.65%	19.86%	20.85%
<b>天线</b>						
销售收入(万元)	0.06	3.42	9.51	10.46	11.50	12.66
增长率(%)		5768.95%	177.88%	10.00%	10.00%	10.00%
成本(万元)	0.05	2.56	7.15	7.87	8.65	9.52
毛利率(%)	12.86%	25.16%	24.78%	24.78%	24.78%	24.78%
成本增长率(YOY)		4940.94%	179.28%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利(万元)	0.01	0.86	2.36	2.59	2.85	3.14
毛利增长率(YOY)		11377.33%	173.72%	10.00%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	0.03%	1.64%	3.59%	3.33%	2.78%	2.47%
占主营业务利润比重	0.02%	1.43%	3.18%	3.26%	3.01%	2.73%
<b>其它</b>						
销售收入(万元)	其它	5.06	6.97	13.65	17.75	23.08
增长率(%)			37.80%	95.82%	30.00%	30.00%
成本(万元)		4.61	6.23	11.71	15.22	19.79
毛利率(%)		8.86%	10.66%	14.25%	14.25%	14.25%
成本增长率(YOY)		35.07%	87.96%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利(万元)	0.45	0.74	1.95	2.53	3.29	4.28
毛利增长率(YOY)		65.87%	161.69%	30.00%	30.00%	30.00%
占总销售额比重	2.64%	3.35%	5.16%	5.65%	5.57%	5.86%
占主营业务利润比重	0.94%	1.24%	2.63%	3.18%	3.48%	3.72%
销售总收入(百万元)		191.50	208.40	264.59	314.41	414.19
销售收入增长率			8.82%	26.96%	18.83%	31.74%
销售总成本(百万元)		143.88	148.28	190.55	234.98	319.60
毛利(百万元)		47.62	60.11	74.04	79.43	94.58
平均毛利率		24.87%	28.85%	27.98%	25.26%	22.84%

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表（人民币百万元）**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>194</b>	<b>211</b>	<b>267</b>	<b>314</b>	<b>414</b>	<b>512</b>
增长率	8.7%	26.7%	17.8%	31.7%	23.6%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-144</b>	<b>-149</b>	<b>-191</b>	<b>-235</b>	<b>-320</b>	<b>-397</b>
% 销售收入	74.6%	70.7%	71.6%	74.7%	77.2%	77.6%
<b>毛利</b>	<b>49</b>	<b>62</b>	<b>76</b>	<b>79</b>	<b>95</b>	<b>115</b>
% 销售收入	25.4%	29.3%	28.4%	25.3%	22.8%	22.4%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>
% 销售收入	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>营业费用</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	<b>-11</b>	<b>-15</b>	<b>-18</b>
% 销售收入	4.0%	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%	3.5%
<b>管理费用</b>	<b>-17</b>	<b>-19</b>	<b>-20</b>	<b>-24</b>	<b>-31</b>	<b>-39</b>
% 销售收入	8.7%	9.1%	7.5%	7.6%	7.5%	7.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>24</b>	<b>34</b>	<b>45</b>	<b>43</b>	<b>46</b>	<b>56</b>
% 销售收入	12.3%	16.0%	16.8%	13.6%	11.2%	10.9%
<b>财务费用</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
% 销售收入	1.0%	0.7%	1.4%	-0.2%	-1.0%	-0.9%
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>20</b>	<b>33</b>	<b>39</b>	<b>43</b>	<b>51</b>	<b>60</b>
<b>营业利润率</b>	<b>10.5%</b>	<b>15.6%</b>	<b>14.7%</b>	<b>13.8%</b>	<b>12.2%</b>	<b>11.8%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>税前利润</b>	<b>21</b>	<b>34</b>	<b>44</b>	<b>48</b>	<b>56</b>	<b>65</b>
利润率	10.8%	15.9%	16.4%	15.4%	13.4%	12.8%
<b>所得税</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>
所得税率	13.7%	15.4%	13.9%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>18</b>	<b>28</b>	<b>38</b>	<b>41</b>	<b>47</b>	<b>56</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净：</b>	<b>18</b>	<b>28</b>	<b>38</b>	<b>41</b>	<b>47</b>	<b>56</b>
<b>净利率</b>	9.3%	13.4%	14.1%	13.1%	11.4%	10.9%

**资产负债表（人民币百万元）**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>货币资金</b>	<b>48</b>	<b>80</b>	<b>76</b>	<b>202</b>	<b>209</b>	<b>244</b>
<b>应收账款</b>	<b>88</b>	<b>92</b>	<b>119</b>	<b>124</b>	<b>163</b>	<b>202</b>
<b>存货</b>	<b>38</b>	<b>41</b>	<b>70</b>	<b>68</b>	<b>93</b>	<b>115</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
<b>流动资产</b>	<b>175</b>	<b>216</b>	<b>266</b>	<b>398</b>	<b>468</b>	<b>565</b>
% 总资产	77.1%	82.4%	78.5%	80.1%	78.7%	81.0%
<b>长期投资</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>12</b>
<b>固定资产</b>	<b>36</b>	<b>31</b>	<b>35</b>	<b>60</b>	<b>91</b>	<b>98</b>
% 总资产	15.8%	11.8%	10.3%	12.1%	15.3%	14.1%
<b>无形资产</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>22</b>	<b>20</b>
<b>非流动资产</b>	<b>52</b>	<b>46</b>	<b>73</b>	<b>99</b>	<b>127</b>	<b>132</b>
% 总资产	22.9%	17.6%	21.5%	19.9%	21.3%	19.0%
<b>资产总计</b>	<b>227</b>	<b>262</b>	<b>339</b>	<b>497</b>	<b>595</b>	<b>697</b>
<b>短期借款</b>	<b>20</b>	<b>60</b>	<b>65</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>107</b>	<b>93</b>	<b>126</b>	<b>131</b>	<b>179</b>	<b>222</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>11</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>19</b>
<b>流动负债</b>	<b>138</b>	<b>159</b>	<b>197</b>	<b>143</b>	<b>194</b>	<b>241</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>138</b>	<b>159</b>	<b>197</b>	<b>143</b>	<b>194</b>	<b>241</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>88</b>	<b>103</b>	<b>142</b>	<b>354</b>	<b>401</b>	<b>457</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>227</b>	<b>262</b>	<b>339</b>	<b>497</b>	<b>595</b>	<b>697</b>

**比率分析**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.603	0.567	0.752	0.617	0.710	0.833
每股净资产	2.934	2.060	2.849	5.305	6.015	6.847
每股经营现金流	0.441	0.099	0.386	0.829	0.651	0.799
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	20.56%	27.51%	26.39%	11.62%	11.80%	12.16%
总资产收益率	7.99%	10.80%	11.09%	8.28%	7.96%	7.97%
投入资本收益率	18.92%	17.46%	18.65%	10.24%	9.84%	10.36%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	6.28%	8.72%	26.70%	17.79%	31.74%	23.59%
EBIT增长率	36.32%	41.32%	33.53%	-5.12%	8.90%	19.88%
净利润增长率	45.56%	56.54%	32.67%	9.42%	15.09%	17.35%
总资产增长率	33.60%	15.81%	29.17%	46.49%	19.80%	17.22%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	133.1	125.3	130.0	130.0	130.0	130.0
存货周转天数	81.8	97.1	105.9	106.0	106.0	106.0
应付账款周转天数	127.4	121.8	153.6	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	65.1	53.7	47.6	68.8	79.3	69.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-31.69%	-19.77%	-7.67%	-57.22%	-52.06%	-53.46%
EBIT利息保障倍数	11.9	24.5	11.7	-57.2	-10.9	-11.9
资产负债率	60.84%	60.76%	57.99%	28.75%	32.57%	34.51%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	1	1	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>

来源：朝阳永续

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

### 最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-20%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：(8621)-61038271  
传真：(8621)-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-6621 6979  
传真：010-6621 5599-8803  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100032  
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话：0755-33516015  
传真：0755-33516020  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518026  
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B