

太辰光 (300570)

行业：通信

专业光器件制造商，光通信需求推动公司成长

太辰光是一家专注于以光纤连接器、陶瓷插芯为主的光无源器件的研发、设计、制造及销售的高新技术企业，在产品细分行业处于领先地位。公司本次公开发行股份数量不超过 3,194.4 万股，占发行后总股本的比例不超过 25.00%。首次公开发行价格 20.59 元，申购日期为 2016 年 11 月 24 日。

投资要点：

◇ 光纤连接器和陶瓷插芯是公司目前最主要的两款产品，收入占比基本在 90%以上；公司产品以境外销售为主，境外销售占比在 70%以上。公司产品在细分行业占据一定市场份额，2015 年光纤连接器和陶瓷插芯全球产量占比分别为 4.6%和 7.3%。

◇ 公司第一大客户 TR 销售收入占比近年来均在 50%以上，对公司影响重大。2016 年由于 TR 采购结构变化导致公司对 TR 销售收入的同比大幅下降，是公司 2016 年营业收入预计同比下滑的主要原因。

◇ 公司产品的市场需求主要来自快速增长的光纤通讯市场，光纤到户的普及、数据中心以及无线基站的建设有效推动光器件市场的成长。预测期内光纤连接器与陶瓷插芯在全球以及中国市场都预计可实现稳定较快增长。

◇ 本次募集资金用于光器件生产基地建设项目和研发中心建设项目，将可大幅提升公司产能，提高产品质量，降低生产成本，提升公司的自主研发能力和科技成果转化能力，巩固公司在光器件细分领域的技术优势，增强公司核心竞争力。

◇ 我们预计公司 2016~2018 年营业收入分别为 41,356 万元、51,695 万元、62,035 万元；归母净利润 8,743 万元、11,750 万元、13,575 万元；每股收益 0.67 元、0.90 元、1.05 元。参照可比公司 2016PEG 水平，给予太辰光 21~26 元目标价格区间。建议申购。

◇ **风险提示：**收入增速与预期不符风险，单一客户占比较高风险，毛利率下行风险，市场估值水平波动风险

主要财务指标：

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (万元)	50,215.77	41,356.35	51,695.43	62,034.52
归母净利润 (万元)	11,644.43	8,743.41	11,750.35	13,574.88
毛利率	36.70%	35.67%	35.67%	35.67%
ROE	30.86%	8.07%	10.02%	10.65%
EPS (摊薄)	1.19	0.67	0.90	1.05
P/E	17.29	30.87	22.82	19.70
P/B	5.23	2.43	2.24	2.06

作者

署名：卢凌熙

S0960516080001

0755-82026864

lulingxi@china-invs.cn

新股发行价格(元)： 20.59

基本资料

新发行股本(万股)	3,194.4
发行后总股本(万股)	12,777.6
发行前摊薄 EPS ²⁰¹⁵ (元)	1.19
发行后摊薄 EPS ^{2016E} (元)	0.67
发行前每股净资产(元)	3.94
申购日期	2016/11/24

相关报告

目 录

一、公司概况	4
二、公司经营情况分析	4
1、致力于光器件产品生产，光纤连接器和陶瓷插芯为核心产品.....	4
2、上游原材料国产化，下游光纤通讯市场稳定增长.....	5
3、占据一定市场份额，竞争压力相对较大.....	6
4、第一大客户占比超 50%，受单一客户影响大.....	6
三、公司财务状况分析	7
1、光纤连接器和陶瓷插芯贡献主要收入，境外市场为主要销售区域.....	7
2、各产品毛利率走势不同，公司整体回报水平稳定.....	8
3、营业收入近年来快速增长，2016 年预计出现下滑.....	9
四、市场前景分析	10
1、光纤入户.....	11
2、新型数据中心.....	11
3、无线基站.....	12
4、光纤连接器市场展望.....	12
5、陶瓷插芯市场展望.....	13
五、募投项目分析	13
六、盈利预测与估值	14
1、盈利预测.....	14
2、估值.....	15
七、风险提示	16
1、收入增速与预期不符风险.....	16
2、单一客户占比较高风险.....	16
3、毛利率下行风险.....	16
4、市场估值水平波动风险.....	16

图目录

图 1	公司本次发行前股东结构	4
图 2	公司主营产品上下游	6
图 3	历年前五大客户销售收入占比	7
图 4	主营产品收入结构——产品类别	8
图 5	主营产品收入结构——区域	8
图 6	毛利率&净利率	8
图 7	三项费用占比	9
图 8	ROE	9
图 9	营业收入	10
图 10	多光纤产品占光纤连接器销售比重	10
图 11	陶瓷插芯销量与单价	10
图 12	全球 FTTH 用户数 (百万户)	11
图 13	中国 FTTH/O 用户数及占比 (百万户)	11
图 14	全球数据中心市场规模 (亿美元)	12
图 15	中国数据中心市场规模 (亿人民币)	12
图 16	全球光纤连接器市场	13
图 17	中国光纤连接器市场	13
图 18	全球陶瓷插芯市场	13
图 19	中国陶瓷插芯市场	13

表目录

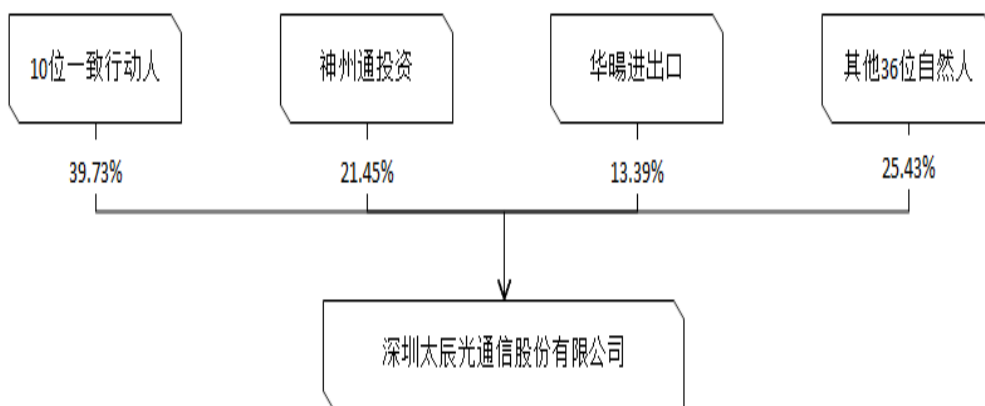
表 1	主营产品简介	5
表 2	ROE 杜邦分析	9
表 3	募集资金投资使用计划	14
表 4	2016 年营业收入预估	15
表 5	可比公司	15

一、公司概况

太辰光是一家专注于以光纤连接器、陶瓷插芯为主的光无源器件的研发、设计、制造及销售的高新技术企业，在产品细分行业处于领先地位。公司在核心产品的基础上不断拓展产品线，为全球客户提供多样化的产品和全方位的服务。

本次公开发行前，太辰光的第一大股东为深圳市神州通投资集团有限公司，持股比例为 21.45%；第二大股东为华暘进出口（深圳）有限公司，持股比例为 13.39%。但公司的控股股东及实际控制人为张致民、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 10 位一致行动人，该 10 位一致行动人合计持有公司 39.73% 的股权。公司另有 36 位自然人股东合计持有剩余的 25.43% 股权。

图 1 公司本次发行前股东结构



资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

太辰光本次公开发行的股份数量不超过 3,194.4 万股，占本次发行后总股本比例不超过 25%。本次发行全部为新股发行，原股东不公开发售股份。本次公开发行后，10 位一致行动人持有的公司股权比例将下降为 29.80%，公司股权结构较为分散。

二、公司经营状况分析

1、致力于光器件产品生产，光纤连接器和陶瓷插芯为核心产品

太辰光一直致力于光器件领域产品的研发生产，不断扩展产品线，目前主要产品有光纤连接器、陶瓷插芯、光分路器、光纤传感器等，以光纤连接器、陶瓷插芯为主。

光纤连接器是实现光纤冷接的主要器件，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，是目前使用最多的光无源器件。

陶瓷插芯是光纤连接器的核心部件，成本占比超 50%，主要用于光纤对接时的精确定位，是光纤通信网络中最常用的精密定位件。陶瓷插芯最主要的应用领域也是光纤连接器，约 72%的陶瓷插芯应用于光纤连接器。

表 1 主营产品简介

产品种类	产品简介
光纤连接器	包括各种接头的单芯连接器、束状多芯连接器、适用于集成化、高密度连接的 MPO/MTP 连接器等
陶瓷插芯	包含 SC、LC 等类型的常规单模、多模插芯，以及客户定制的各类不同内径、外径、长度的非标插芯
光分路器	包括 PLC 分路器、耦合器和波分复用器等
光纤传感产品	包括光纤光栅、光纤传感器以及光纤光栅传感分析仪、分布式光纤传感系统等产品
其他光器件产品	包括光纤衰减器、适配器、连接头等产品

资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

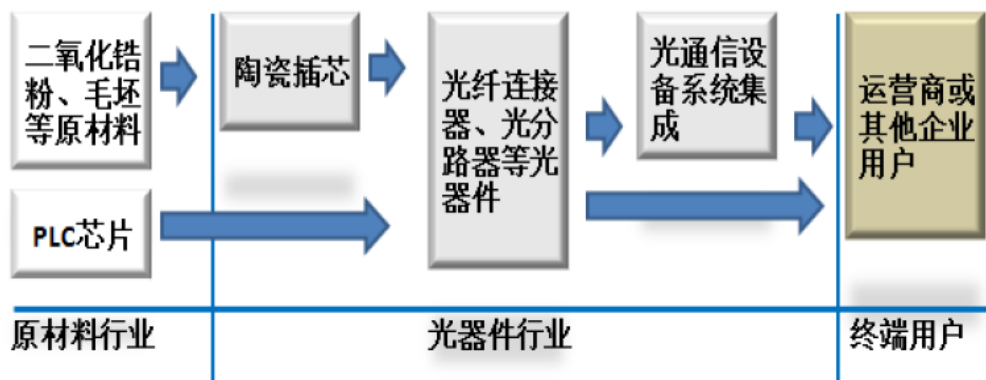
2、上游原材料国产化，下游光纤通讯市场稳定增长

公司主营产品——光纤连接器以及陶瓷插芯的上游主要为陶瓷插芯毛坯、二氧化锆粉、光纤光缆等，下游客户则主要为通信网络运营商以及互联网公司等企业用户。

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。光纤连接器的主要原材料为陶瓷插芯和光纤光缆，公司所用陶瓷插芯均为自主生产，光纤光缆的供应商也基本由国内企业取代美日企业。上游原材料的国产化将有助于生产成本的降低。

公司产品的市场需求主要来自快速增长的光纤通讯市场，光纤到户的普及、数据中心以及无线基站的建设将有效推动光器件市场的成长。

图 2 公司主营产品上下游



资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

3、占据一定市场份额，竞争压力相对较大

据中国电子元件行业协会，2015 年全球光纤连接器产值约 11.1 亿美元（约 72 亿人民币），公司光纤连接器产值约 3.28 亿人民币，占全球总产量约 4.6%。2015 年全球陶瓷插芯产值约为 3.4 亿美元（约 22 亿元人民币），公司陶瓷插芯产值约 1.6 亿人民币，占全球总产量约 7.3%。公司两大类产品在细分行业中均占据一定地位。

目前全球陶瓷插芯的生产已基本转移至中国，国内陶瓷插芯产量超全球产量的 95%；光纤连接器的制造同样快速向我国转移，我国也已经成为全球最大的光纤连接器生产基地。国内企业在全中国光器件产业向中国转移集中的过程中有望持续获益。

公司在光纤连接器产品上的竞争对手主要有泰科电子、安菲诺、莫仕、3M 等国际一流光器件制造商，以及国内领先企业如中国光纤、富士康、天孚通信等。

公司在陶瓷插芯产品上的竞争对手主要来自国内，其主要竞争对手有三环集团（陶瓷插芯全球产量第一）、富士康（全球第一大电子代工制造商）、日本爱德曼（日本第一大陶瓷插芯制造商）等。

与国内外的主要竞争对手相比，公司体量相对较小，在技术层面也不具备明显优势，公司面对的竞争压力相对较大。

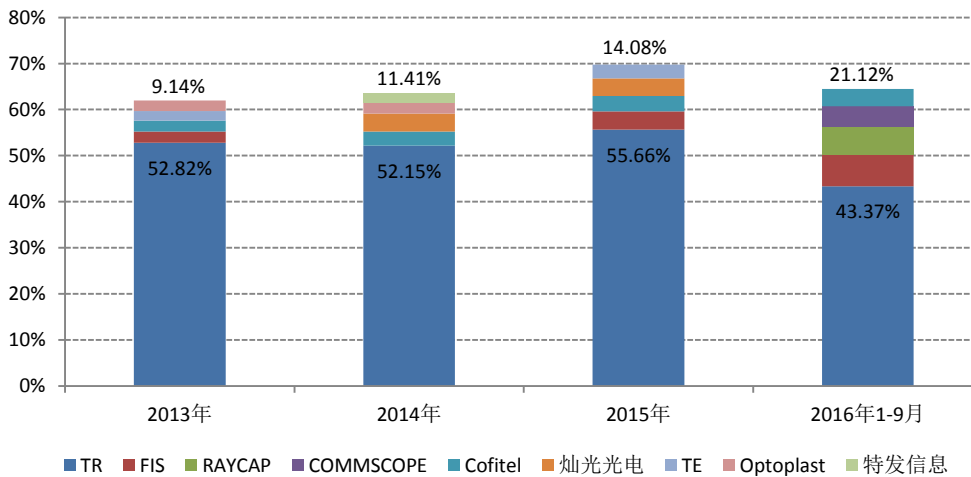
4、第一大客户占比超 50%，受单一客户影响大

TR MANUFACTURING,LLC.（以下简称 TR）是美国硅谷的一家企业，于 2008 年与公司建立合作关系，向公司采购的产品主要为光纤连接器，是公司第一大客户。2013~2015 年 TR 销售收入占比均超过 50%，对公司有着重大影响。由于 2015 年下半年以来 TR 采购产品结构变化以及需求波动，2016 年 1-9 月公司对 TR 销售收入同比减少 35.95%，对 TR 销售收入占比较 2015 年下降 12.29 个百分点，公司 2016 年收

入受到重大负面影响。受单一客户影响较大是公司目前面临的主要风险点之一。

公司第二至第四大客户合计销售收入占比和绝对值近年来呈上升态势，收入占比由 2013 年的 9.14% 上升至 2016 年 1-9 月的 21.12%；收入绝对值由 2013 年的 3,180 万元增长至 2015 年的 7,071 万元，高于公司整体收入增速，公司除 TR 外主要客户的影响日趋增大。

图 3 历年前五大客户销售收入占比



资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

三、公司财务状况分析

1、光纤连接器和陶瓷插芯贡献主要收入，境外市场为主要销售区域

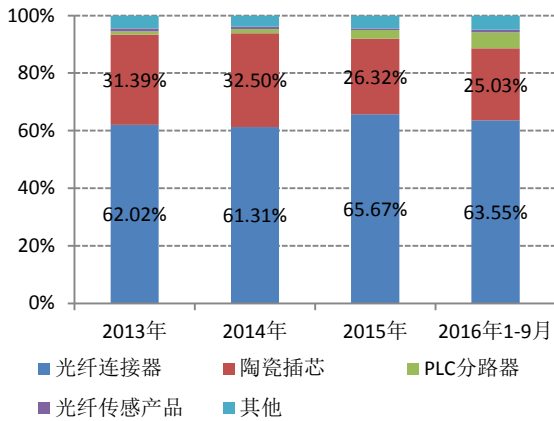
太辰光主营业务突出，主营业务收入占比超 99%，主要来源于光无源器件产品的销售。

太辰光最主要的两类产品为光纤连接器和陶瓷插芯，2013~2015 年二者合计收入占比均在 90% 以上。2016 年 1-9 月二者合计收入占比为 88.58%，其中光纤连接器 63.55%、陶瓷插芯 25.03%。光纤连接器收入占比稳定在 60% 以上，而陶瓷插芯收入占比有所下滑，从 2014 年的 32.50% 下降到 2016 年 1-9 月的 25.03%。

近年来，PLC 分路器逐步取代光耦合器成为 FTTH 构架下实现分光的核心部件，公司 PLC 分路器收入也逐年增长，从 2013 年的 1.09% 增长至 2016 年 1-9 月的 5.58%，公司对如 PLC 分路器、光纤传感器等新产品的投入开始取得一定成效，未来随着市场的逐步成熟，这些产品有望成为公司新的收入来源。

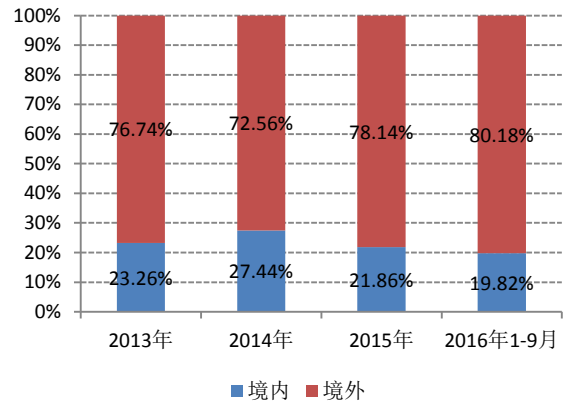
从销售区域来看，公司主要收入来自境外，销售占比维持在 70% 以上，且近两年呈上升走势。2016 年 1-9 月公司境内、境外销售收入占比分别为 19.82%、80.18%。

图 4 主营产品收入结构——产品类别



资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

图 5 主营产品收入结构——区域



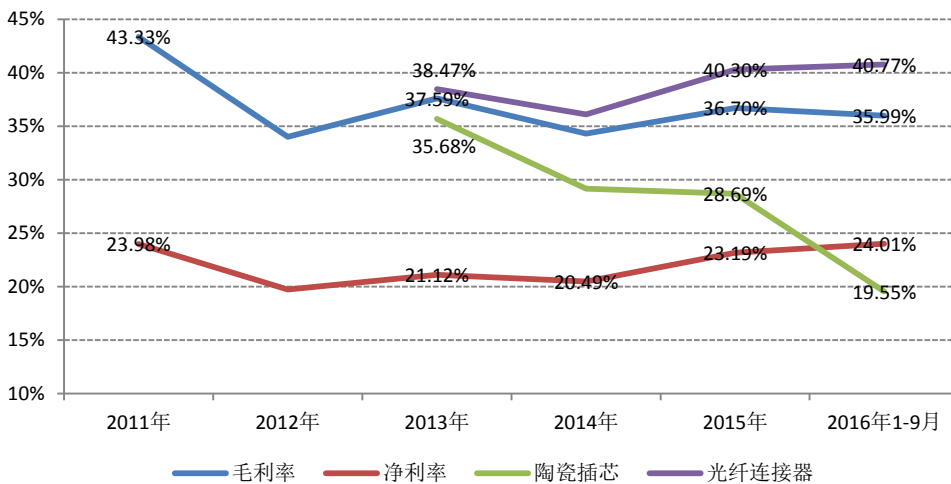
资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

2、各产品毛利率走势不同，公司整体回报水平稳定

太辰光 2013~2016 年 1-9 月综合毛利率呈小幅波动走势，主要是因为主营产品结构变化和毛利率变化，2016 年 1-9 月公司综合毛利率为 35.99%。

陶瓷插芯受行业扩产、市场竞争加剧影响，单价不断下滑，毛利率呈下行趋势，由 2013 年的 35.68% 下降到 2016 年 1-9 月的 19.55%，降幅明显。光纤连接器产品毛利率有所波动，但由于其附加值相对较高，毛利率水平相对稳定，2016 年 1-9 月为 40.77%，同比 2015 年增长 0.47 个百分点。

图 6 毛利率&净利率



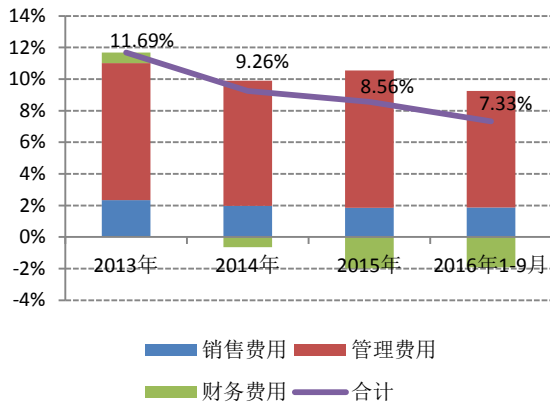
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

公司在销售规模持续增长情况下，费用率却呈下行走势，由 2013 年的 11.69% 下降到 2016 年 1-9 月的 7.34%。由于公司销售主要通过维护老客户以及每年参加固定的国内外通信行业展览拓展新客户实现，销售、管理费用均较为稳定，费用增幅低于营业收入增幅，因此费用率逐年走低。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

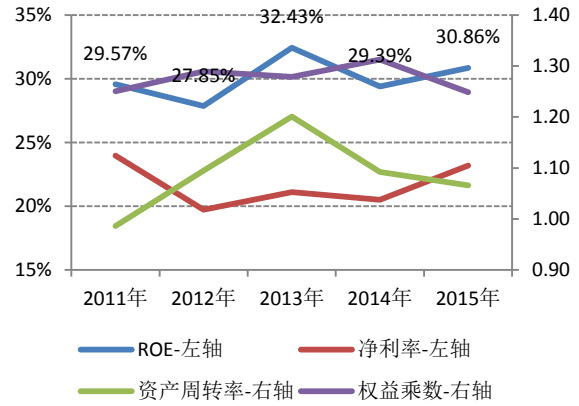
公司净利率受费用率持续下行影响，近年来呈增长态势，由 2013 年的 21.12% 增长至 2016 年 1-9 月的 24.01%。目前公司费用率已经处于较低区间，且显著低于可比公司水平，未来通过经营费用率下降带来的净利率提升空间有限。

图 7 三项费用占比



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 8 ROE



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

太辰光 ROE 水平近年来有所波动但整体相对平稳，2015 年 ROE 为 30.86%。从杜邦分析来看，公司净利率对回报水平走势的影响相对更为明显。

表 2 ROE 杜邦分析

	2011	2012	2013	2014	2015
净利率	23.98%	19.73%	21.12%	20.49%	23.19%
资产周转率	0.99	1.09	1.20	1.09	1.07
权益乘数	1.25	1.29	1.28	1.31	1.25
ROE	29.57%	27.85%	32.43%	29.39%	30.86%

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

3、营业收入近年来快速增长，2016 年预计出现下滑

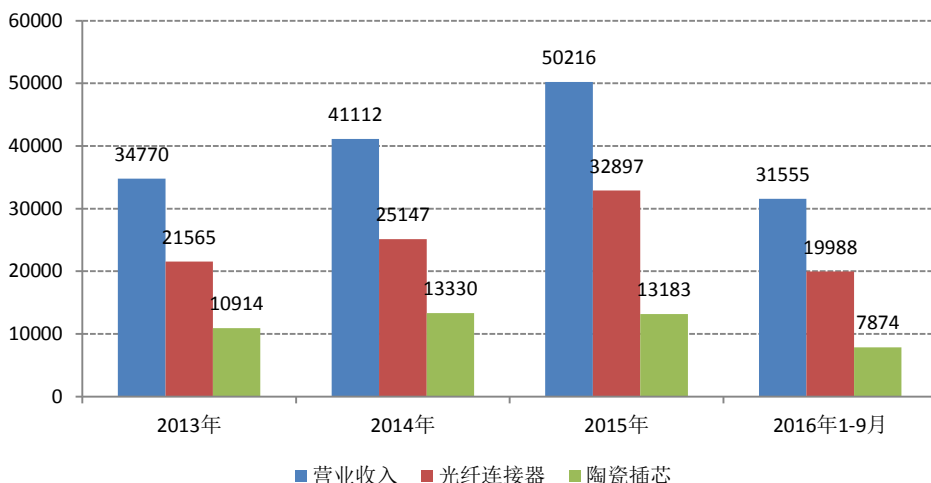
太辰光 2013~2015 年营业收入实现快速增长，而 2016 年受第一大客户 TR 影响，预计全年同比出现明显下降。

光纤连接器。公司 2014~2015 年光纤连接器销售收入分别同比增长 16.61%、30.82%，公司对第一大客户 TR 销售收入的快速增长是主要原因。2014~2015 年公司对 TR 的光纤连接器销售收入分别占当年光纤连接器销售总收入的 85.25%和 85.79%。光纤连接器细分产品差价较大，价差主要受芯数、长度以及规格等因素影响，连接芯数越多、长度越长则售价越高。2014~2015 年以 MTP 为主的多光芯光纤连接器销售数量持续提升，且光纤连接器平均芯数增多，推动光纤连接器销售收入增长。2016 年受 TR 采购结构变化影响——我们推测是 TR 对多光纤连接器数量以及平均芯数的需求大幅减少，因此光纤连接器销售收入同比下降明显。

陶瓷插芯。公司 2014~2015 年陶瓷插芯销售收入分别同比增长 22.14%、-1.11%。

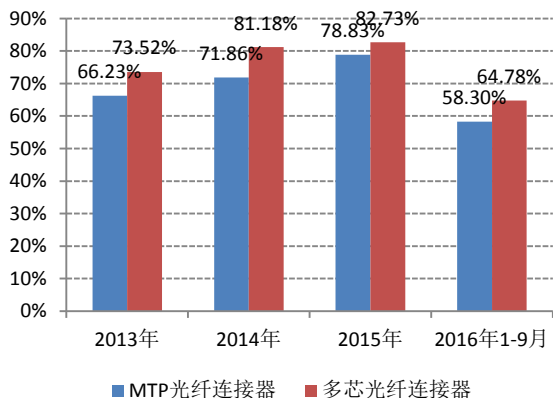
受益于光通信行业的发展，公司陶瓷插芯的销量逐步提升；而同时受行业扩产的影响，陶瓷插芯的售价则呈下行走势。2015 年公司陶瓷插芯销量增长的幅度小于单价下降的幅度，因此当年收入同比下降 1.11%。2016 年 1-9 月陶瓷插芯售价较 2015 年下滑 24%，而销量却不能实现如此增长，我们预计 2016 年陶瓷插芯销售收入仍难以实现增长。

图 9 营业收入



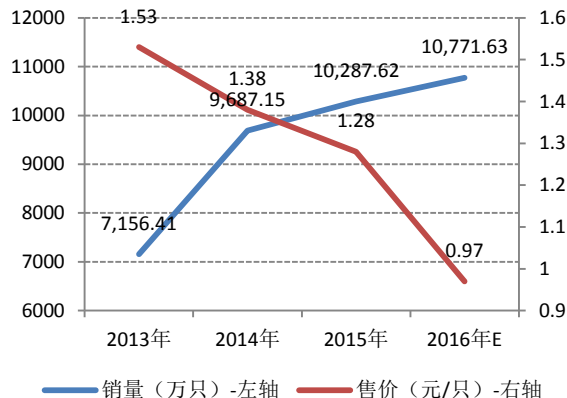
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 10 多光纤产品占光纤连接器销售比重



资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

图 11 陶瓷插芯销量与单价



资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

四、市场前景分析

光纤通信是利用光导纤维传输光波信号的一种通信方式，与传统的以铜电缆为介质的通信方式相比，光纤通信具有传输频带宽、通信容量大、传输损耗低、中继距离长等优点，因而成为近年来发展最快的一种通信方式。尤其是在当今数据量呈爆发性增长的情况下，对通信网络传输的带宽和速率提出了极高要求，10G、40G、100G 乃至 400G 速率以太网标准不断提出，在速率大于 10G 时，用光纤连接和传输是目前唯一可行的方案。

1、光纤入户

随着技术的进步，光纤通信已经实现了在核心网和城域网的全面使用，在城域网的局端与用户之间的连接也开始普及。根据光纤深入用户的程度，可分为是光纤到大楼 (FTTB)、光纤到交接箱 (FTTCab)、光纤到路边 (FTTC)、光纤到桌面 (FTTD)、光纤到驻地 (FTTP)、光纤到办公室 (FTTO)、光纤到用户 (FTTH)，统称“FTTX”。FTTX 的接入网接续节点多，需要大量光纤连接器、光分路器等光器件实现节点之间的连接与分路。据中国电子元件行业协会，2015 年全球 FTTH 用户数为 2.7 亿户，预计到 2017 年全球 FTTH 用户数将达到 3.5 亿户，较 2015 年增长 30%。中国互联网宽带用户在快速增长的同时，FTTH/O 用户数及占比同样迅速增长，2016 年 9 月 FTTH/O 用户数达 2.1 亿户，同比增长 106%；FTTH/O 用户数占互联网宽带用户数比重为 72%，同比增长 24 个百分点。光纤接入已经替代传统的 DSL 和 Cable 接入成为新的主流宽带接入方式。

图 12 全球 FTTH 用户数 (百万户)

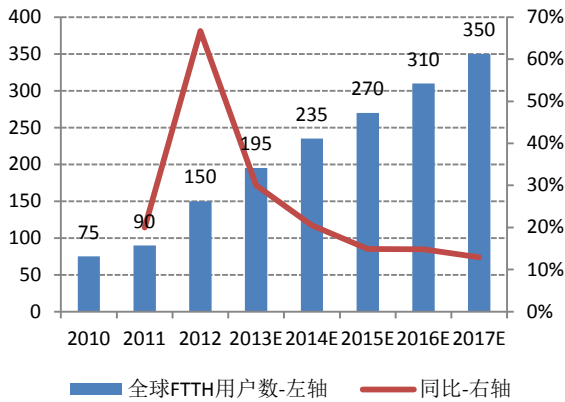
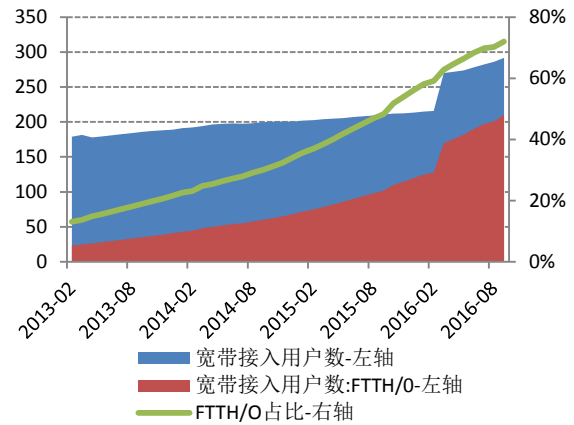


图 13 中国 FTTH/O 用户数及占比 (百万户)



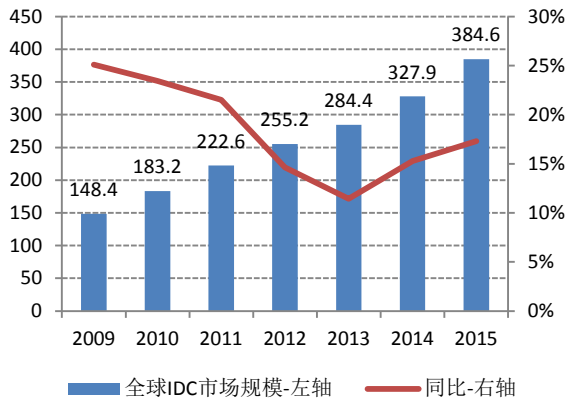
资料来源：中国电子元件业协会、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

2、新型数据中心

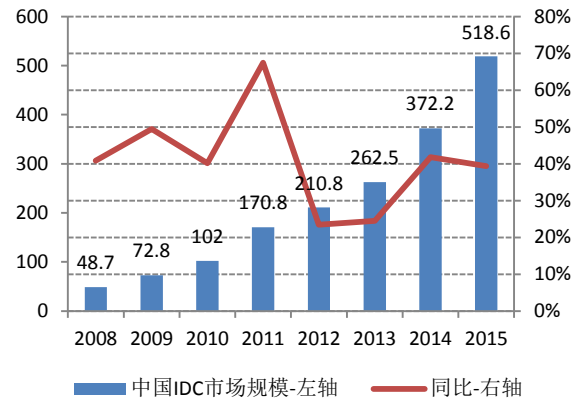
互联网逐步渗透到生活的方方面面，需要处理和存储的数据量迅猛增长，推动了新型数据中心的投资建设。现代新型数据中心布线系统需要大幅提升带宽，传统的铜缆连接在连接密度、信号损耗、传输速率、维护性等方面已不能满足要求。因此采用光纤传输替代铜缆实现数据中心升级的趋势日益明显。近几年全球数据中心市场规模实现了快速增长，2015 年市场规模为 385 亿美元，同比增长 17%。中国数据中心市场规模增速要显著高于全球增长，2015 年市场规模为 519 亿人民币，同比增长 39%。在互联网融合不断深入以及新技术应用（物联网、人工智能、VR 等）的快速发展的局面下，我们认为未来新建数据中心以及现有数据中心的升级改造都将有效推动光纤连接市场的发展。

图 14 全球数据中心市场规模 (亿美元)



资料来源：中国 IDC 圈、中国中投证券研究总部

图 15 中国数据中心市场规模 (亿人民币)



资料来源：中国 IDC 圈、中国中投证券研究总部

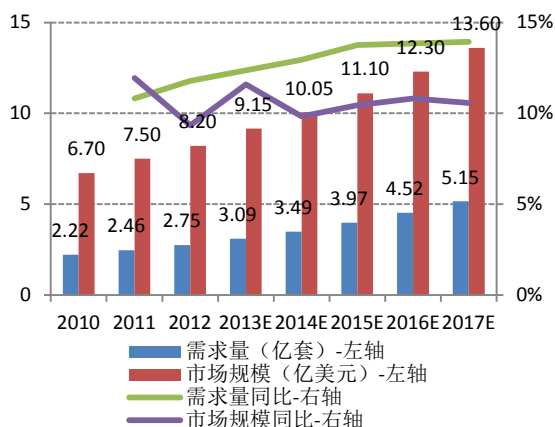
3、无线基站

以智能手机为主的移动电子设备快速普及，对无线通讯的需求日益增强，因而无线基站的建设将不断加快。和传统铜电缆解决方案相比，光纤有可支持更长连线距离、更高数据传输率、更低建设维护成本等诸多优势，因此已被广泛用于无线基站的建设中。2015 年底我国 4G 用户 3.86 亿户，渗透率 29.6%；2016 年 8 月 4G 用户达 6.60 亿户，渗透率 50.42%，我国 4G 用户快速增长。2015 年底我国 4G 基站 177 万个，同比增长 92 万个；2016 年 5 月 4G 基站达到 210 万个，4G 基站受需求端推动快速增长。未来随着 4G 的渗透以及诸如 5G 等通讯技术的持续革新，无线基站将不断建设和升级进而推动光器件产品销售。

4、光纤连接器市场展望

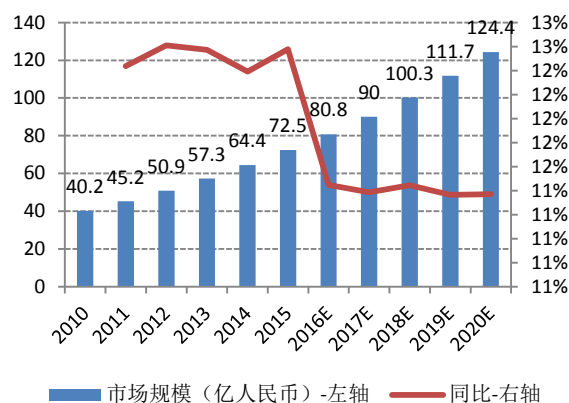
据中国电子元件行业协会 2012 年数据，预计 2016 年全球光纤连接器需求量为 4.52 亿套，市场规模 12.3 亿美元，到 2017 年全球需求量将达到 5.15 亿套，市场规模 13.6 亿美元，增长率分别为 13.94%和 10.57%。据中国电子元件行业协会 2015 年数据，2016 年中国光纤连接器市场规模预计为 80.8 亿人民币，到 2018 年可达 100.3 亿人民币，年均复合增速为 11.41%。

图 16 全球光纤连接器市场



资料来源：中国电子元件业协会、中国中投证券研究总部

图 17 中国光纤连接器市场

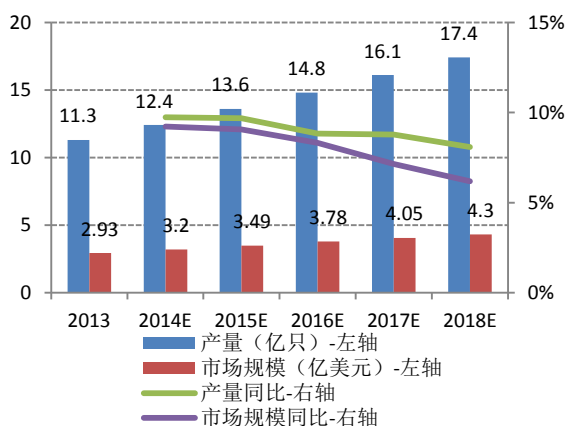


资料来源：中国电子元件业协会、中国中投证券研究总部

5、陶瓷插芯市场展望

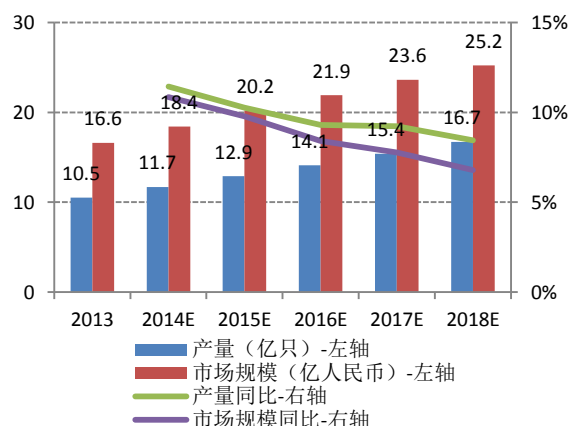
据中国电子元件行业协会 2013 年数据，2016 年全球陶瓷插芯产量预计为 14.8 亿只，市场规模 3.78 亿美元，到 2018 年全球产量将达到 17.4 亿只，市场规模 4.3 亿美元，年均复合增长率分别为 8.42%和 6.66%。2016 年中国陶瓷插芯产量预计为 14.1 亿只，市场规模 21.9 亿人民币，到 2018 年中国陶瓷插芯产量将达到 16.7 亿只，市场规模 25.2 亿人民币，年均复合增速分别为 8.83%和 7.27%。

图 18 全球陶瓷插芯市场



资料来源：中国电子元件业协会、中国中投证券研究总部

图 19 中国陶瓷插芯市场



资料来源：中国电子元件业协会、中国中投证券研究总部

美国作为全球科技发展最为快速的国家，对网络基础设施以及数据中心等的建设一直都处在全球领先地位。欧洲虽宽带普及率居全球领先，但近年来受债务危机影响，光器件市场需求增长缓慢。由于公司产品主要销往美国和中国市场，因此我们认为未来公司产品销售增速将高于全球平均增速。

五、募投项目分析

太辰光本次募集资金的投资项目已经通过董事会和股东大会的审批，并已取得政府

相关部门的核准。在募集资金到位前，公司将根据项目实际进度以自筹资金先行投入，募集资金到位后置换已支付款项。若实际募集资金不能满足项目投资需要，资金缺口将由公司以银行贷款或自筹资金解决。本次募集资金拟用于以下项目：

表 3 募集资金投资使用计划

序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	募集资金投资额 (万元)	项目备案意见号	环评批复文件
1	光器件生产基地建设项目	67,470	54,426.77	深坪山发财备案 [2015]00840084 号	深坪环批 [2015]158 号
2	研发中心建设项目	7,702	7,702	深坪山发财备案 [2015]00830083 号	深坪环批 [2015]158 号
合计		75,172	62,128.77		

资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

光器件生产基地建设项目。项目将于深圳坪山建设新的生产基地，项目土地已于 2014 年末取得，2016 年公司已用自有资金开始厂房建设。本项目将对公司各类产品线进行扩产，将可大幅提升公司产能，并对现有陶瓷插芯生产线进行升级改造，以提高产品质量、提升自动化程度、降低生产成本。项目建设达产后预计可新增年产毛坯 20,400 万只、陶瓷插芯 12,000 万只，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。

研发中心建设项目。本项目是光器件生产基地建设项目的重要配套和补充，研发中心可为生产其提供技术支持和保障，可提升公司的自主研发能力和科技成果转化能力，巩固公司在光器件细分领域的技术优势，增强公司核心竞争力。

本次募集资金投资项目完全达产后（T+4 年，T 为本次募资到位时点），预计年均营业收入和年均净利润将分别增加约 64,100 万元和 10,500 万元，分别是 2015 年营业收入和净利润的 128%和 90%。

六、盈利预测与估值

1、盈利预测

（1）我们采用两种方法对太辰光 2016 年营业收入做出预测：

方法一、我们假设：I.核心产品（光纤连接器、陶瓷插芯）2016 年全年产能等于 2016 年 1-9 月产能的 4/3；II.核心产品 2016 年产能利用率等于 2016 年 1-9 月产能利用率；III.核心产品 2016 年产销率等于 2016 年 1-9 月产销率；IV.核心产品 2016 年单价等于 2016 年 1-9 月单价；V.核心产品收入占总收入的 90%。由此我们预估公司 2016 年营业收入为 41,224 万元。

表 4 2016 年营业收入预估

		产能 (万只)	产能利用率	产量 (万只)	产销率	销量 (万只)	单价 (元/只)	收入
核心	陶瓷插芯	14,407.80	84.64%	12,194.76	88.33%	10,771.63	0.97	10,448.48
产品	光纤连接器	990.00	120.29%	1,190.87	99.96%	1,190.39	22.39	26,652.94
	其他产品							4,122.38
	合计							41,223.80

资料来源：中国中投证券研究总部

方法二、公司 2016 年 1-9 月实现营业收入 31,555 万元，公司 2013~2015 年四季度营业收入占全年收入比重较为稳定，因此我们假设公司 2016 年四季度收入为全年收入的 24% (2013~2015 年均值)，由此我们预估公司 2016 年营业收入为 41,489 万元。

我们取两种预测方法的平均值，预估太辰光 2016 年营业收入为 41,356 万元，同比下降 17.64%。

(2) 我们假设公司第一大客户 TR 在预测期内与公司合作关系稳定，不会发生减少或停止向公司采购产品的行为，且能保持一定增长。

(3) 考虑到公司产品主要销往需求增速较快的美国和中国市场，以及公司目前体量相对较小，因此我们预计公司 2017、2018 年能实现高于行业平均增速的增长，2017、2018 年分别同比增长 25%、20%。

(4) 我们假设 2016~2018 年公司综合毛利率将保持稳定 (其中光纤连接器可延续历年稳定水平，陶瓷插芯将受益于生产线升级改造结束毛利率下滑走势)，综合毛利率为 2014~2016 年 1-9 月平均值——35.67%。

基于以上核心假设，我们预计公司 2016~2018 年营业收入分别为 41,356 万元、51,695 万元、62,035 万元；归母净利润 8,743 万元、11,750 万元、13,575 万元。2016 年公开发行股票成功后，公司股本将由 9,583.2 万增至 12,777.6 万，对应 2016~2018 年 EPS (摊薄) 分别为 0.67 元、0.90 元、1.05 元。按照公司首次公开发行 20.59 元的定价，公司发行时 2016PE 为 30.73。

2、估值

目前上市公司中并没有与公司主营产品完全一致的标的，因此我们选取了与公司业务有部分重合或相似性较强的光通信设备制造业中的企业作为可比对象。

表 5 可比公司

可比公司	公司简介
三环集团	全球最大光纤陶瓷插芯生产商
天孚通信	业界领先的光纤连接精密元件制造商
光迅科技	中国最大光通信器件供货商
通鼎互联	从事光纤、通信电缆、通信光缆等光通信产品制造

特发信息	经营光纤光缆、电子元器件、光通讯设备					
2016 预测	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	ROE	EPS (元)	PE	PEG
三环集团	320,122	106,201	19.81%	0.61	28.41	1.12
天孚通信	30,800	13,354	16.98%	0.72	54.41	1.56
光迅科技	422,097	31,741	10.89%	1.51	56.69	1.63
通鼎互联	443,681	53,366	15.48%	0.45	38.08	0.92
特发信息	459,457	20,594	11.65%	0.66	43.39	1.19
				平均数	44.20	1.28
				中位数	43.39	1.19
太辰光	41,356	8,743	8.07%	0.67		

注：1、2016 年预测均为万得一致预测数据

2、PEG 中 G 为 2016~2018 年万得一致预测 EPS 年均复合增速

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

5 家业务可比公司 2016PEG 平均数为 1.28，中位数为 1.19。体量与公司相当的天孚通信 2016PEG 为 1.56。

依据公司上市后向可比公司估值看齐的逻辑，我们参考可比公司 2016PEG 水平给予太辰光 2016PEG 区间 1.28~1.56，对应 2016PE 区间 32~39，目标价格区间 21~26 元。

七、风险提示

1、收入增速与预期不符风险

我们基于有限信息对公司收入增速的预估可能与实际情况不符，实际增长率与假设之间的偏差将对盈利预测产生影响。

2、单一客户占比较高风险

公司第一大客户 TR 占公司营业收入比重大，如 TR 降低或停止对公司的采购，或改变采购策略，将对公司经营业绩产生影响重大影响。

3、毛利率下行风险

我们预计公司毛利率水平可保持稳定，如未来市场竞争日趋激烈，公司毛利率存在下降的可能。

4、市场估值水平波动风险

因使用可比公司进行相对估值，未来若出现板块整体估值波动，将对公司股价造成影响。

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	34984.92	102758.26	85194.86	82159.79
现金	14621.60	86342.56	65325.24	58436.25
应收账款/票据	11203.72	8598.26	10747.83	12897.39
其它应收款	140.38	132.67	165.84	199.00
预付账款	615.65	515.34	644.18	773.01
存货	7215.10	6169.42	7711.78	9254.14
非流动资产	12121.76	14559.77	42289.40	56870.00
固定资产	4201.22	4084.39	4034.39	3553.39
在建工程	394.86	3220.55	29493.00	44817.00
无形资产	6443.09	6427.16	6411.23	6395.30
资产总计	47106.68	117318.03	127484.25	139029.79
流动负债	9062.91	8906.43	10259.89	11624.27
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款/票据	3166.31	3183.65	3979.57	4775.48
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债	315.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	315.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	9377.91	8906.43	10259.89	11624.27
股东权益	37728.77	108411.60	117224.37	127405.53
股本	9583.20	12777.60	12777.60	12777.60
资本公积	2334.08	64912.37	64912.37	64912.37
留存收益	25811.49	30721.63	39534.39	49715.55
归属母公司股东权益	37728.77	108411.60	117224.37	127405.53
负债和股东权益	47106.68	117318.03	127484.25	139029.79

现金流量表				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	12815.43	13586.38	9441.58	11888.85
净利润	11644.43	8743.41	11750.35	13574.88
折旧摊销	1575.72	1420.10	1438.78	1693.30
利息费用	-39.77	-219.32	-1295.14	-979.88
资产减值损失	243.22	168.23	210.29	252.35
营运资金变动	-4146.43	3605.09	-2500.46	-2489.55
投资活动现金流	-2504.45	-4024.16	-2881.645	-16364.00
固定资产投资	2509.50	4099.86	27633.45	16364.00
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-5013.95	-8124.02	-56449.90	-32728.00
筹资活动现金流	-2167.65	62158.74	-1642.45	-2413.84
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权筹资	0.00	65772.70	0.00	0.00
股利及利息	2587.46	3833.28	2937.59	3393.72
现金净增加额	8183.10	71720.96	-21017.32	-6888.99
期末现金余额	14621.60	86342.56	65325.24	58436.25

利润表				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	50215.77	41356.35	51695.43	62034.52
营业成本	31784.55	26605.92	33257.40	39908.88
营业税金及附加	487.33	398.33	497.91	597.49
销售费用	927.25	847.29	1059.11	1270.93
管理费用	4363.18	3489.54	4361.92	5234.31
财务费用	-993.58	-219.32	-1295.14	-979.88
资产减值损失	243.22	168.23	210.29	252.35
投资净收益	0.00	1.00	2.00	3.00
营业利润	13468.61	10066.37	13603.95	15750.45
营业外收入	251.33	230.00	230.00	230.00
营业外支出	16.72	10.00	10.00	10.00
利润总额	13703.22	10286.37	13823.95	15970.45
所得税	2058.79	1542.96	2073.59	2395.57
净利润	11644.43	8743.41	11750.35	13574.88
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	11644.43	8743.41	11750.35	13574.88
EBITDA	14285.36	11487.15	13967.59	16683.87
EPS (摊薄)	1.19	0.67	0.90	1.05

主要财务比率				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	50215.77	41356.35	51695.43	62034.52
营业利润	13468.61	10066.37	13603.95	15750.45
归属于母公司净利润	11644.43	8743.41	11750.35	13574.88
获利能力				
毛利率	36.70%	35.67%	35.67%	35.67%
净利率	23.19%	21.14%	22.73%	21.88%
ROE	30.86%	8.07%	10.02%	10.65%
ROIC	14.10%	7.73%	8.92%	9.85%
偿债能力				
资产负债率	0.20	0.08	0.08	0.08
流动比率	3.86	11.54	8.30	7.07
速动比率	3.06	10.84	7.55	6.27
营运能力				
总资产周转率	1.07	0.35	0.41	0.45
应收账款周转率	4.48	4.81	4.81	4.81
存货周转率	4.41	4.31	4.31	4.31
每股指标 (元)				
每股收益 (摊薄)	1.19	0.67	0.90	1.05
每股经营现金流	1.34	1.06	0.74	0.93
每股净资产	3.94	8.48	9.17	9.97
估值比率				
P/E	17.29	30.87	22.82	19.70
P/B	5.23	2.43	2.24	2.06

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

卢凌熙，CFA charter pending，美利坚大学金融硕士，三年证券从业经验

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434