2016 年 12 月 02 日

证券研究报告•新股分析报告

太 辰 光（300570） 通信

合理价格区间

31-39 元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

领先的光纤连接器厂商 光通信行情延续助推业绩增长

投资要点

- **国内领先的光无源器件生产商。**公司致力于研发、生产及销售光无源器件产品，包括陶瓷插芯、光纤连接器、PLC 光分路器以及光纤传感器产品等，是国内领先的陶瓷插芯生产商，2015 年公司陶瓷插芯全球市场占有率约为 6%，光芯连接器市占率约为 4.6%。公司深耕海外市场（海外营收占比高达 78.1%），并和海外客户形成了良好的业务关系。同时，IPO 募投项目将大幅提高公司产能，以满足国内大厂商的订单需求，拓宽国内市场。

- **受益“光纤到户”等政策利好，PLC 业务有望迎来爆发。**FTTH 网络中的核心光器件是 PLC 分路器，实现从通信局端 OLT 到用户 ONU 的 1×N 连接。随着光纤到户的落地，我国 FTTH 在宽带接入的占比迅速提升，未来 PLC 分路器的市场需求将进一步扩张。公司经过近几年对 PLC 制造技术的不断开发，成功开发出了 PLC 关键设备，公司的后发成本优势也有明显显露。随着“宽带中国”的进一步推进，我国光纤接入量将保持高速增长，公司 PLC 业务有望迎来爆发。

- **数据中心加速建设，陶瓷插芯、光纤连接器业务持续增长逻辑确定。**2015 年中国数据中心市场规模达到 518.6 亿元，同比增速达 39.3%，未来三年 IDC 市场增速将稳定在 35%以上。数据中心对于光器件的需求在 2016 年将增长到 29.5 亿美元，占电信市场对光器件需求的 51%，平均复合增长率达 17%，远超电信运营商对光器件的需求增速，成为光器件市场又一增长引擎。同时，流量红利持续爆发，对我国骨干网光通信网络的升级改造也将成为公司陶瓷插芯、光纤连接器业务持续增长的逻辑保障。

- **盈利预测。**估算 2016 年、2017 年和 2018 年每股收益分别为 0.77 元、0.88 元和 1.02 元。参照可比公司三环集团（300408）、烽火通信（600498）、博创科技（300548）、中航光电（002179），考虑公司的成长性，我们给予公司 2016 年 40-50 倍市盈率，对应合理询价区间为 31 元-39 元。

- **风险提示：**产品价格下降风险、原材料价格波动风险、单一客户占比较高。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	502.16	437.21	519.55	610.53
增长率	22.14%	-12.93%	18.83%	17.51%
归属母公司净利润（百万元）	116.44	98.27	112.51	130.38
增长率	38.20%	-15.61%	14.48%	15.89%
每股收益 EPS（元）	1.22	0.77	0.88	1.02
净资产收益率 ROE	30.86%	9.20%	9.74%	10.36%

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：刘言

执业证号：S1250515070002

电话：023-67791663

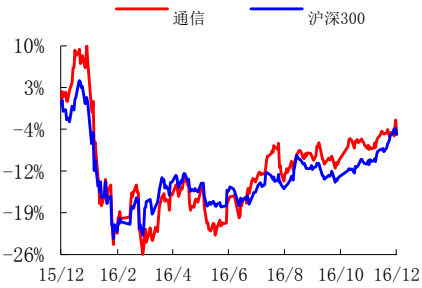
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

联系人：黄弘扬

电话：18996272777

邮箱：hhy@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：聚源数据

本次发行情况

发行前总股本(万股)	9583.2
本次发行(万股)	3194.4
发行后总股本(万股)	12777.6
2015 年每股收益(摊薄后) (元)	1.22
2015 年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后) (元)	1.19

主要指标（2015）

每股净资产	3.94
毛利率	36.7%
流动比利	3.86
速动比率	3.06
应收账款周转率	5.64
资产负债率	19.91%
净资产收益率	30.86%

相关研究

目 录

1 公司概况：国内领先的光无源器件生产商 1

2 光器件受多元因素驱动，增长势头良好 6

2.1 “光进铜退”大势所趋，光器件行业持续发力 6

2.2 数据中心在国内迎来发展周期，带动光器件需求增长 8

2.3 流量天花板尚远，光器件行业持续受益流量红利 10

2.4 政策利好，光通信建设迎来发展高峰 11

3 募投项目 12

4 盈利预测 15

图 目 录

图 1：公司主要产品简介 1
图 2：光器件应用场景 1
图 3：公司 2013 年以来主营业务收入及增速 1
图 4：公司 2013 年以来净利润及增速 1
图 5：2015 年主营业务收入构成 2
图 6：2016 前三季度主营业务收入构成 2
图 7：公司 2013 年以来主要产品毛利率 2
图 8：2012 年全球陶瓷插芯市场格局 3
图 9：2015 年公司主营业务收入按地区划分 3
图 10：光器件在光通信中的应用图示 3
图 11：公司 PLC 光分路器产品 4
图 12：公司 2013 年以来 PLC 光分路器收入及增速 4
图 13：募投项目完成后 PLC 光分路器产能变化（万只） 5
图 14：公司 2013 年以来研发费用变化 5
图 15：公司股权结构情况 6
图 16：光器件行业上下游 6
图 17：FTTH 光纤到户图示 7
图 18：2011-2015 FTTH 占比宽带接入变化 7
图 19：2010-2015 年光缆线路总长度发展情况（单位：万公里） 8
图 20：我国光芯需求量统计及预测（单位：万芯公里） 8
图 21：数据中心图示 8
图 22：中国 IDC 市场规模预测（亿元） 9
图 23：中国公有云市场规模 9
图 24：全球光器件市场需求（单位：亿美元） 9
图 25：2019 全球通信网络流量预测 9
图 26：我国通信业经济运行情况 10
图 27：2010-2016Q3 移动互联网接入流量与户均接入流量变化 10
图 28："宽带中国"发展目标与发展时间表 11
图 29：公司募投项目主要产品产能变化（万只） 12
图 30：陶瓷插芯在光通信器件中的应用比例 13
图 31：陶瓷插芯市场规模及增速预测 13
图 32：2010-2017 年全球光纤连接器市场规模发展趋势与预测（单位：百万美元） 13
图 33：FTTH 用户数量预测（单位：百万户） 14
图 34：PLC 分路器在 FTTH 网络中的应用 14

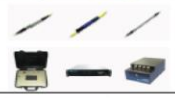
表 目 录

表 1：光缆与铜缆比较 7
表 2：近几年国家相关部门颁布的利好光器件行业发展的政策 11
表 3：募投项目 12
表 4：分业务收入及毛利率 15
附表：财务预测与估值 16

1 公司概况：国内领先的光无源器件生产商

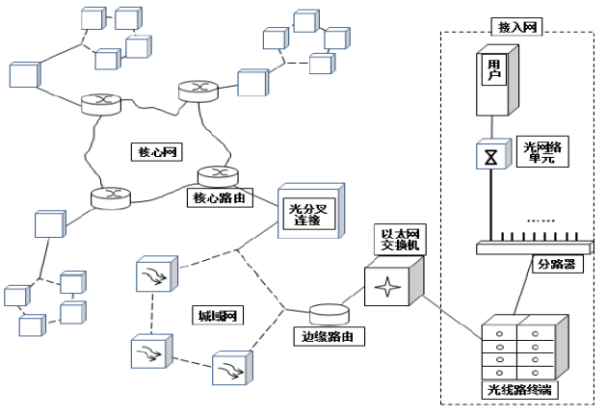
太辰光一直致力于光器件领域，以陶瓷插芯、光纤连接器为基础，同时不断延伸光器件产品线，包括光分路器、光纤传感产品等。光器件作为光纤通信设备的核心组成部分，应用领域广泛，在电信运营商、互联网企业、电力、交通等通信网络和专用网等领域中大量应用。

图 1：公司主要产品简介

产品种类	图示	公司产品简介
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
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

数据来源：公司招股书，西南证券整理

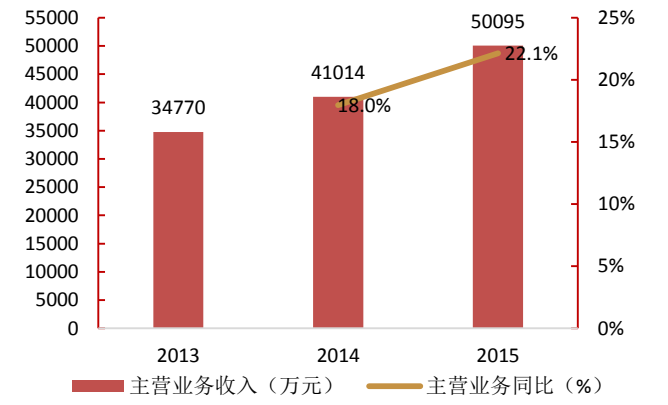
图 2：光器件应用场景



数据来源：公司招股书，西南证券整理

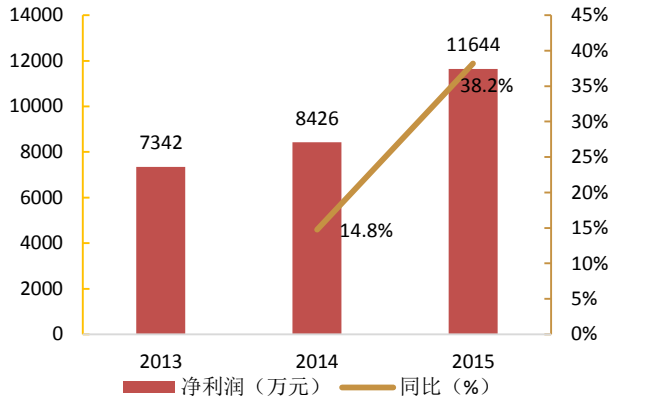
光通信行业景气，公司稳固的市场地位共同带动营收、净利高增长。公司 13-15 年营业收入和净利润复合增长率均在 20%以上，其中 2015 年实现营业收入 5 亿元，同比增长 22.1%，实现净利润 1.16 亿元，同比增长 38.2%。主要得益于：第一，光通信行业的快速发展；第二，公司在光器件行业逐步形成的市场地位和核心竞争力。

图 3：公司 2013 年以来主营业务收入及增速



数据来源：公司招股书，西南证券整理

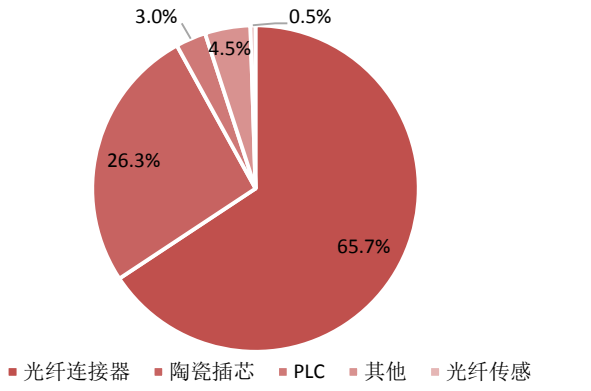
图 4：公司 2013 年以来净利润及增速



数据来源：公司招股书，西南证券整理

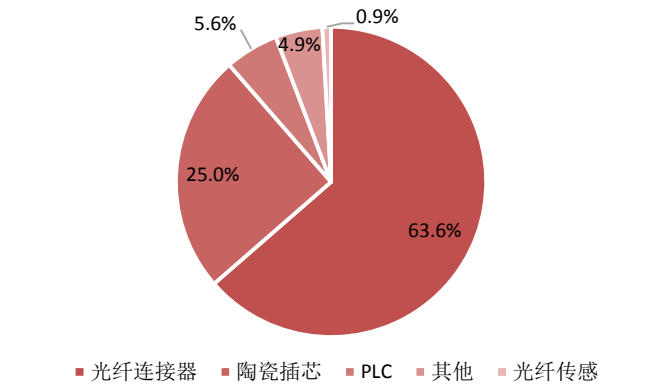
2015 年，公司**收入主要来自光纤连接器及陶瓷插芯，占比 88.6%**，其中光纤连接器占比 63.6%，陶瓷插芯占比 25.0%；从毛利率来看，两类产品贡献 93%毛利，其中光纤连接器占比 72.35%，陶瓷插芯占比 20.64%，陶瓷插芯的毛利率逐渐下降，由 13 年的 35.68%降低至今年前三季度的 19.55%，主要是由于需求量的持续增长，行业处于完全竞争态势，客户议价能力提升，陶瓷插芯的价格也和其他的工业品一样呈现逐步下跌趋势。光纤连接器的毛利持续稳定在 40%左右，处于较高水平，公司整体的毛利率在 2016 前三季度稳定在 35.81%，成本控制较好，高于行业平均。

图 5：2015 年主营业务收入构成



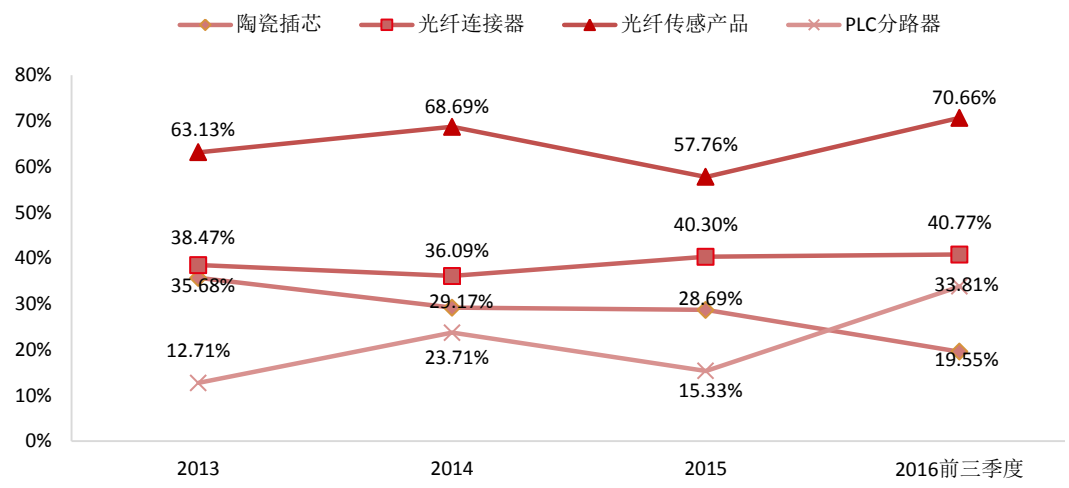
数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 6：2016 前三季度主营业务收入构成



数据来源：公司招股书，西南证券整理

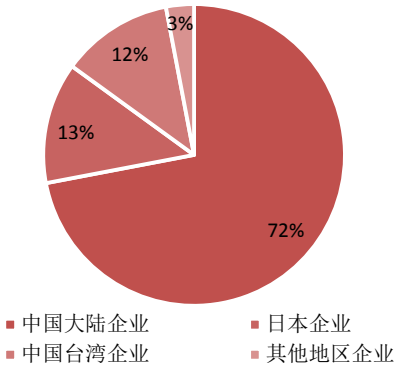
图 7：公司 2013 年以来主要产品毛利率



数据来源：公司招股书，西南证券整理

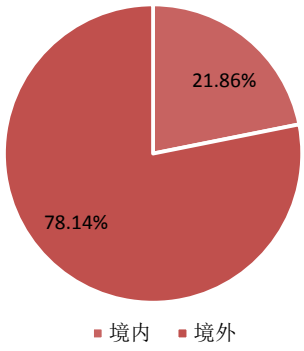
公司是国内领先的光无源器件生产商，市场占有率稳定。2015 年公司陶瓷插芯全球市场占有率约为 6%，光芯连接器市占率约为 4.6%。从地区来看，公司深耕海外市场，海外营收占比高达 78.1%，并和海外客户形成了良好的业务关系。在国内业务收入占比较小的原因主要是公司产能规模有限，不能满足国内大厂商的采购需求，而海外订单相对分散，公司产能能较好匹配海外客户需求。募集完成后，公司将实现产能大幅提高，规模扩大，有望承接国内大厂商的大额订单，从而提高国内业务收入，改善业务结构。

图 8：2012 年全球陶瓷插芯市场格局



数据来源：公司招股书，西南证券整理

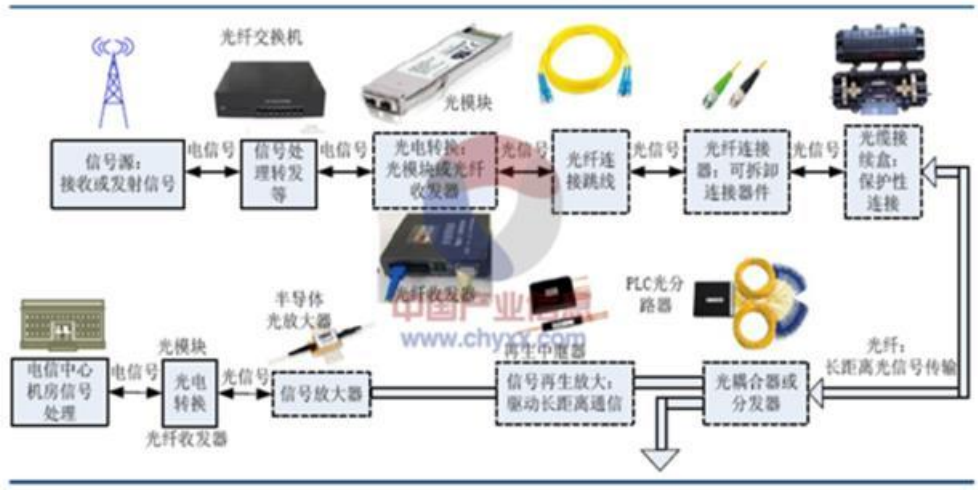
图 9：2015 年公司主营业务收入按地区划分



数据来源：公司招股书，西南证券整理

公司生产的陶瓷插芯、光纤连接器应用场景丰富，需求量稳定，市场份额稳固。在光通信中凡是依靠光纤光缆传递光信号的场景都需要光纤连接器的使用，而陶瓷插芯是光纤连接器的重要组成部分之一，是确保光纤多次任意对接的关键元件。因此光通信的加速推行有利于公司未来陶瓷插芯以及光纤连接器业务的稳定增长。

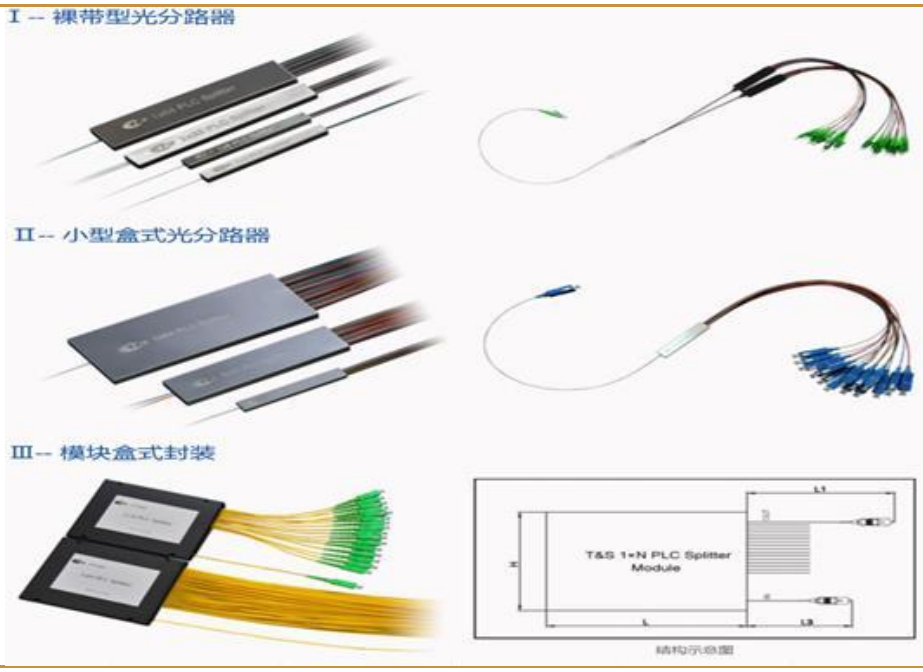
图 10：光器件在光通信中的应用图示



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

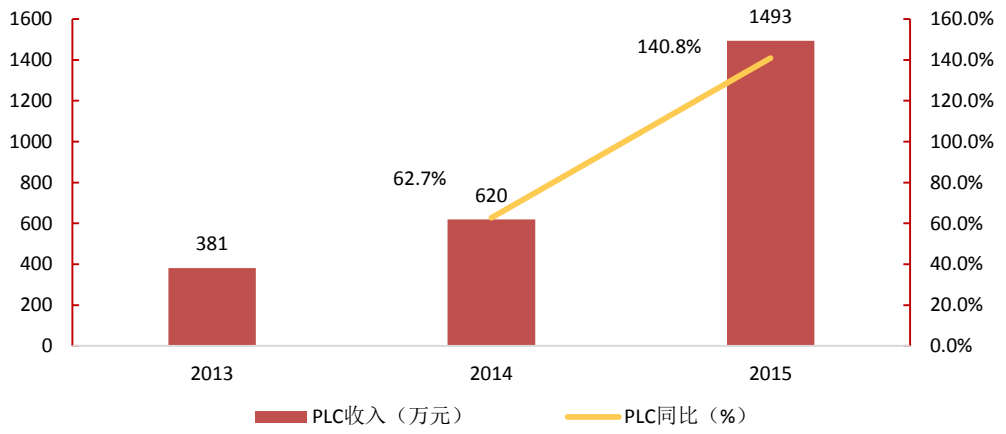
PLC 光分路器业务起航，毛利持续提升。PLC 光分路器在光信号分发上大量应用，受益于光纤到户的加速推进。公司自 14 年开始，PLC 分路器营收开始高速增长，2015 年公司 PLC 分路器产品实现收入 1493 万元，同比增长 140.5%，从公司主营收入分业务占比来看也有显著提升，2016 年前三季度已实现 5.6%的营收占比，相比 13 年仅 3%的占比，几乎翻倍。公司经过近几年对 PLC 制造技术的不断开发，成功开发出了自动化 PLC 对中封装设备，提高产品的一致性的同时，降低了成本，公司的后发成本优势也有明显显露，从 12 年仅 12.71%的毛利率增长到今年前三季度 33.81%的高毛利率。

图 11：公司 PLC 光分路器产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

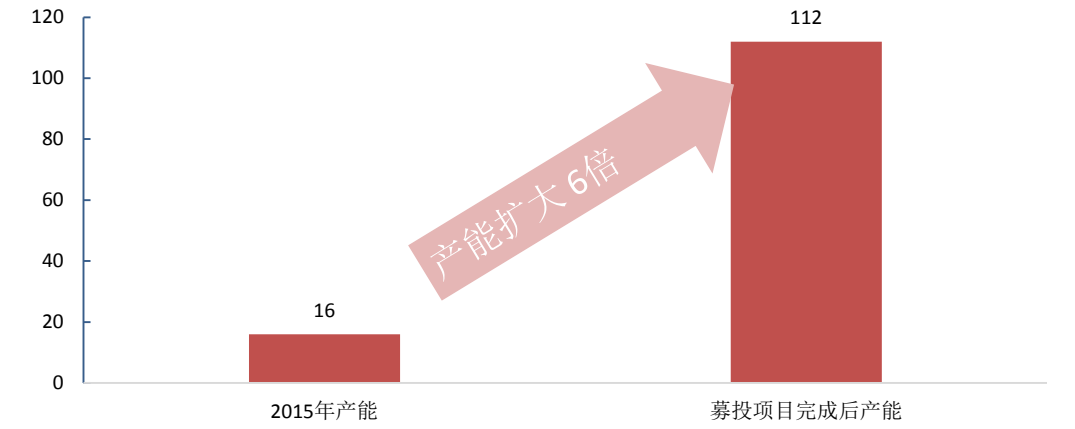
图 12：公司 2013 年以来 PLC 光分路器收入及增速



数据来源：公司招股书，西南证券整理

本次募投项目完成后，PLC 产能将扩大 6 倍，产能规模将达到 112 万只/年，随着规模产能的提高，PLC 光分路器业务有望爆发，进一步成为公司未来较为稳定的赢利点。

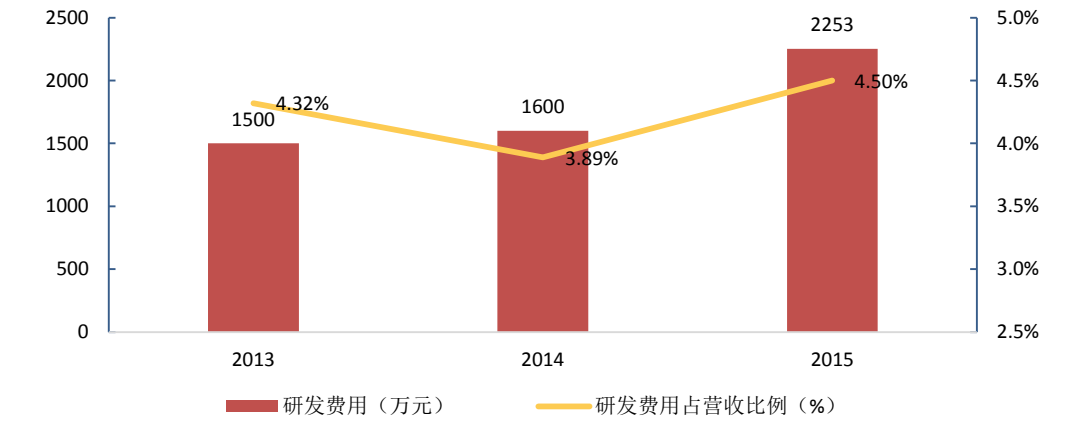
图 13：募投项目完成后 PLC 光分路器产能变化（万只）



数据来源：公司招股书，西南证券整理

公司注重研发，多年来积累了较为明显的技术优势。截至 2016 年 9 月 30 日，公司共拥有各类专利 20 项，作为行业代表企业之一，公司参与起草制定的行业标准《YD/T 1198.1-2014 光线活动连接器插芯技术条件 第一部分-陶瓷插芯》已经于 2014 年 10 月发布并正式实施。公司每年投入大量的资金支持自主研发，在陶瓷插芯方面，公司在超精密加工的精度，稳定性控制方面积累了丰富的经验；光纤连接器方面公司具备各种规格的单芯、多芯连接器，能够满足高品质生产需求，产品以定制化为主；在 PLC 方面，公司在 PLC 自动封装方法有显著优势。

图 14：公司 2013 年以来研发费用变化



数据来源：公司招股书，西南证券整理

公司股权结构良好，利于公司长久平稳发展。公司第一大股东神州通投资集团，第二大股东华暘进出口均为财务投资者，已承诺持有公司股权不以控制公司为目的，其他 36 位自然人股东股权较为分散，单一持股比例较低，不足以控制公司，且之间不存在一致行动关系，从股权控制角度，10 位一致行动人为实际控制人，并占据董事会多数席位、担任高管等。其中，张致民与张映华为姐弟关系，与蔡波为夫妻关系，与蔡乐为舅甥关系。

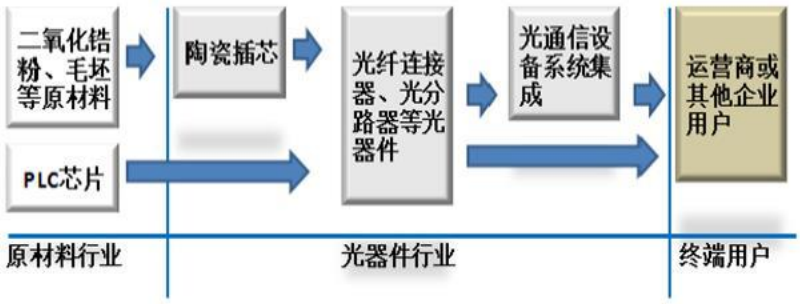
图 15：公司股权结构情况

数据来源：公司招股书，西南证券整理

2 光器件受多元因素驱动，增长势头良好

光器件的市场需求主要来自通信网络运营商的投资。近几年，全球主要经济体计划大规模部署光通信网络，这对光器件行业形成了良好的长期发展机遇。国内市场，随着“宽带中国”的实施，未来随着光纤到户、宽带提速以及宽带覆盖率的提升，对光器件的需求将带来光器件市场的增长。除电信部门外，国内广电系统、电网系统近年来也积极部署光通信，成为光器件行业新兴的下游客户，进一步提高了国内光器件产品的需求。另外，数据中心、无线基站的建设将成为光器件市场的新增长点。

图 16：光器件行业上下游



数据来源：公司招股书，西南证券整理

2.1“光进铜退”大势所趋，光器件行业持续发力

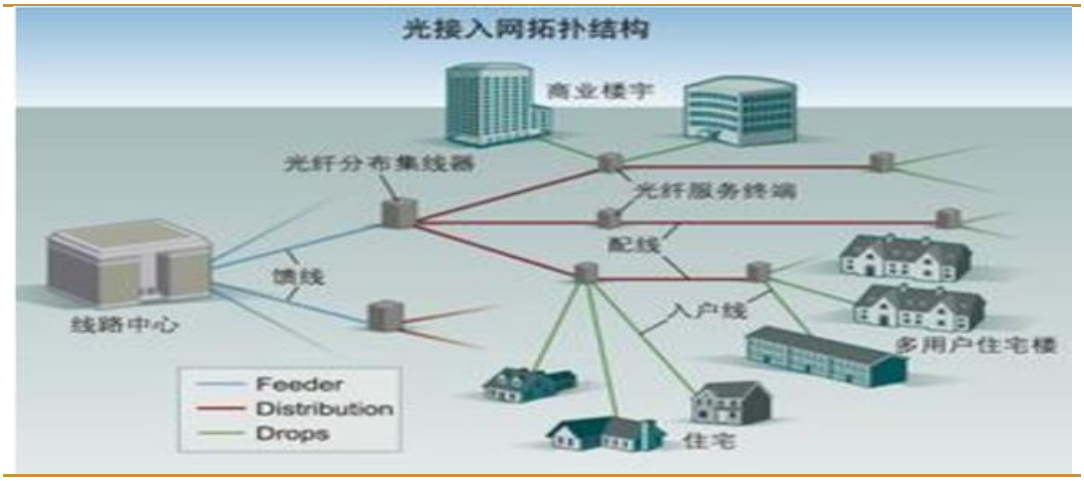
“光纤到户”推动 FTTH 加速渗透，光进铜退趋势明显。相比于铜缆通信，光缆通信具有带宽更高、传输距离更远、功耗低、不受电磁干扰等优点，随着近年来光电子器件与光通信设备价格的不断下降，“光进铜退”的趋势不可阻挡。随着“宽带中国”战略的落地，“光纤到户”有了显著的成果，2015 年，xDSL 端口比上年减少 3903.7 万个，总数降至 9870.5 万个，占互联网接入端口的比重由上年的 34.3%下降至 20.8%。光纤接入（FTTH/0）端口比上年净增 1.06 亿个，达到 2.69 亿个，占比由上年的 40.6%提升至 56.7%。

表 1：光缆与铜缆比较

	光缆	铜缆
价格趋势	下降	上涨
带宽	高	低
功耗	功耗高，随传输距离增加线性增加	功耗低，随传输距离增加不明显
电磁干扰	采用光信号，几乎无干扰	串扰大
传输距离	远，传输信号衰减小	近
寿命	长，兼容性高	低，兼容性差

数据来源：西南证券

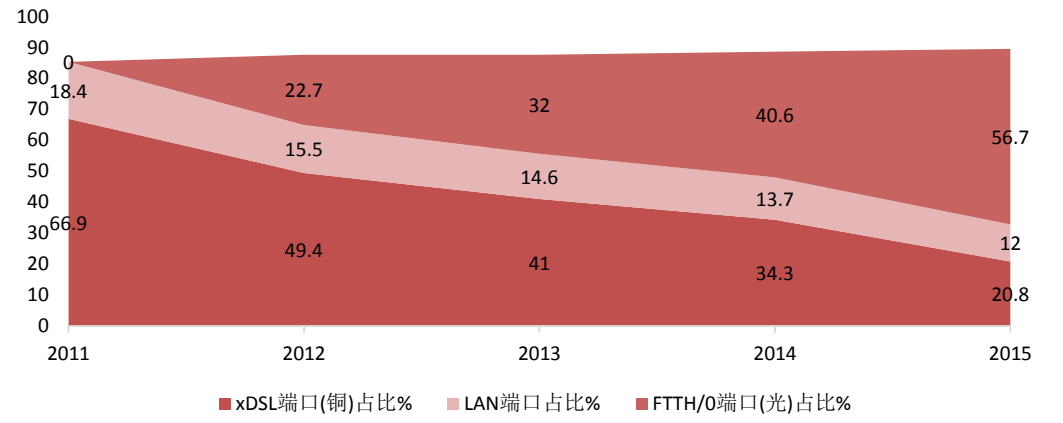
图 17：FTTH 光纤到户图示



数据来源：IC37，西南证券整理

“光纤到户”不仅能提供更大的通信带宽，且能让多个运营商通过一根光纤平等接入到用户，这既可以让用户拥有真正自主选择网络运营商的权力，也可以避免重复建设所造成的资源浪费。因此，发展光纤到户已是大势所趋。FTTH 网络中的核心光器件是分路器，实现从局端到用户的 1×N 连接。随着全球 FTTH 部署进程的推进，PLC 分路器的市场需求将进一步扩张，有望成为公司未来的业务发力点。

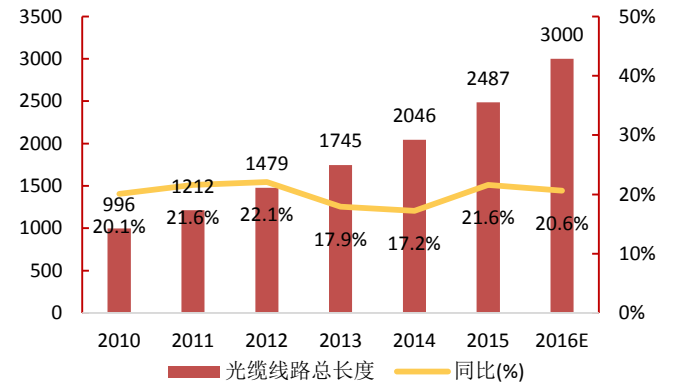
图 18：2011-2015 FTTH 占比宽带接入变化



数据来源：工信部，西南证券整理

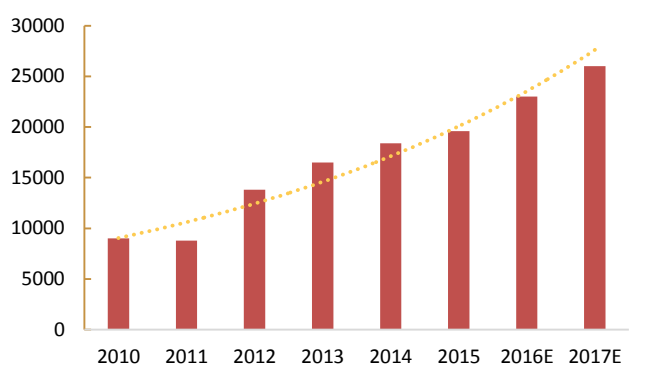
光缆加速铺设保障光器件行业持续景气。2015 年，我国光缆线路累计总长度达 2487 万公里，预计在 2016 年能突破 3000 万公里，同比增长达 20.6%。2016-2017 年中国移动光缆集采招标量预计为 1.2 亿芯公里，相比去年 9821 万芯公里的招标量，同比增长近 22%。随着光缆线路加速铺设，电信运营商、互联网公司也会加速采购光器件，带来对光器件行业的持续利好。

图 19：2010-2015 年光缆线路总长度发展情况（单位：万公里）



数据来源：西南证券整理

图 20：我国光芯需求量统计及预测（单位：万芯公里）



数据来源：西南证券整理

2.2 数据中心在国内迎来发展周期，带动光器件需求增长

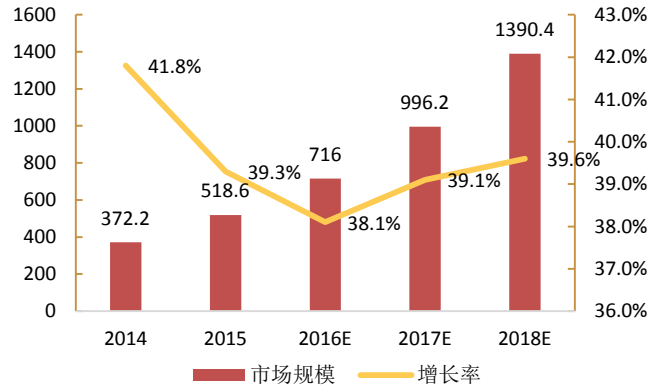
光通信技术几乎用在数据中心的所有链路中。从距离几米的服务器互连到世界各地数据中心之间的互联，整体形成了跨洋广域网。作为高带宽、高密度和长距离的信息传输载体，光通信技术将直接影响未来数据中心的发展。

图 21：数据中心图示

数据来源：腾佑 IDC 资讯，西南证券整理

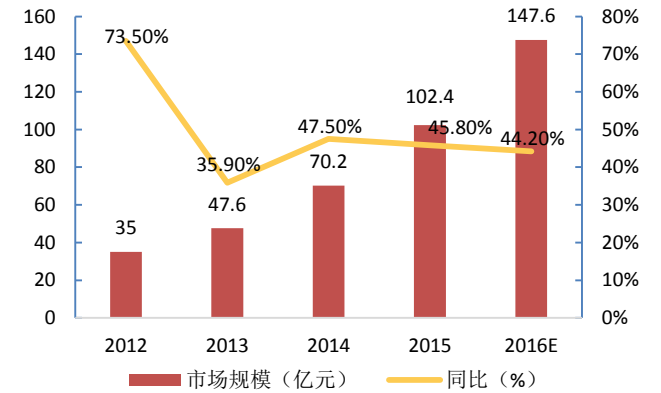
云计算、大数据的爆发式增长推动数据中心发展，处于中游的光器件行业将显著受益。 2015 年，我国云计算市场总体保持快速发展态势，整体市场规模达 378 亿元，同比增长 31.7%，预计 2016 年有望突破 500 亿元。云计算、大数据等产业带动数据存储规模、计算能力以及网络流量的大幅增长，从而拉动对数据中心需求的增长。2015 年中国 IDC 市场规模达到 518.6 亿元，同比增速达 39.3%，未来三年 IDC 市场增速将稳定在 35%以上，预计到 2018 年，中国 IDC 市场将超过 1400 亿元。

图 22：中国 IDC 市场规模预测（亿元）



数据来源：IDC，西南证券整理

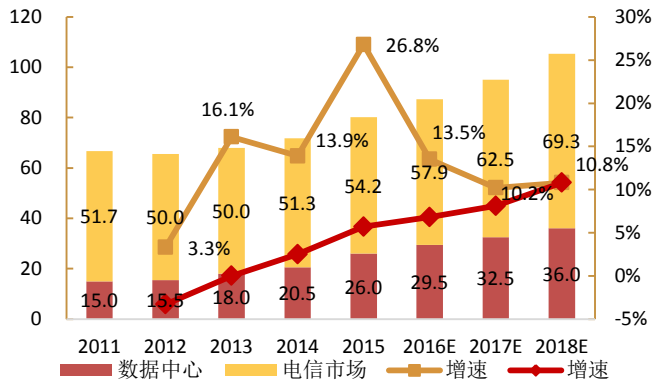
图 23：中国公有云市场规模



数据来源：信通院，西南证券整理

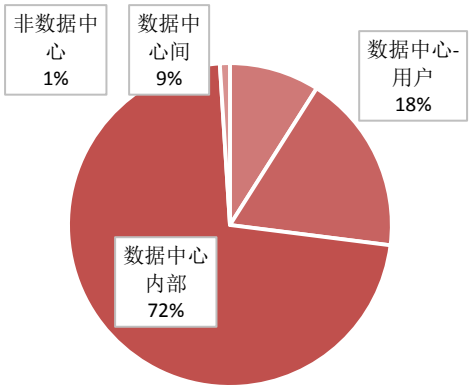
由于互联网和云计算的发展，光纤通信的应用主体已经从电信运营商的中心机房转向了数据中心。2008 年美国互联网公司数据中心对光纤通信的需求就已经超过了电信运营商，数据中心已经初显为光纤通信的最大市场。不只是国外市场开始爆发出这种市场趋势，自 2012 年起我国开放数据中心（IDC）市场，使 IDC 市场得到了迅速扩张。根据 Ovum 的估计，数据中心对于光器件的需求在 2016 年将增长到 29.5 亿美元，占电信市场 51%，平均复合增长率达 17%。

图 24：全球光器件市场需求（单位：亿美元）



数据来源：Ovum，西南证券整理

图 25：2019 全球通信网络流量预测



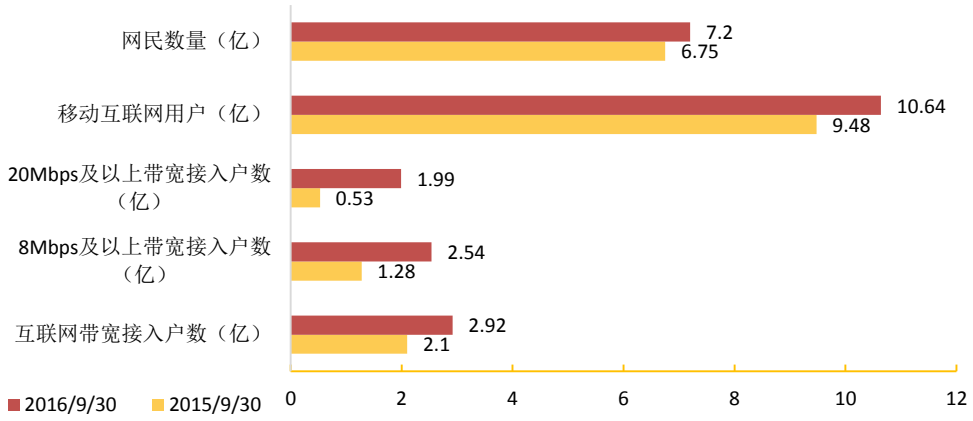
数据来源：思科，西南证券整理

根据思科的预测，到 2019 年，全球通信网络流量的 99%都是和数据中心相关的，其中数据中心内部的网络流量占到全部流量的 70%以上。而数据中心之间的互联也将是未来物联网发展的必然要求。从目前趋势上看，光通信行业会伴随着数据中心互联需求的增长而稳定发展，从而带动光器件的需求。

2.3 流量天花板尚远，光器件行业持续受益流量红利

网民渗透率较低，高速带宽覆盖不足，光通信行业将持续受益“宽带中国”战略。我国网民渗透率刚突破 50%，相比日本、美国、韩国等发达国家经济体超过 70%的渗透率，仍有一定发展空间。随着“宽带中国”等战略的陆续推进，高速带宽覆盖率以及带宽接入户数将延续高增长态势，利好光器件行业。

图 26：我国通信业经济运行情况

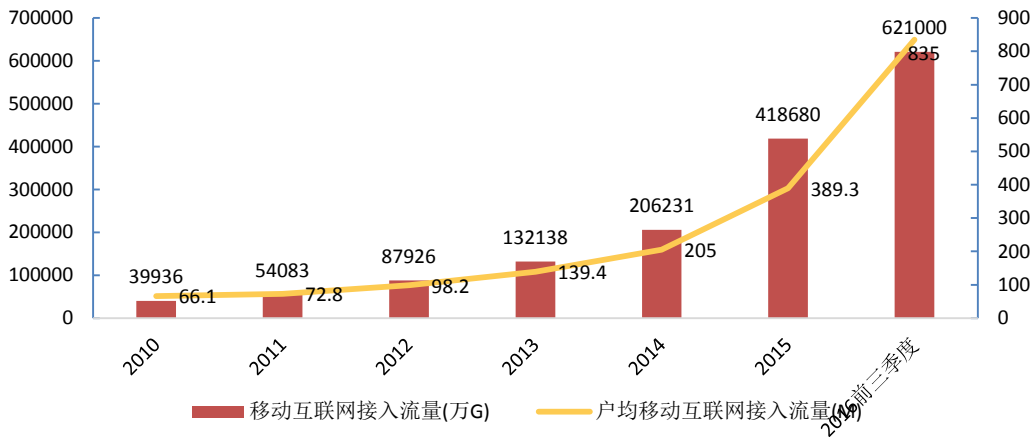


数据来源：工信部，西南证券整理

优质网络剧的不断涌现以及网络直播等行业的兴起将带动移动互联流量持续增长，同时互联网终端的接入量也不断增长，将产生庞大的数据，对运营商的网络产生冲击。我国骨干网带宽在 2015 年已超 100Tbps，如此高的带宽需要运营商从接入到骨干网进行光通信升级改造，才能满足巨大的流量增长需要。

同时，我国工信部曾表示，我国骨干网光缆的设计寿命是 20 年，将在这几年迎来骨干网光缆“替换潮”，光器件行业也将受益于此。

图 27：2010-2016Q3 移动互联网接入流量与户均接入流量变化



数据来源：工信部，西南证券整理

2.4 政策利好，光通信建设迎来发展高峰

中国信通院发布数据称，2016 年全光网城市将由点及面全面推开，基本实现所有设区城市光纤网络全覆盖，城市家庭基本实现 100M 光线全覆盖，规模以上企业 100%实现光纤接入。电信普遍服务补偿机制试点全面实施，农村光缆到村，光纤入户快速推进。

“宽带中国”、“一带一路”，三网融合等政策叠加，持续利好光通信行业。

图 28:“宽带中国”发展目标与发展时间表

	指标	2013年	2015年	2020年
宽带用户规模（亿户）	固定宽带接入用户	2.1	2.7	4.0
	其中：光纤到户(FTTH)用户	0.3	0.7	----
	其中：城市宽带用户	1.6	2.0	----
	农村宽带用户	0.5	0.7	----
	3G/LTE用户	3.3	4.5	12
宽带普及水平（%）	固定宽带家庭普及率	40	50	70
	其中：城市家庭普及率	55	65	----
	农村家庭普及率	20	30	----
	3G/LTE用户普及率	25	32.5	85
宽带网络能力	城市宽带接入能力（Mbps）	20(80%用户)	20	50
	其中：发达城市（Mbps）		100（部分城市）	1000（部分用户）
	农村宽带接入能力（Mbps）	4(85%用户)	4	12
	大型企事业单位接入带宽（Mbps）		大于100	大于1000
	互联网国际出口带宽（Gbps）	2500	6500	----
	FTTH覆盖家庭（亿个）	1.3	2.0	3.0
	3G/LTE基站规模（万个）	95	120	----
	行政村通宽带比例（%）	90	95	>98
	全国有线电视网络互联互通平台覆盖有线电视网络用户比例（%）	60	80	>95
宽带信息应用	网民数量（亿人）	7.0	8.5	11.0
	其中：农村网民（亿人）	1.8	2.0	----
	互联网数据量（网页总字节）（太字节）	7800	15000	
	电子商务交易额（万亿元）	10	18	----

“宽带中国”发展目标与发展时间表

数据来源：新华网，西南证券整理

表 2：近几年国家相关部门颁布的利好光器件行业发展的政策

时间	部门	名称
2016 年 10 月	工信部	工业和信息化部关于进一步扩大宽带接入网业务开放试点范围的通告
2015 年 11 月	工信部	云计算综合标准化体系建设指南
2015 年 9 月	住建部、工信部	关于加强城市通信基础设施规划的通知
2015 年 5 月	国务院办公厅	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
2015 年 5 月	国务院办公厅	中国制造 2025
2015 年 2 月	工信部	工信部关于向民间资本开放宽带接入市场的通知
2015 年 1 月	国务院办公厅	关于促进云计算创新发展培育信息产业新业态的意见
2013 年 8 月	国务院办公厅	宽带中国战略
2012 年 5 月	工信部	通信业“十二五”发展规划

数据来源：公司招股书，西南证券整理

3 募投项目

公司本次拟向社会公众公开发行不超过人民币普通股 3194.4 万股，占发行后总股本的 25%，全部用于光器件生产基地建设项目以及研发中心建设项目。

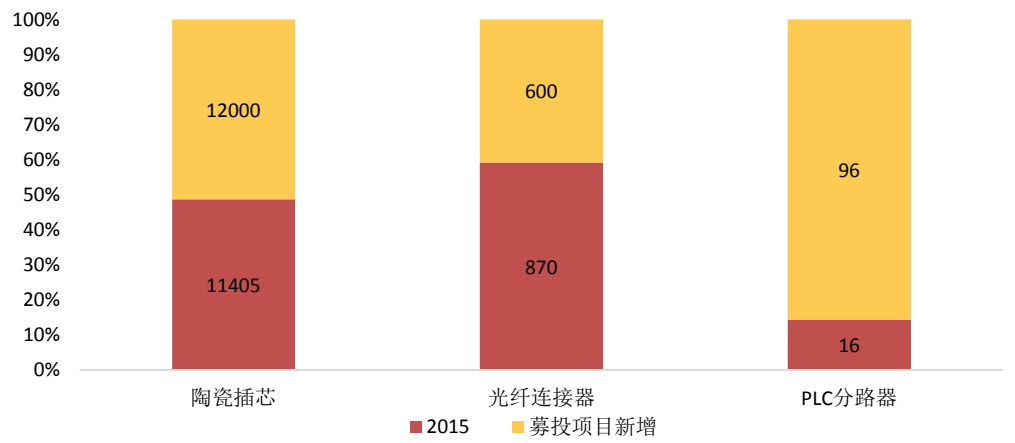
表 3：募投项目

序号	项目名称	项目总投资额（万元）	募集资金投资额（万元）	建设期（年）	具体内容
1	光器件生产基地建设项目	67,470	54,426.77	3	新增毛坯年产能 20,400 万只、陶瓷插芯 12,000 万只，光纤连接器 600 万条、PLC 分路器 96 万套。
2	研发中心建设项目	7,702	7,702	2	本项目是公司光器件生产基地建设项目的重要配套和补充，增加软硬件研发设施。
	合计	75,172	62,128.77		

数据来源：公司招股书，西南证券整理

本次发行成功后，公司将投入资金提高公司在毛坯、陶瓷插芯、光纤连接器、PLC 分路器、光纤传感系列产品的生产能力，是对现有业务的进一步拓展。

图 29：公司募投项目主要产品产能变化（万只）

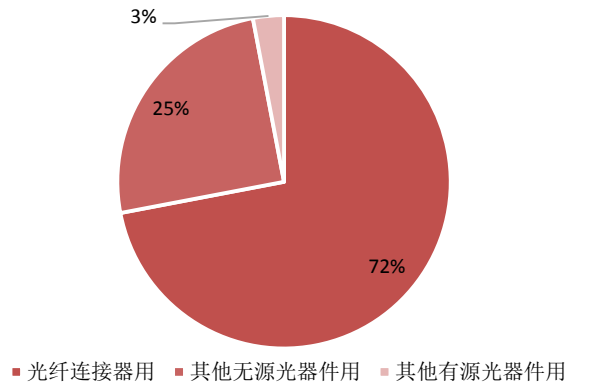


数据来源：中国电子元件行业协会，西南证券整理

陶瓷插芯：积极抢占市场份额，加大销售力度

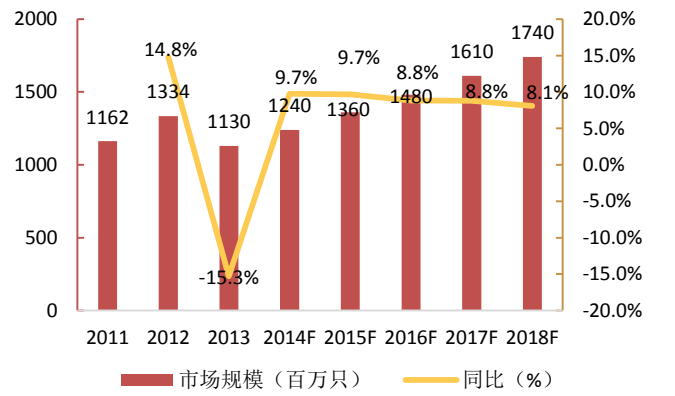
随着毛坯产能的增加，公司将实现陶瓷插芯生产所需毛坯的全部自用，降低公司产品成本，提升该业务的毛利率。目前公司的陶瓷插芯业务在珠三角、长三角、武汉和四川地区均有所涉入，未来公司将：（1）积极开发新客户，尤其是行业内的大客户；（2）基于现有的客户群和已搭建的销售网络提高市场份额；（3）加强销售队伍建设，扩大销售团队；（4）自用也将是公司消化陶瓷插芯的重要途径。

图 30：陶瓷插芯在光通信器件中的应用比例



数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 31：陶瓷插芯市场规模及增速预测



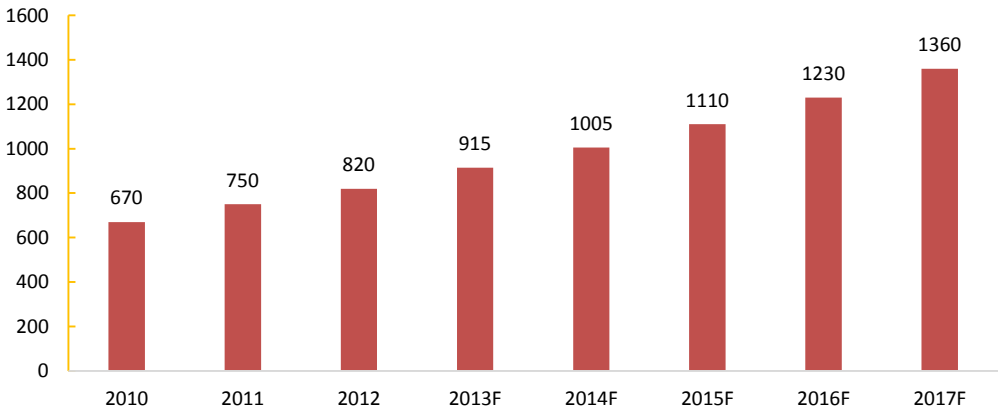
数据来源：中国电子元件行业协会，西南证券整理

光纤连接器：需求持续景气，扩大与海外客户合作力度

公司经过多年经营，已经在欧美、巴西等地区与一些客户建立了良好的关系，未来公司将进一步扩大与现存客户的合作力度，力争获得更大的市场份额。

随着“互联网+”，物联网等带动的大数据与云计算的快速发展，光器件行业的需求将持续增长，公司在光纤连接器领域积累的优势将有助于实现这一业务未来稳定持续的增长。

图 32：2010-2017 年全球光纤连接器市场规模发展趋势与预测（单位：百万美元）

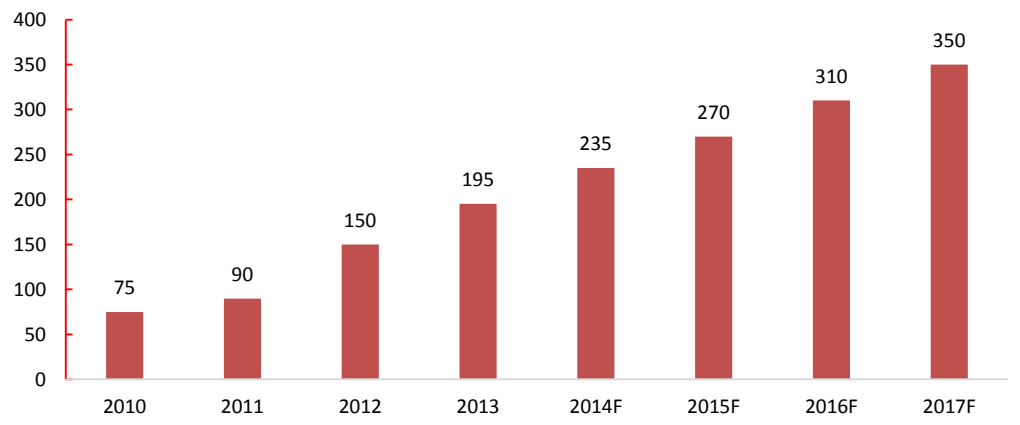


数据来源：中国电子元件行业协会，西南证券整理

PLC 分路器：FTTH 部署加快，利好 PLC 业务增长

在接入网方面，FTTH 将逐步替代 xDSL。由于光电子器件广泛应用于骨干网、城域网和接入网，而接入网对 PLC 光分路器的需求较高，据 ElectroniCast 的市场分析，2013 年 PLC 分路器市场价值达到 5.3 亿美元，预计 2013-2018 年亚太地区增长最快，增长率预计为 15%。公司募投项目的达产，将使得公司生产规模上能够满足国内运营商招标的要求，为公司开拓国内市场提供有力支持。

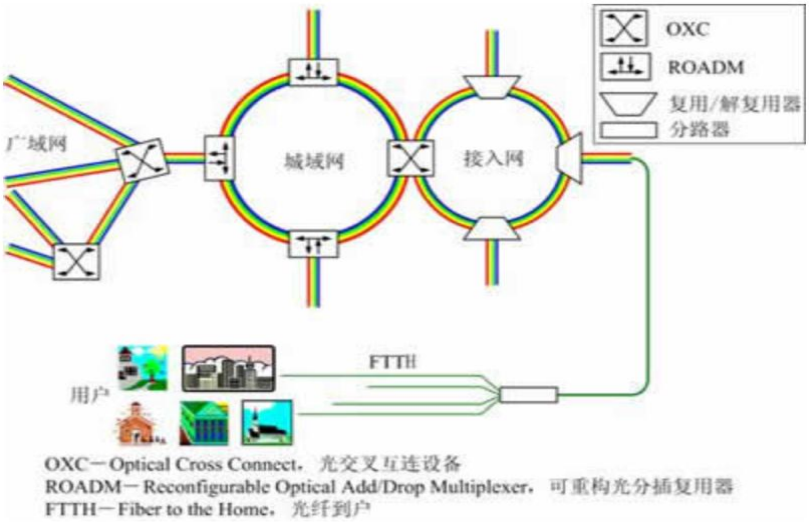
图 33：FTTH 用户数量预测（单位：百万户）



数据来源：中国电子元件行业协会，西南证券整理

FTTH 网络中的核心光器件是分路器，实现从通信局端 OLT 到用户 ONU 的 1×N 连接。随着全球 FTTH 部署进程的推进，PLC 分路器的市场需求将进一步扩张，有望成为未来几年普及速度较快的一种光器件产品。

图 34：PLC 分路器在 FTTH 网络中的应用



数据来源：光纤在线，西南证券整理

4 盈利预测

假设 1：公司募集资金用于光器件生产基地建设的项目在 2019 年能顺利完成，PLC 分路器的产能陆续释放；

假设 2：公司所需原材料及销售的产品价格在合理范围内波动；

假设 3：公司在 PLC 光分路器领域业务顺利推进，实现产能扩张的同时产能利用率达到理想水平；

假设 4：公司的陶瓷插芯、光纤连接器业务竞争力不断增强；

假设 5：公司生产研发的光纤连接器的毛利率能稳定在 40%左右。

根据以上说明和假设，我们预计公司 2016-2018 年的营业收入分别为 4.37 亿元、5.19 亿元和 6.11 亿元，归属母公司所有者的净利润分别为 0.98 亿元、1.13 亿元和 1.30 亿元。估算 2016 年、2017 年和 2018 年每股收益分别为 0.77 元、0.88 元和 1.02 元。

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
光纤连接器	收入	328.97	276.33	317.79	359.10
	增速	30.82%	-16.00%	15.00%	13.00%
	毛利率	40.30%	40.90%	40.30%	40.00%
陶瓷插芯	收入	131.83	110.74	126.24	141.39
	增速	-1.11%	-16.00%	14.00%	12.00%
	毛利率	28.69%	21.00%	19.50%	19.00%
PLC 分路器	收入	14.93	26.13	43.11	64.67
	增速	140.85%	75.00%	65.00%	50.00%
	毛利率	15.33%	35.00%	33.00%	32.00%
其他	收入	24.50	24.01	32.41	45.38
	增速	39.00%	-2.00%	35.00%	40.00%
	毛利率	42.00%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	收入	502.16	437.21	519.55	610.53
	增速	22.14%	-12.93%	18.83%	17.51%
	毛利率	36.70%	35.46%	34.62%	34.29%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	502.16	437.21	519.55	610.53
营业成本	317.85	282.19	339.67	401.18
营业税金及附加	4.87	4.14	4.96	5.81
销售费用	9.27	8.26	9.74	11.48
管理费用	43.63	36.89	44.27	51.85
财务费用	-9.94	-7.85	-9.32	-10.96
资产减值损失	2.43	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.65	0.11	0.16	0.23
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	134.69	113.69	130.39	151.39
其他非经营损益	2.35	1.95	2.01	2.05
利润总额	137.03	115.65	132.40	153.44
所得税	20.59	17.38	19.89	23.05
净利润	116.44	98.27	112.51	130.38
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	116.44	98.27	112.51	130.38

现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	116.44	98.27	112.51	130.38
折旧与摊销	15.76	17.98	19.95	21.20
财务费用	-9.94	-7.85	-9.32	-10.96
资产减值损失	2.43	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-49.78	27.00	-19.50	-21.18
其他	53.24	-1.62	1.09	1.12
经营活动现金流净额	128.15	133.78	104.72	120.57
资本支出	0.08	-30.00	-15.00	-5.00
其他	-25.13	0.11	0.16	0.23
投资活动现金流净额	-25.04	-29.89	-14.84	-4.78
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	621.28	0.00	0.00
支付股利	-25.87	-29.11	-24.57	-28.13
其他	4.20	7.85	9.32	10.96
筹资活动现金流净额	-21.68	600.02	-15.24	-17.17
现金流量净额	81.83	703.90	74.64	98.62

资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	146.22	850.12	924.75	1023.38
应收和预付款项	119.60	97.77	117.69	138.76
存货	72.15	64.07	77.27	91.39
其他流动资产	11.88	10.35	12.30	14.45
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	1.18	1.18	1.18	1.18
固定资产和在建工程	45.96	64.46	66.00	56.28
无形资产和开发支出	64.43	58.08	51.72	45.37
其他非流动资产	9.65	9.51	9.38	9.25
资产总计	471.07	1155.54	1260.29	1380.06
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	80.30	75.50	90.44	105.95
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	13.48	12.32	14.19	16.19
负债合计	93.78	87.82	104.63	122.14
股本	95.83	127.77	127.77	127.77
资本公积	23.34	612.68	612.68	612.68
留存收益	258.11	327.27	415.21	517.47
归属母公司股东权益	377.29	1067.73	1155.66	1257.92
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	377.29	1067.73	1155.66	1257.92
负债和股东权益合计	471.07	1155.54	1260.29	1380.06

财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
销售收入增长率	22.14%	-12.93%	18.83%	17.51%
营业利润增长率	37.90%	-15.59%	14.69%	16.10%
净利润增长率	38.20%	-15.61%	14.48%	15.89%
EBITDA 增长率	31.55%	-11.87%	13.88%	14.62%
获利能力				
毛利率	36.70%	35.46%	34.62%	34.29%
三费率	8.56%	8.53%	8.60%	8.58%
净利率	23.19%	22.48%	21.65%	21.36%
ROE	30.86%	9.20%	9.74%	10.36%
ROA	24.72%	8.50%	8.93%	9.45%
ROIC	43.30%	34.35%	39.15%	42.61%
EBITDA/销售收入	27.98%	28.32%	27.14%	26.47%
营运能力				
总资产周转率	1.19	0.54	0.43	0.46
固定资产周转率	11.68	9.08	9.22	11.00
应收账款周转率	5.64	4.63	5.56	5.49
存货周转率	4.62	4.09	4.76	4.71
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.06%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	19.91%	7.60%	8.30%	8.85%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.86	12.07	11.16	10.66
速动比率	3.06	11.32	10.39	9.89
股利支付率	22.22%	29.62%	21.84%	21.57%
每股指标				
每股收益	0.91	0.77	0.88	1.02
每股净资产	2.95	8.36	9.04	9.85
每股经营现金	1.00	1.05	0.82	0.94
每股股利	0.20	0.23	0.19	0.22

业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	140.51	123.83	141.02	161.64
PE	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00
PS	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-1.13	-6.96	-6.64	-6.40
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn