



# ODN 建设方案供应商，多因素共振助力公司发展

## 投资要点

- 精耕光及无线通信两大领域，产品种类齐全。**公司是通信网络物理连接设备制造商，主要产品包括光及无线通信网络设备。前者是公司的主攻方向，2016年实现收入8.85亿元，营收占比88.71%，公司光通信产品种类齐全，覆盖了从局端OLT到用户端ONU的全系列ODN网络建设必须产品；无线通信产品营收占比10.62%，主要包括天线类、微波无源器件等。
- 公司营业收入及净利润稳健增长，盈利能力进一步提高。**公司2016年实现营业收入近10亿元，同比增长13.9%，实现归母净利润0.84亿元，同比增长76.8%。2016年公司综合毛利率30.7%，得益于上游原材料成本下降及公司产能扩大，公司光通信及无线通信产品毛利率上升进一步提高公司盈利能力。
- “光进铜退”+“宽带中国”战略为光通信设备带来巨大的市场需求。**工信部提出到2018年城镇地区实现光网覆盖，大中城市家庭宽带用户提供100Mbps以上灵活选择，行政村通光纤比例由75%提升到90%。我国在2016年末基本实现宽带速率8Mbps及以上全覆盖，截止2017年3月，20Mbps用户占比已达82.8%，但50Mbps及以上接入速率的固定宽带用户占比仍不足50%。宽带提速效果显著，但高速带宽覆盖不足，未来网络升级提速仍有较大空间。2016年光纤接入FTTH端口达到5.22亿个，占互联网接入端口比重至75.6%，未来网络升级、光纤端口数量进一步增加及光缆线路加速铺设，均带动光通信设备市场需求。
- 互联网行业及云计算市场繁荣促进数据中心发展，带动中游光器件需求。**截至2016年末，中国网站数量已达482万个，云服务市场规模已达到516亿，云计算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，将持续拉动对数据中心需求的增长。预计到2018年，中国IDC市场规模将超过1400亿。
- 盈利预测与估值：**估算公司2017年、2018年和2019年每股收益0.78元、0.95元和1.17元。参照可比公司科信技术(300565)的市盈率，我们给予公司2017年25-30倍市盈率，对应合理询价区间为19.5-23.4元。
- 风险提示：**技术更新换代风险；依赖下游运营商风险；募投项目进度或不及预期风险。

## 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：021-68415720

邮箱：hhyswsc.com.cn

## 所属行业市场表现



数据来源：聚源数据

## 主要指标(2016)

每股净资产	4.51
毛利率	30.66
流动比率	1.27
速动比率	0.96
应收账款周转率	2.05
资产负债率	63.50
净资产收益率	18.40

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	997.91	1179.06	1438.08	1760.74
增长率	13.88%	18.15%	21.97%	22.44%
归属母公司净利润(百万元)	83.95	105.47	129.49	158.53
增长率	76.80%	25.63%	22.77%	22.43%
每股收益EPS(元)	0.62	0.78	0.95	1.17
净资产收益率ROE	18.26%	19.39%	19.84%	20.18%

数据来源：Wind, 西南证券

## 目 录

1 公司概况：光通信及无线通信领域设备商 .....	1
1.1 股权结构良好，助力公司长远发展 .....	1
1.2 精耕光及无线通信两大领域，产品种类齐全 .....	2
1.3 收入稳健增长，盈利能力有所提高 .....	5
2 多因素共振，光通信行业持续景气.....	7
2.1 通信设备制造业发展机遇良好 .....	7
2.2 多因素驱动，持续利好光器件市场 .....	7
2.3 无线通信行业受益 4G 网络建设 .....	10
3 募投项目 .....	11
4 盈利预测 .....	13

## 图 目 录

图 1: 公司的股权结构图 .....	1
图 2: 公司主营收入占比 .....	2
图 3: 各明细业务主营占比 .....	2
图 4: 2014 年以来营业收入及增速 .....	5
图 5: 2014 年以来归母净利润及增速 .....	5
图 6: 主要原材料采购金额占比 .....	6
图 7: 主要原材料平均单价(元) .....	6
图 8: 华脉科技产品毛利率(%) .....	6
图 9: 同行业公司毛利率比较(%) .....	6
图 10: 公司所处行业上下游 .....	7
图 11: 通信设备制造高技术产业主营业务收入及同比 .....	7
图 12: ODN 网络示意图 .....	8
图 13: 互联网接入端口类型占比(%) .....	8
图 14: 光缆线路总长度及同比增速 .....	8
图 15: 宽带接入用户总数及 20M 以上用户占比 .....	9
图 16: 中国网站数量及同比增长 .....	10
图 17: IDC 市场规模及同比增长 .....	10
图 18: IDC 图示 .....	10
图 19: 中国公有云市场规模 .....	10
图 20: 电信业务收入结构 .....	11
图 21: 移动基站、3G/4G 基站数及占比 .....	11
图 22: 无源器件扩产项目产能情况 .....	12
图 23: FTTX 场景下的 ODN .....	12

## 表 目 录

表 1: 公司子公司设立情况 .....	1
表 2: ODN 网络物理连接及保护设备 .....	2
表 3: 光无源器件类产品 .....	3
表 4: 光缆类产品 .....	4
表 5: 微波无源器件 .....	4
表 6: 天线类产品 .....	5
表 7: 近几年国家相关部门颁布的利好通信行业发展的政策 .....	9
表 8: 拟投资项目 .....	11
表 9: 分业务收入及毛利率 .....	13
附表: 财务预测与估值 .....	14

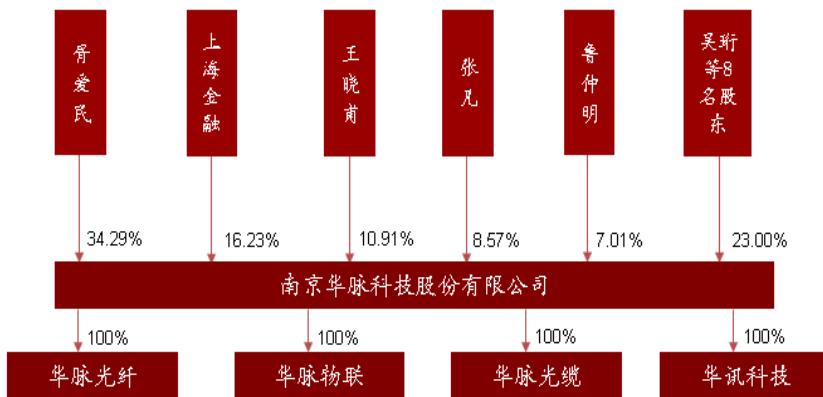
## 1 公司概况：光通信及无线通信领域设备商

南京华脉科技股份有限公司创建于 1998 年，拥有光纤通信、无线通信两大产业。经过近二十年的持续发展，公司依托技术研发、产品质量等优势，与中国电信、中国移动、中国联通、中国铁塔四大运营商建立了长期稳定的合作关系。公司产品目前覆盖全国 31 个省市及自治区市场，产品广泛应用于通信公网，以及煤炭、石化、铁路、轨道交通等通信专网。

### 1.1 股权结构良好，助力公司长远发展

公司股权集中度较高，第一、第二大股东持股比超 50%。控股股东及实际控制人胥爱民先生直接持有公司 34.29% 的股份，担任公司董事长，并控制华脉汽车制造。但胥爱民先生及华脉汽车制造未从事任何与华脉科技相同、相似的业务，与公司之间不存在同业竞争。同时其承诺将不会利用大股东身份，作出损害公司及全体股东利益的行为。第二大股东为上海金融发展投资基金，持股比例 16.23%，除此之外公司各股东间不存在关联关系。

图 1：公司的股权结构图



数据来源：公司招股书，西南证券整理

公司共有华脉光纤、华脉物联、华脉光缆和华讯科技四家全资子公司。2016 年度公司子公司共实现营业收入 4.02 亿元，净利润 1737 万元。

表 1：公司子公司设立情况

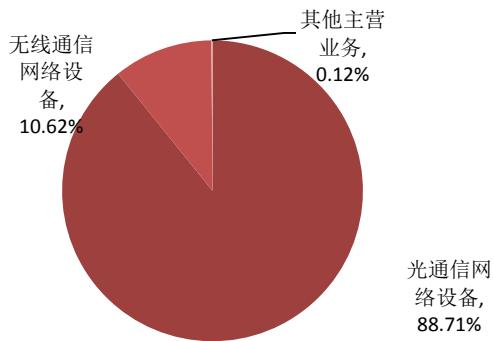
被参控公司	持股	注册资本	经营范围	主要财务指标
南京华脉光纤技术有限公司	100%	500 万	光纤配件、光器件；光纤、光器件技术研究、开发	营收 1.56 亿；净利润 800.41 万
南京华脉物联技术有限公司	100%	51 万	物联网通信设备及器件、无线电通信设备及器件、GPS 无线产品的设计、生产、销售	营收 0.86 亿；净利润 444.1 万
南京华脉光缆技术有限公司	100%	500 万	光纤缆、电线缆、有源、无源器件、通信设备、光纤复合架空地线、绝缘电缆产品的研发、生产、销售	营收 1.55 亿；净利润 479.02 万
南京华讯科技有限公司	100%	500 万	计算机网络系统及软件的开发、销售、集成；楼宇智能化通信工程设计、施工；通信终端设备销售	营收 516.80 万；净利润 13.75 万

数据来源：公司招股书，西南证券整理

## 1.2 精耕光及无线通信两大领域，产品种类齐全

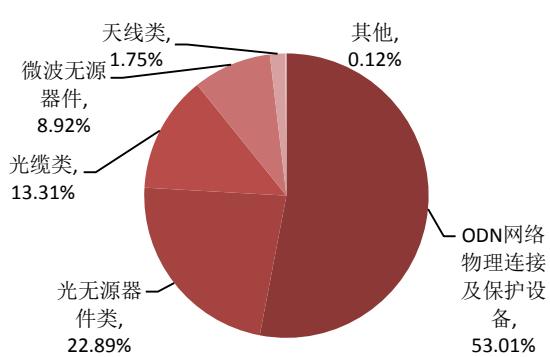
公司自成立以来即立足于光通信产业和无线通信产业两大领域，前者是公司的主攻方向，2016 年实现收入 8.85 亿元，营收占比 88.71%，公司光纤通信产品种类齐全，覆盖了从局端 OLT 到用户端 ONU 的全系列 ODN 网络建设必须产品，主要包括 ODN 网络连接及保护设备、光无源器件、光缆类；无线通信产品营收占比 10.62%，主要包括天线类、微波无源器件等。

图 2：公司主营收入占比



数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 3：各明细业务主营占比



数据来源：公司招股书，西南证券整理

### ODN 网络物理连接及保护设备

ODN 网络物理连接及保护设备是公司具备较强核心竞争力的产品之一，也是公司主要营业收入的来源之一，包括分光分纤箱、光缆交接箱、配线架、户外机柜、列头（尾）柜等细分产品。2016 年该类产品创收 5.26 亿元，营收占比 53%，同比增长 14.15%，主要受益于中国铁塔采购及中国联通“光网改造”建设加快，公司的户外柜和配线架类产品需求增加。

表 2：ODN 网络物理连接及保护设备

名称	简介	图示
配线架	用于光纤通信系统中局端主干光缆的成端和分配，可方便地实现光纤线路的连接、分配和调度。	
网络柜、综合柜	适用于光纤到小区、光纤到大楼、远端模块局以及无线基站的新型配线柜；能完全实现原总配线架、光纤、数字配线设备的功能，又节省了空间，且便于管理。	
IDC 机柜	具备先进的通风、电源分配、线缆管理及安全性能，为 IT 环境的服务器、网络设备及电信应用提供物理环境空间保护，可适用于网络、通信和工业控制等各个领域，通用性强。	
光交箱	是一种为主干层光缆、配线层光缆提供光缆成端、跳接的交接设备。光缆引入光缆交接箱后，经固定、端接、配纤以后，使用跳纤将主干层光缆和配线层光缆连通。	
分纤箱/盒	是用户接入点常用设备之一，主要完成配线光缆和入户光缆在室外或室内的连接作用。	

数据来源：公司招股书，西南证券整理

## 光无源器件

光无源器件类产品包括光纤连接器、光分路器、适配器、跳纤/尾纤、快速连接器等细分产品。2016年实现收入2.27亿元，营收占比22.89%，收入较2015年有所下降，主要因为2016年中国电信对光无源器件类产品采购总额下降，同时公司部分光分路器和光纤产品未在中移动集采中标。

表3：光无源器件类产品

名称	简介	图示
连接器	是一种通过机械连接技术实现光纤永久连接的光纤接续器件。内含预埋光纤并研磨好光纤端面的陶瓷芯。	
跳纤尾纤	光纤跳纤/尾纤是光通信中应用最为广泛的基础元件之一，两头都有连接器的称为跳纤，只有一头有连接器的称为尾纤。	
快速接续产品	相对于传统的工厂定制型尾跳线，现场连接器或冷接子等产品不受光缆长度的约束，可以根据现场布线的实际需要在光缆末端快速成端。	
适配器	连接两根光纤或光缆形成连续光通路的可以重复使用的光无源器件，广泛应用在光纤传输线路。	
光分路器	主要应用在CATV系统、及无源光接入网中。可以为客户带来小尺寸高密度的分光路数。	
波分复用器	波分复用器是WDM技术中的关键器件，利用器件的光耦合、色散、干涉等物理现象来完成波分复用系统光信号的组合或分解。	

数据来源：公司招股书，西南证券整理

## 光缆类

光缆类产品包括蝶形引入光缆、单/双芯光缆、束状光缆、分支光缆等细分产品。华脉科技凭借产品品牌和质量优势，2014至2016年光缆类产品营收复合增速达34.4%，2016年实现收入1.32亿元，营收占比13.31%。光预制棒产能爬坡问题，加之商务部对进口光纤征收反倾销税，使得国内光纤光缆市场仍处于供应紧缺状态。随着运营商网络建设以及光纤入户等具体举措的推进，光缆行业2017年将延续景气，市场需求依然强劲，利好公司业绩。

**表 4：光缆类产品**

名称	简介	图示
蝶形引入光缆	蝶形光缆是一种新型用户接入光缆，依据应用环境和敷设条件不同，合理设计光缆结构和各项技术参数，集合了室内软光缆和自承式光缆的特点，使用专用设备配合进口精密模具生产。	
单、双芯光缆	用于跳线、尾纤生产。	
束状光缆	用于跳线、尾纤或楼宇、机房的布线	
分支光缆	用于跳线、尾纤或楼宇、机房的布线，压扁性能则满足或者超过普遍的光缆性能。	

数据来源：公司招股书，西南证券整理

### 微波无源器件类

微波无源器件是移动通信系统必不可少器件，包括合路器、功分器以及耦合器等具体产品，主要用于无线通信网络建设等。华脉科技微波无源器件的客户主要为电信主设备商和电信运营商，其中电信运营商为该产品的最终使用方。2016 年该类产品部分细分产品中标中移动、中国联通和中国铁塔的招标采购，实现收入 5,095 万元，营收占比 8.92%。

**表 5：微波无源器件**

名称	简介	图示
合路器	主要功能是将信号手机的收信和发信组合到一根天线上，主要用作将多系统信号合路到一套室内分布系统。	
功分器	是一种将一路输入信号能量分成两路或多路输出相等或不相等能量的器件。	
耦合器	将一路微波功率按比例分成几路的器件，此类元器件一般都是线性多端口互易网络器件。	
电桥	是用比较法测量物理量的电磁学基本测量仪器，按照测量的电阻限值从高到低可以高电阻电桥、惠斯登单臂电桥和双臂电桥。	
负载	负载主要用于吸收微波或射频系统的功率，可作为发射机的终端，也可以作为多端口微波器件的匹配端口，从而保证特性阻抗得到匹配，系统工作正常。	

数据来源：公司招股书，西南证券整理

### 天线类产品

天线类产品包括基站天线、室分天线、美化天线等各细分产品。公司 2012 年进入天线领域，天线类产品现正处于市场推广阶段，销售规模较小，2016 年产品实现收入 1741 万元，营收占比 1.75%。

表 6：天线类产品

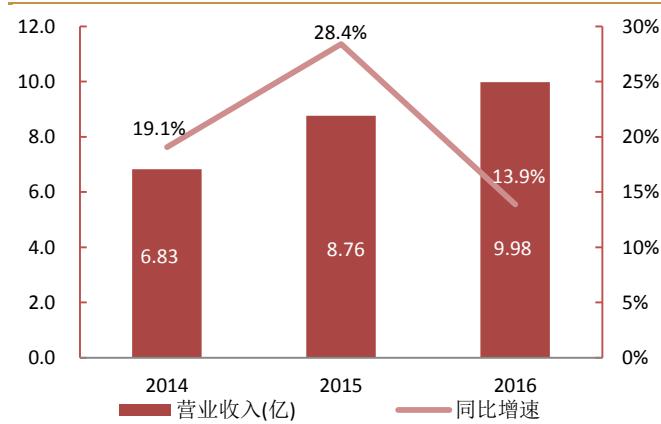
名称	简介	图示
基站天线	基站天线即用于基站收发信号的天线，基站天线的型号主要有：全向天线、双向天线、定向板状天线、定向智能天线阵、全向智能天线阵、有源天线、美化天线。	
室分天线	室内分布信号用的天线。用于分布增强室内的手机信号无线网络信号。包括吸顶天线、壁挂天线、有源天线以及抛物面天线。	
小型化天线	基于创新 Multi-Micro 天线辐射机理，通过提高天线辐射单元的辐射效率来提高单元增益，从而使得整个天线在与传统相同增益情况下大幅减少了天线面积与重量。	

数据来源：公司招股书，西南证券整理

### 1.3 收入稳健增长，盈利能力有所提高

报告期内公司营业收入与归母净利润持续稳健增长。公司 2016 年实现营业收入近 10 亿元，同比增长 13.9%，实现归母净利润 0.84 亿元，同比增长 76.8%。近三年归母净利润增速均高于营业收入增速，2016 年差距尤为明显。一方面是因为公司因厂房拆迁获得拆迁补偿款，2016 年营业外收入达 2174 万元，占比利润总额 21.05%，另一方面是因为 2016 年内公司营业成本增速低于营业收入增速，为 6.52%。

图 4：2014 年以来营业收入及增速



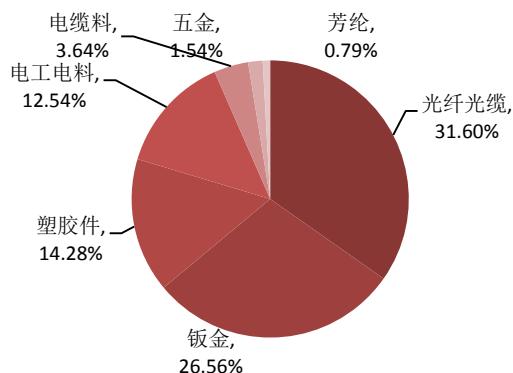
数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 5：2014 年以来归母净利润及增速

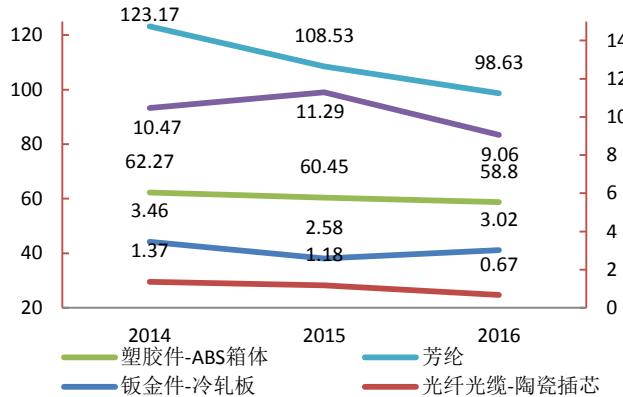


数据来源：公司招股书，西南证券整理

原材料成本下降助力公司盈利能力进一步提高。报告期内，公司原材料成本占营业成本的比例超过 80%。光纤光缆、钣金件、塑胶件、电工电料、电缆料、五金、芳纶等原材料合计采购金额占当期采购总额的比例超过 90%。2016 年除了钣金件-冷轧板的单价提高了之外，其他原材料的单价均有所下降。

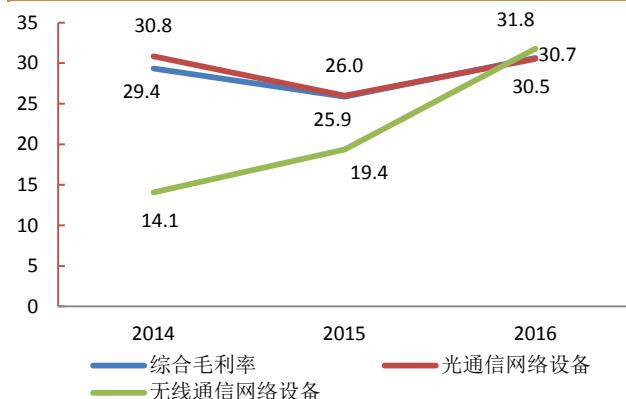
**图 6：主要原材料采购金额占比**


数据来源：公司招股书，西南证券整理

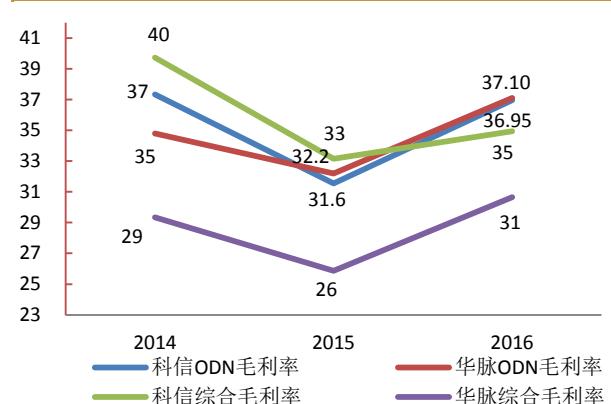
**图 7：主要原材料平均单价 (元)**


数据来源：公司招股书，西南证券整理

公司综合毛利率维持稳定，无线通信设备毛利率逐渐提升。2014年至2016年，公司综合毛利率分别29.32%、25.72%和30.72%。因光通信网络设备营业收入占比达88.7%，因此该块业务毛利率与综合毛利率变动基本一致，2016年毛利率达30.54%，而无线通信网络设备产品的毛利率存在一定的波动性。一方面因为2016年其中的微波无源器件产品规模化生产，主要产品合路器产量同比增长1.06倍、功分器增长3.59倍、耦合器产量增长7.38倍，人工和制造费用下降导致产品成本有所降低；另一方面同样也因天线类产品产量上升引起该产品分摊的平均固定成本下降，这两者均使得无线通信网络设备类产品毛利率上升。

**图 8：华脉科技产品毛利率(%)**


数据来源：公司招股书，西南证券整理

**图 9：同行业公司毛利率比较(%)**


数据来源：公司招股书，西南证券整理

公司核心产品ODN设备盈利能力具有竞争力。根据公开披露资料，科信技术在主营业务、业务发展模式、客户类型方面与华脉科技均较为类似，是公司的主要竞争对手。2014年至2016年科信技术毛利率显著高于华脉科技，主要原因为科信技术以高毛利率的ODN产品为主，而华脉科技产品结构中毛利率较低的光缆、天线产品仍占较大比例。但公司具备较强核心竞争力的产品ODN网络物理连接及保护设备的毛利率保持相对稳定，2016年该类产品毛利率达37.10%。

## 2 多因素共振，光通信行业持续景气

公司是光通信网络和无线通信网络设备制造商，处于产业链中游位置。上游主要是金属原材料、化工塑胶行业、光器件配套行业以及钢铁行业等；下游则主要是各类公网和专网用户，包括电信运营商、电信主设备商和网络集成商。

### 2.1 通信设备制造业发展机遇良好

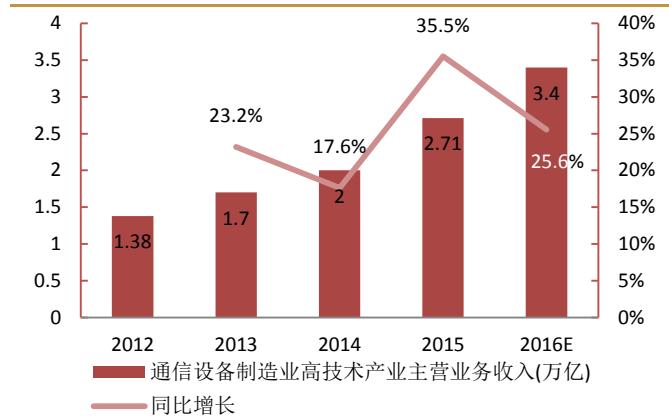
**上游原材料供应充足，企业成本可控。**通信设备制造所需原材料种类众多，上游行业覆盖较广，主要包括金属原材料行业、化工塑胶行业、光器件配套行业及光纤光缆行业等。行业内企业数量众多，市场供应较为充足，各企业之间的产品存在较大的替代性，使得公司在原材料采购上具有一定的议价能力。华脉科技主要采取以下方式降低原材料价格波动带来的不利影响：一是通过与供应商签订供货协议，稳定供应价格；二是改进生产工艺；三是加强原材料库存管理。

图 10：公司所处行业上下游



数据来源：招股书，西南证券整理

图 11：通信设备制造高技术产业主营业务收入及同比



数据来源：统计局，西南证券

**下游网络基建持续推进，带动通信设备需求。**通信设备的主要需求来自电信运营商、中国铁塔、电信主设备商和网络集成商的投资。近年来，通信网络的战略地位越来越受到国家的重视，通信设备制造业获得良好发展机遇，2015年通信设备制造业创收2.71万亿，预计2016年达3.4万亿。一方面，随着FTTX、3G/4G通信网络建设的不断推进，电信运营商和中国铁塔持续加大对通信网络建设的资金投入，带动通信设备制造业的持续发展；另一方面，由于通信技术更新换代快，对新技术、新产品具有持续的需求，5G和下一代互联网目前正在成为新的行业热点，未来将为通信设备制造行业内具备持续创新能力的企业提供新的利润增长点。

### 2.2 多因素驱动，持续利好光器件市场

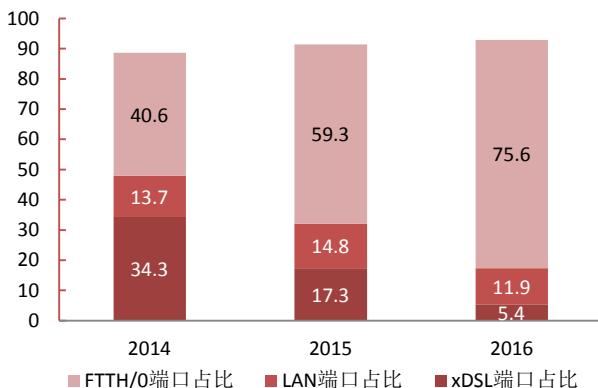
公司的ODN网络建设方案覆盖了从局端OLT到用户端ONU的全系列ODN网络建设必需产品。ODN作为FTTX系统的重要组成部分，是光线路终端OLT与光网络单元ONU之间的光传输物理通道，承担光信号的传输和功率分配任务。ODN网络建设成本高昂，是FTTX投资的重点，最高可占总体投资的50%-70%。在大规模FTTX建设下，ODN实际上已经成为宽带网络投资主体，是光通信发展不可或缺的一环。

**图 12: ODN 网络示意图**

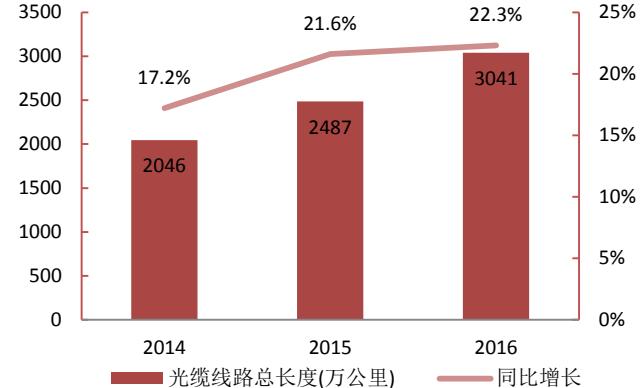

数据来源：招股书，西南证券整理

互联网宽带接入端口“光进铜退”趋势推动光通信网络设备市场发展。2016 年互联网宽带 xDSL 端口比上年减少 6259 万个，总数降至 3733 万个，占互联网接入端口的比重由上年的 17.3% 下降至 5.4%。光纤接入（FTTH/O）端口比上年净增 1.81 亿个，达到 5.22 亿个，占互联网接入端口的比重由上年的 59.3% 提升至 75.6%，全球宽带接入技术目前已经进入全面发展光纤传输的时代，未来光纤接入端口数量进一步增加，将带动光通信设备市场需求。

光缆线路加速铺设保障光器件行业持续景气。2016 年我国光缆线路总长度达到 3041 万公里，同比增长 22.3%。2016 年-2017 年中移动光缆采集招标预计为 1.1~1.2 亿芯公里；联通 2017-2018 年光缆集中采购规模为 5830 万芯公里，受益于三大运营商持续加大光纤网络建设，光缆线路加速铺设，同时电信运营商、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 13: 互联网接入端口类型占比(%)**


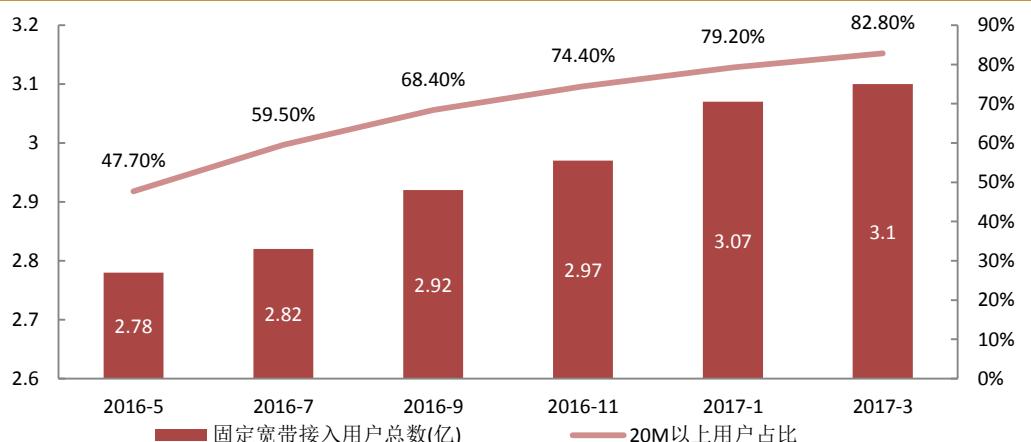
数据来源：工信部，西南证券整理

**图 14: 光缆线路总长度及同比增速**


数据来源：工信部，西南证券整理

网民渗透率较低，高速带宽覆盖不足，“宽带中国”战略的深入实施将为光通信网络设备带来巨大的市场需求。2016年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。我国在2016年末基本实现宽带速率8Mbps及以上全覆盖，截止2017年3月，20Mbps用户占比已达82.8%，但50Mbps及以上接入速率的固定宽带用户占比仍不足50%。宽带提速效果显著，但高速带宽覆盖不足，网络仍有较大升级提速空间。

图 15：宽带接入用户总数及 20M 以上用户占比



数据来源：工信部，西南证券整理

“宽带中国”战略政策红利，将持续利好光通信设备市场。根据2016年工信部发布的《信息基础设施重大工程建设三年行动方案》到2018年，新增干线光缆9万公里，新增光纤到户端口2亿个，城镇地区实现光网覆盖，提供1000兆比特每秒以上接入服务能力，大中城市家庭宽带用户提供100兆比特每秒以上灵活选择，行政村通光纤比例由75%提升到90%。

表 7：近几年国家相关部门颁布的利好通信行业发展的政策

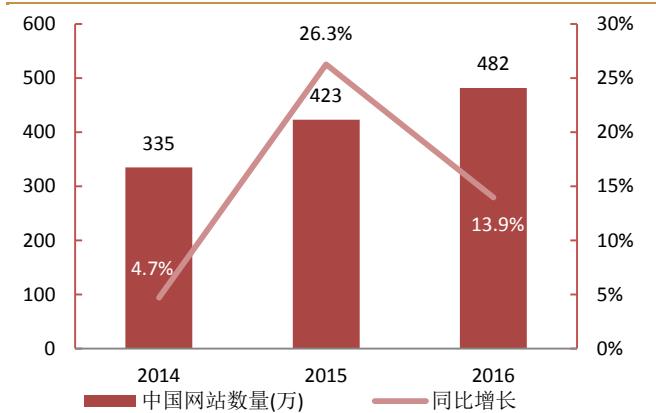
时间	部门	名称
2013	国务院	“宽带中国”战略及实施方案
2013	发改委	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》
2013	工信部	关于实施宽带中国2013专项行动的意见(2013)
2014	国务院	国家新型城镇化规划(2014-2020年)
2014	工信部	关于实施宽带中国2014年专项行动的意见(2014)
2015	国务院	国务院办公厅关于加快高速宽带网络建设推进网络提速降费的指导意见(2015)
2015	国务院	中国制造2025
2016	国务院	国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要(2016)

数据来源：公司招股书，西南证券整理

互联网行业及云计算市场繁荣促进数据中心发展，带动中游光器件需求。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。

近年来，我国互联网行业保持持续蓬勃发展的良好趋势，网站数量快速增加，视频、游戏等新兴行业发展带来网络流量爆发式增长。截至 2016 年末，中国网站数量已达 482 万个，同比增长 13.95%。互联网行业发展极大的促进了 IDC 市场的需求规模。预计到 2018 年，中国 IDC 市场规模将超过 1400 亿，增速将接近 39.6%。

**图 16：中国网站数量及同比增长**



数据来源：CNNIC，西南证券整理

云计算市场繁荣推动对数据中心需求。云计算作为新兴产业，市场规模正在飞速发展，“十二五”期间年均增长超过 30%，2016 年中国云服务市场规模已达到 516 亿，预计 2017 年市场份额将达到 698 亿。2017 年工信部发布《云计算发展三年行动计划(2017-2019 年)》，提出到 2019 年我国云计算产业规模将达到 4300 亿元，云计算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，将持续拉动对数据中心需求的增长。

**图 18：IDC 图示**

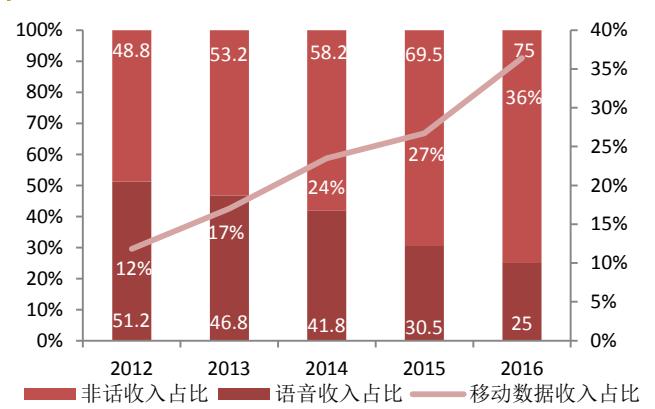


数据来源：16sucui，西南证券整理

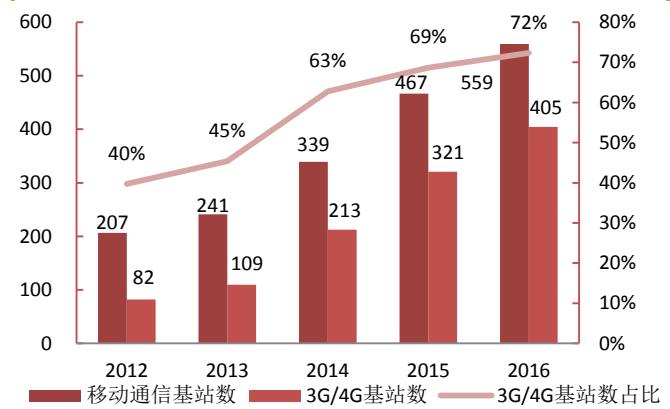
## 2.3 无线通信行业受益 4G 网络建设

运营商重视 4G 网络建设，利好中游无线通信网络行业。目前，人们移动通信消费习惯正由“话音业务为主”向“数据业务为主”迁移。2016 年，电信业务收入结构继续向互联网接入和移动流量业务倾斜。非话音业务收入占比由上年的 69.5% 提高至 75.0%；移动数据及互联网业务收入占电信业务收入的比重从上年的 26.9% 提高至 36.4%。2016 年 4G 用户

新增 3.4 亿户，总数达到 7.7 亿户。移动通信设施建设步伐加快，移动基站规模创新高。2016 年，基础电信企业加快了移动网络建设，新增移动通信基站 92.6 万个，总数达 559 万个。其中 4G 基站新增 86.1 万个，总数达到 263 万个。电信业的稳步增长、4G 网络建设的推进以及运营商大规模资本支出，都将带动上游通信设备制造业进入快速发展阶段。

**图 20：电信业务收入结构**


数据来源：工信部，西南证券整理

**图 21：移动基站、3G/4G 基站数及占比**


数据来源：工信部，西南证券整理

### 3 拟投资项目

公司本次拟申请向社会公开发行人民币普通股 A 股，发行数量为不超过 3,400 万股，占发行后总股本的 25%。本次发行 A 股募集资金计划用于以下项目：

**表 8：募投项目**

序号	项目名称	投资总额 (万元)	建设期(年)	具体内容
1	光通信无源器件扩产项目	4,900	1	新增产能：光分路器 48 万只、光纤活动连接器 1,200 万芯、波分系列产品 33 万只、高速收发模块 6 万套
2	智能 ODN 扩产项目	6,456	1	帮助公司 ODN 系列产品升级创新及向智能化、自动化方向转化
3	无线基站设备用微波无源器件扩产项目	7,174	1	新增产能：年产合路器及合路平台 20.50 万台、功分器 50 万台、耦合器 100 万台、基站滤波器 10 万台
4	无线天线扩产项目	4,408	1.5	新增产能：基站天线 2 万面、美化天线 3 万面、特型天线 1 万面、室分天线 10 万面
5	通信设备研发中心扩建项目	5,378	1.5	引进一批高水平研发人才

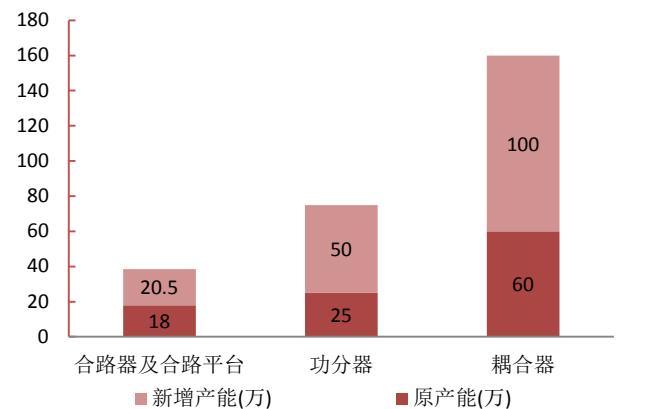
数据来源：光通信无源器件扩产项目

随着我国光通信市场的持续升温，国内光器件市场需求再次出现高峰。伴随着订单量和销售规模的不断扩大，公司虽逐年扩大生产规模，添置新设备，但生产基本处于满负荷状态，公司产品产能利用率约为 100%。随着市场需求的稳定发展，公司光无源器件产品的订单量将继续增加。公司光无源通信器件的产能将被市场充分消化。

### 智能ODN扩产项目

本项目的实施将有助于公司ODN系列产品的升级创新，增大公司高端智能化产品的占比，扩大主营产品的齐备性。根据Digitimes Research的数据，截至2016年底，中国FTTH用户数量已增长至2.277亿，占固网宽带用户总数的76.6%。国家“宽带中国”战略及宽带接入端口“光进铜退”趋势有效带动了整个光通信产业链的发展，未来随着宽带接入网建设以及骨干网和城域网的升级扩容，ODN也将随之迎来新一轮的部署高峰。

图22：无源器件扩产项目产能情况



数据来源：招股书，西南证券整理

图23：FTTX场景下的ODN



数据来源：中国信息产业网，西南证券整理

### 无线基站设备用微波无源器件扩产项目

微波无源器件市场需求主要包括电信运营商基站的建设需求以及室内分布系统需求。根据Informa的数据，目前来自室内的数据需求约占总数据需求的70%，未来这一占比将继续提升至90%。随着智能手机的迅速普及，数据流量需求日益增长导致网络容量出现瓶颈。因此4G信号要进行深度覆盖，必须建设更多的室内分布系统，电信运营商将加大对室内分布系统的投资，对微波无源器件的需求将进一步加强。

### 无线天线扩产项目

随着全球4G网络建设的开展以及LTE的推广，基站天线数量和价值比例将逐渐增加。长远来看无线通信市场将向4G演进，相比2G、3G网络，4G工作在更高的频率上，信号覆盖范围更小，基站建设数量更多，这对于基站主设备及配套设备厂商、射频器件厂商来说，形成了有利的需求支撑。

## 4 盈利预测

假设 1：公司生产的 ODN 网络物理连接及保护设备毛利率能稳定在 35-38%；

假设 2：公司生产所需原材料和产品价格在合理范围内波动。

根据以上说明和假设，我们预计公司 2017-2019 年的营业收入分别为 11.79 亿元、14.38 亿元和 17.61 亿元，归属母公司所有者的净利润分别为 1.05 亿元、1.29 亿元和 1.59 亿元。

表 9：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
ODN 网络设备类	收入	526.07	604.98	725.98	871.17
	增速	14.15%	15%	20.00%	20.00%
	毛利率	37.10%	35.00%	38.00%	38.00%
光无源器件类	收入	227.16	254.42	292.58	336.47
	增速	-18.79%	12.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	20.71%	20.00%	20.00%	20.00%
光缆类	收入	132.06	178.28	240.68	324.92
	增速	35.17%	35.00%	35.00%	35.00%
	毛利率	21.33%	20.00%	20.00%	20.00%
微波无源器件	收入	88.55	106.26	127.51	153.01
	增速	235.42%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	32.72%	30.00%	30.00%	30.00%
天线类	收入	17.41	26.12	39.17	58.76
	增速	154.90%	50.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	27.12%	30.00%	30.00%	30.00%
其他	收入	6.67	9.00	12.16	16.41
	增速	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
	毛利率	28.38%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	收入	997.92	1179.06	1438.08	1760.74
	增速	13.90%	17.90%	21.70%	22.20%
	毛利率	30.70%	30.80%	30.20%	30.00%

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)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	997.91	1179.06	1438.08	1760.74	净利润	83.95	106.54	130.80	160.13
营业成本	691.92	815.74	1004.47	1232.72	折旧与摊销	13.14	15.84	15.84	15.84
营业税金及附加	9.32	9.28	11.62	12.15	财务费用	8.19	-10.61	-12.94	-15.85
销售费用	120.75	141.49	165.38	202.49	资产减值损失	7.93	5.00	5.00	5.00
管理费用	78.08	94.32	112.17	137.34	经营营运资本变动	-14.63	-7.11	-37.60	-41.61
财务费用	8.19	-10.61	-12.94	-15.85	其他	16.83	-24.68	4.42	6.62
资产减值损失	7.93	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	115.42	84.97	105.51	130.14
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	8.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-46.69	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-38.69	0.00	0.00	0.00
营业利润	81.72	123.84	152.38	186.89	短期借款	-4.97	-108.03	0.00	0.00
其他非经营损益	20.38	1.50	1.50	1.50	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	102.11	125.34	153.88	188.39	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	18.15	18.80	23.08	28.26	支付股利	0.00	-16.79	-21.09	-25.90
净利润	83.95	106.54	130.80	160.13	其他	20.27	10.61	12.94	15.85
少数股东损益	0.00	1.07	1.31	1.60	筹资活动现金流净额	15.30	-114.21	-8.15	-10.05
归属母公司股东净利润	83.95	105.47	129.49	158.53	现金流量净额	92.13	-29.24	97.36	120.09
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
货币资金	219.93	190.69	288.04	408.13	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	537.73	663.55	799.52	977.98	销售收入增长率	13.88%	18.15%	21.97%	22.44%
存货	250.03	298.40	368.72	452.19	营业利润增长率	45.13%	51.53%	23.05%	22.65%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	76.80%	26.90%	22.77%	22.43%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	39.11%	25.23%	20.31%	20.36%
投资性房地产	15.09	15.09	15.09	15.09	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	164.56	155.14	145.72	136.31	毛利率	30.66%	30.81%	30.15%	29.99%
无形资产和开发支出	61.54	55.12	48.70	42.28	三费率	20.75%	19.10%	18.40%	18.40%
其他非流动资产	10.52	10.52	10.52	10.52	净利率	8.41%	9.04%	9.10%	9.09%
<b>资产总计</b>	<b>1259.40</b>	<b>1388.51</b>	<b>1676.32</b>	<b>2042.50</b>	ROE	18.26%	19.39%	19.84%	20.18%
短期借款	108.03	0.00	0.00	0.00	ROA	6.67%	7.67%	7.80%	7.84%
应付和预收款项	674.88	820.52	995.93	1224.62	ROIC	16.90%	22.05%	25.21%	28.37%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.33%	10.95%	10.80%	10.61%
其他负债	16.77	18.53	21.22	24.48	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>799.68</b>	<b>839.05</b>	<b>1017.15</b>	<b>1249.09</b>	总资产周转率	0.83	0.89	0.94	0.95
股本	102.00	136.00	136.00	136.00	固定资产周转率	7.09	7.42	9.62	12.56
资本公积	160.22	126.22	126.22	126.22	应收账款周转率	1.97	2.00	2.01	2.02
留存收益	197.51	286.19	394.58	527.22	存货周转率	2.61	2.93	2.99	2.99
归属母公司股东权益	459.72	548.40	656.80	789.43	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.93%	—	—	—
少数股东权益	0.00	1.07	2.37	3.97	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>459.72</b>	<b>549.47</b>	<b>659.17</b>	<b>793.41</b>	资产负债率	63.50%	60.43%	60.68%	61.16%
负债和股东权益合计	1259.40	1388.51	1676.32	2042.50	带息债务/总负债	13.51%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	流动比率	1.27	1.39	1.44	1.48
EBITDA	103.06	129.06	155.27	186.88	速动比率	0.96	1.03	1.08	1.12
PE	-	-	-	-	股利支付率	0.00%	15.92%	16.29%	16.34%
PB	-	-	-	-	<b>每股指标</b>				
PS	-	-	-	-	每股收益	0.62	0.78	0.95	1.17
EV/EBITDA	-1.63	-1.91	-2.21	-2.48	每股净资产	3.38	4.04	4.85	5.83
股息率	-	-	-	-	每股经营现金	0.85	0.62	0.78	0.96
					每股股利	0.00	0.12	0.16	0.19

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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn