

# 高端光纤连接器厂商，受益数据中心/5G建设

## ——太辰光（300570）公司深度

### 报告摘要：

**立足光器件行业，IDC下游需求旺盛。**公司自成立以来就立足光器件行业，主要生产陶瓷插芯、光纤连接器和光分路器等光互联产品，实现光纤连接、定位及分路等功能，掌握了 MPO/MTP 类高密度光纤连接器技术，供货于国际知名互联网企业的数据中心。

**陶瓷插芯板块：收购上游公司，转入光纤连接器拓宽获利空间。**受益于全球数据中心的建设以及 5G 刺激，陶瓷插芯市场规模从 2010 年-2017 年复合增长率达到 20.4%。据中国电子元件协会预测，2018 年市场增速为 35%。陶瓷插芯市场竞争充分，2016 年由于市场大幅降价，公司陶瓷插芯略微亏损。公司凭借陶瓷插芯技术优势，2017 年公司收购整合和川有效提升公司主营产品的竞争力着重将陶瓷插芯转移到其他光纤连接器产品生产，通过垂直整合措施，进一步优化公司陶瓷插芯业务盈利水平。

**光纤连接器板块：提高产品占比，海外市场稳固，改善公司毛利率。**光纤连接器需求主要来源于光纤入户，基站及数据中心等光通信。2018 年全球数据中心的建设持续推进，应用于数据中心的光纤连接器的需求进一步增长。市场研究机构 Synergy Research Group 的最新数据显示，截至 2018 年底，超大规模运营商的大型数据中心数量同比增长了 11%，总数达到 430 个。公司在 MTP 光连接器方面已成为业内细分市场的领先企业，是全球数据中心建设相关产品的重要供应商之一。公司发挥技术优势，重点生产 MPO/MTP 高密度光纤连接器等高端产品，开拓空间提升公司业务收入。

**PLC 分路器：整合上游企业，降低生产成本。**公司在 2017 年收购广东瑞芯源公司，达成了原计划募投项目中的新增 PLC 晶圆生产线目标，本次收购使公司在短期内实现了 PLC 晶圆量产，有利于降低 PLC 产品综合成本。

**公司盈利预测及投资评级。**我们预计公司归母净利润 2018-2020 年增速分别为 47%/33%/30%，预计公 2018-2020 年 EPS 分别为 0.64/0.80/0.96 元，对应 PE 分别为 32/26/21 倍，给予公司“强烈推荐”评级。

### 财务指标预测

| 指标        | 2016A   | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E    |
|-----------|---------|--------|--------|--------|----------|
| 营业收入(百万元) | 421.04  | 489.79 | 719.59 | 954.41 | 1,240.74 |
| 增长率(%)    | -16.15% | 16.33% | 46.92% | 32.63% | 30.00%   |
| 净利润(百万元)  | 101.40  | 100.03 | 148.20 | 183.36 | 220.42   |
| 增长率(%)    | -12.92% | -1.35% | 48.15% | 23.73% | 20.21%   |
| 净资产收益率(%) | 9.53%   | 8.98%  | 12.36% | 14.12% | 15.51%   |
| 每股收益(元)   | 1.03    | 0.44   | 0.64   | 0.80   | 0.96     |
| PE        | 25.80   | 46.96  | 31.70  | 25.63  | 21.32    |
| PB        | 2.46    | 4.22   | 3.92   | 3.62   | 3.31     |

2019 年 02 月 18 日

强烈推荐/首次

太辰光

深度报告

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

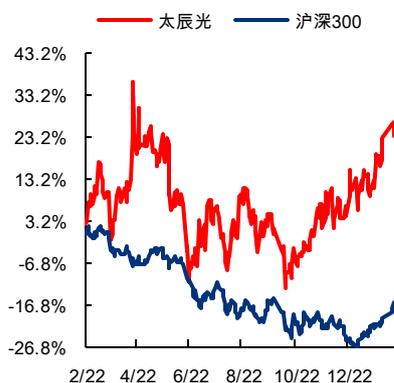
执业证书编号：

S1480510120014

### 交易数据

|                |             |
|----------------|-------------|
| 52 周股价区间(元)    | 20.44-16.82 |
| 总市值(亿元)        | 47.01       |
| 流通市值(亿元)       | 19.49       |
| 总股本/流通 A 股(万股) | 23000/9534  |
| 流通 B 股/H 股(万股) | /           |
| 52 周日均换手率      | 6.19        |

### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 1. 立足光器件行业，IDC下游需求旺盛.....              | 4  |
| 1.1 受益于IDC行业发展，公司业绩加速发展.....           | 5  |
| 2. 陶瓷插芯：收购上游公司，转入光纤连接器拓宽获利空间.....      | 7  |
| 2.1 陶瓷插芯广泛应用于光通信行业，下游IDC需求旺盛.....      | 7  |
| 2.2 全球光器件市场集中于中国，国内市场已实现充分竞争.....      | 8  |
| 2.3 公司积极转换思路，将陶瓷插芯转移入光纤连接器提高市场竞争力..... | 9  |
| 3. 光纤连接器：提高产品占比，站稳海外市场.....            | 10 |
| 3.1 光纤连接器直接受益光纤入户，5G基站及数据中心建设.....     | 10 |
| 3.2 海外数据中心建设壮大公司光纤连接器业务板块.....         | 11 |
| 3.3 公司产品质量高要求，进入海外市场提高整体盈利能力.....      | 12 |
| 4. PLC分路器：整合上游企业，降低生产成本.....           | 13 |
| 5. 盈利预测及估值.....                        | 17 |

## 表格目录

|                  |    |
|------------------|----|
| 表 1：公司主要产品.....  | 5  |
| 表 3：公司盈利预测表..... | 18 |

## 插图目录

|  |           |
|--|-----------|
| 图 1：光通信行业产业链.....                            | 4         |
| 图 2：公司营业收入16年后恢复增长.....                      | 5         |
| 图 3：公司18年归母净利润快速增长.....                      | 5         |
| 图 4：营业收入主要来源于光器件.....                        | 6         |
| 图 5：公司海外收入占比超过80%.....                       | 6         |
| 图 6：公司毛利率和净利率.....                           | 6         |
| 图 7：太辰光陶瓷插芯产品.....                           | 7         |
| 图 8：2011-2015年三环与太辰光陶瓷插芯毛利率对比.....           | 9         |
| 图 9：太辰光2013年-2016年陶瓷插芯单价（元）.....             | 9         |
| 图 10：太辰光光纤连接器产品.....                         | 10        |
| 图 11：光纤连接器主要制作流程.....                        | 错误!未定义书签。 |
| 图 12：全球连接器的主要应用领域.....                       | 11        |
| 图 13：Hyperscale数据中心运营商数据中心所在国家-2018年12月..... | 11        |
| 图 14：2010年-2017年光纤连接器市场份额（亿）.....            | 11        |
| 图 15：光纤连接器销量与销量增速（万只）.....                   | 12        |

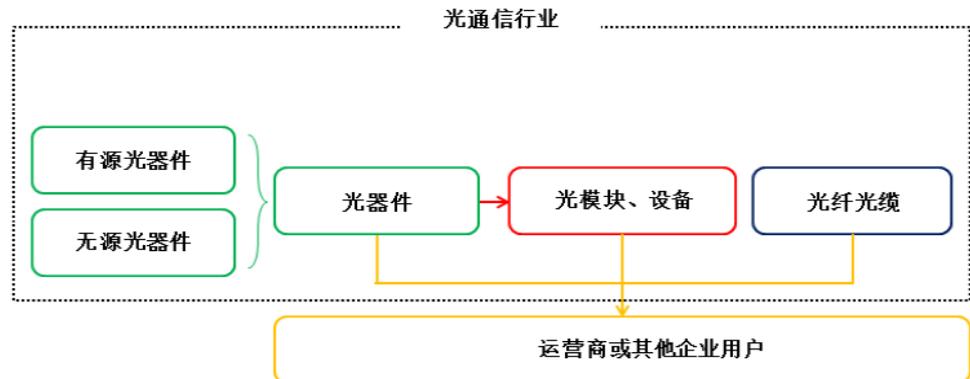
|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 16: 太辰光与中国光纤销售收入与增速对比（万元） .....     | 13 |
| 图 17: 2010 年-2017 年光纤连接器市场份额（亿） ..... | 13 |
| 图 18: PLC 分路器 .....                   | 13 |
| 图 19: PLC 芯片 .....                    | 14 |
| 图 20: PLC 分路器全球市场规模（亿美元） .....        | 15 |
| 图 21: 2013 年 PLC 分路器生产企业市场份额 .....    | 15 |
| 图 23: PLC 分路器销量与单价（万只） .....          | 16 |

## 1. 立足光器件行业，IDC 下游需求旺盛

太辰光于 2000 年成立，自成立以来就立足光器件行业，主要生产陶瓷插芯、光纤连接器和光分路器等光互联产品，实现光纤连接、定位及分路等功能，在光纤到户、数据中心和云计算等领域有广泛应用。2016 年 11 月公司在深圳证券交易所公开上市。经过近 20 年发展，公司掌握了 MPO/MTP 类高密度光纤连接器技术，供货于国际知名互联网企业的数据中心。

光器件处于光通信行业上游，实现信号传输和转换。光器件用于实现光信号连接、能量分路/合路、波长复用/解复用、光路转换、方向阻隔、光-电-光转换、光信号放大、光信号调制等功能的器件。公司主要产品集中在光无源器件领域，光无源器件是指光通信系统中需要消耗一定的光能量、具有一定功能而没有光-电或电-光转换的器件，包括光纤连接器、光纤耦合器、光波分复用器、光衰减器和光隔离器等。

图 1:光通信行业产业链



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司产品主要包括陶瓷插芯、光纤连接器、光分路器、光纤传感产品等，以陶瓷插芯、光纤连接器为主。公司的 MPO/MTP 类高密度光纤连接器大量应用于国际知名互联网企业的数据中心。公司的光传感系统主要用于实现温度、压力、应变等变量监测功能，以其特有的抗干扰等性能而在电力、建筑、石化等行业有着广泛的应用前景，已经在南方电网、国家电网等大型企业获得了较好的认同与应用。

**表 1: 公司主要产品**

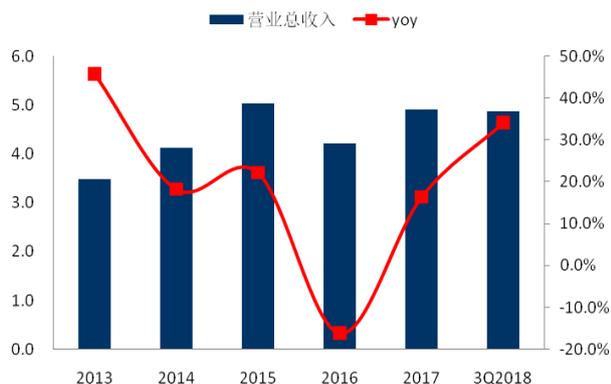
| 产品种类   | 图示  | 公司产品简介   |
|--------|---|--|
| 陶瓷插芯   |    | 实现光纤的精确定位, 是光纤连接器及其他光器件的基础部件   |
| 光纤连接器  |    | 用于实现光纤两个端面的精密对接, 主要用于光纤线路的连接、光发射机输出端口/光接收机输入端口与光纤之间的连接、光纤线路与其他光器件之间的连接等, 是目前使用数量最多的光无源器件 |
| 光分路器   |    | PLC 分路器、耦合器和波分复用器等   |
| 光纤传感产品 |  | 光纤光栅、光纤传感器以及光纤光栅传感分析仪、分布式光纤传感系统等产品   |

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 1.1 受益于 IDC 行业发展, 公司业绩加速发展

截至 2018 年前三季度, 公司实现营业收入 4.86 亿元, 同比增长 34.08%; 归母净利润 1.08 亿元, 同比增长 37.81%。2016 年公司营收和归母增速下滑主要由于陶瓷插芯器件竞争激烈, 市场价格下滑严重, 公司此业务出现亏损。公司目前光器件供应下游主要用于数据中心建设, 预计未来随着全球数据中心建设的持续发展以及 5G 展开后, 数据流量高速增长驱动数据中心再扩张, 公司业务将逐步扩大。

**图 2: 公司营业收入 16 年后恢复增长**
**图 3: 公司 18 年归母净利润快速增长**



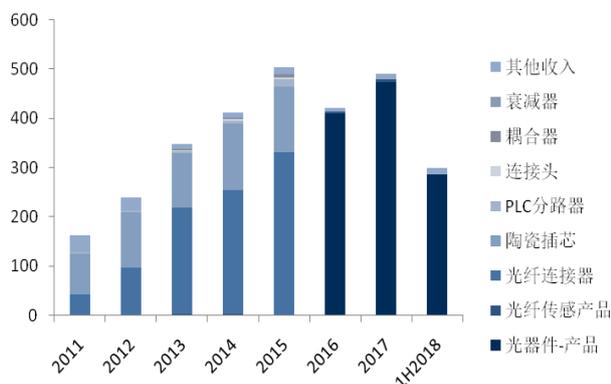
资料来源: wind, 东兴证券研究所



资料来源: wind, 东兴证券研究所

公司营业收入主要来源于光器件, 市场集中在海外。公司光器件产品占整个收入的 95%以上。根据公司招股说明书披露, 2015 年光器件产品中光纤连接器占整个收入 65%, 陶瓷插芯占比为 25%。2016 年由于陶瓷插芯市场价格急剧下降, 公司陶瓷插芯业务亏损, 目前公司积极调整产品结构, 陶瓷插芯占比下调至 10%以下。由于海外亚马逊、谷歌等互联网公司扩建数据中心, 公司产品质量通过海外标准, 海外收入占比逐年增加, 2018 年上半年公司海外收入占比达到 89%。

图 4: 营业收入主要来源于光器件



资料来源: wind, 东兴证券研究所

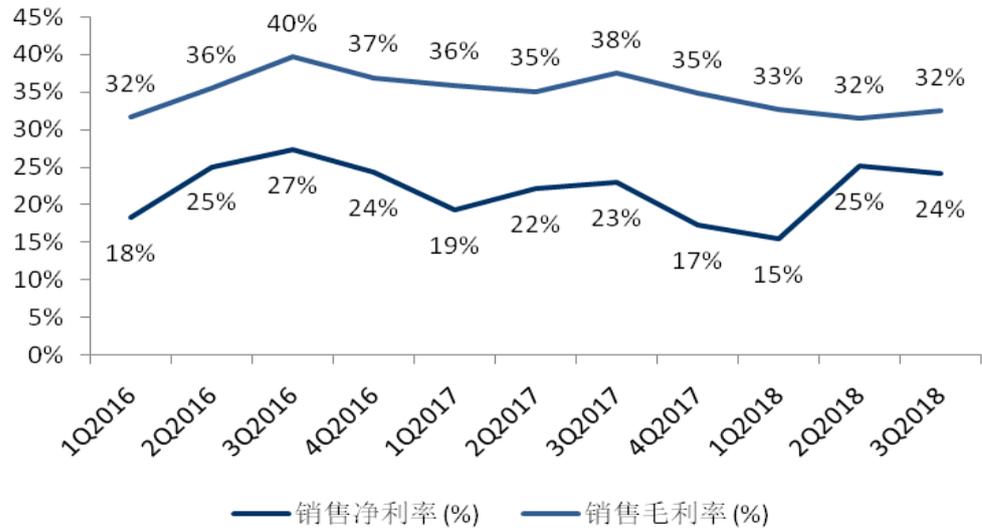
图 5: 公司海外收入占比超过 80%



资料来源: wind, 东兴证券研究所

公司毛利率稳定在 30%水平, 2018 年毛利率企稳。近两年内, 陶瓷插芯市场竞争激烈, 大规模降价导致公司整体毛利率自 2016 年起不断下滑, 目前公司调整产品结构并通过向国外提供定制化产品逐步稳定并提高公司整体毛利率。

图 6: 公司毛利率和净利率



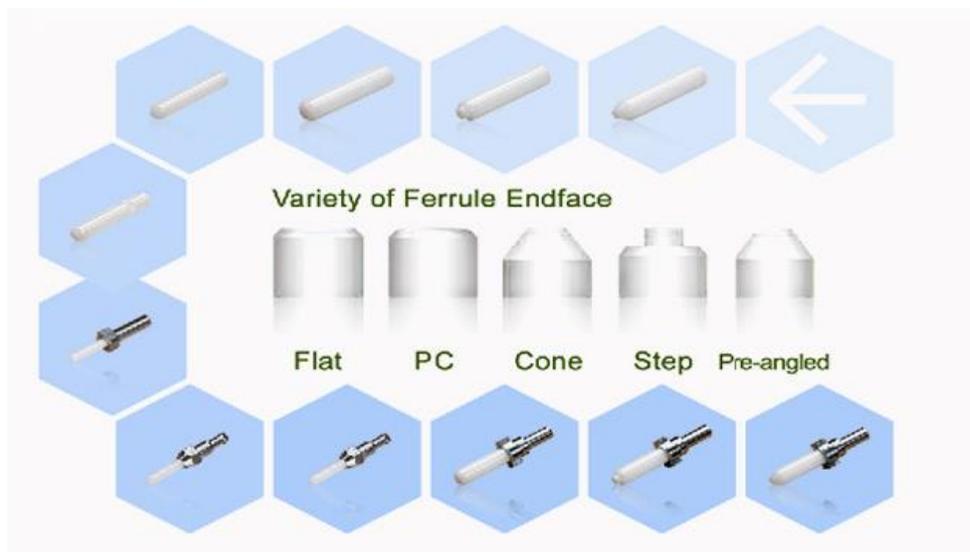
资料来源: wind, 东兴证券研究所

## 2. 陶瓷插芯: 收购上游公司, 转入光纤连接器拓宽获利空间

### 2.1 陶瓷插芯广泛应用于光通信行业, 下游 IDC 需求旺盛

陶瓷插芯属于光纤通信精密定位器件, 广泛应用于光通信行业。陶瓷插芯是光纤连接器插头中精密对中的圆柱体, 中心有一微孔, 用作固定光纤。陶瓷插芯是光纤通信网络中最常用、数量最多的精密定位件, 常用于光纤连接器的制造、器件的光耦合等。其最主要作用是实现光纤的物理对接, 所以陶瓷插芯的需求主要是来自于光纤连接器的需求, 1 个光纤连接器需 2 个陶瓷插芯和 1 个套筒。

图 7:太辰光陶瓷插芯产品



资料来源：太辰光通信官网 东兴证券研究所

受益于全球数据中心的建设以及5G刺激，陶瓷插芯的市场规模近年来呈逐渐扩张的趋势。市场规模从2010年的5.45亿元扩张到2017年约为20亿元，七年复合增长率达到20.4%。据中国电子元件协会预测，至2018年陶瓷插芯的市场规模将由目前的20亿元增长至27亿元，增速为35%。

图 8：2010-2017 年中国光纤陶瓷插芯市场规模（亿）

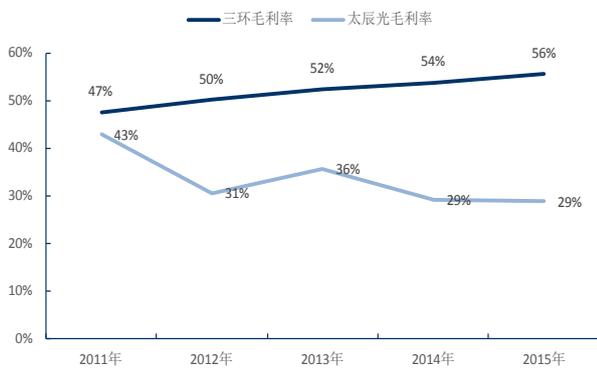


资料来源：博思数据，中国电子元件协会，东兴证券研究所

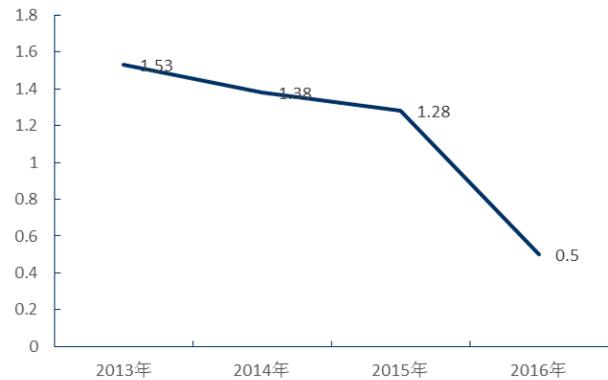
## 2.2 全球光器件市场集中于中国，国内市场已实现充分竞争

陶瓷插芯市场充分竞争，国内占有全球90%以上份额，三环集团为目前全球最大陶瓷

插芯生产商, 占据 70% 以上份额。根据中国电子元件行业协会统计, 2013 年全球陶瓷插芯市场规模约 2.9 亿美元, 我国陶瓷插芯产量 (含在华外企) 接近全球总产量的 93%。2017 年生产陶瓷插芯份额最高三大厂商分别是潮州三环集团, 台湾富士康集团以及日本爱德曼。其中潮州三环集团的陶瓷插芯销量居全球第一。除此之外, 深圳太辰光, 宁波博莱特光电, 宁波韵升, 上海京瓷等国内的企业也在全球陶瓷插芯生产中占据较大的份额。2016 年, 三环集团采取降价措施将产品单价压至 0.47 元左右, 市占率由 40% 上升至 70%-90%, 与此同时三环集团产业链布局完整成本较低, 2016 年三环毛利率仍然高达 52.4%。2015 年全球陶瓷插芯产值预计约 3.4 亿美元, 按 2015 年年末汇率折算约为 22 亿元人民币, 通过公司 2015 年陶瓷插芯销售收入推算, 公司陶瓷插芯市场占有率约为 6%。

**图 9: 2011-2015 年三环与太辰光陶瓷插芯毛利率对比**


资料来源: 太辰光、三环财务数据, 东兴证券研究所

**图 10: 太辰光 2013 年-2016 年陶瓷插芯单价 (元)**


资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

### 2.3 公司积极转换思路, 将陶瓷插芯转移入光纤连接器提高市场竞争力

公司稳定陶瓷插芯的生产规模, 未来将着重陶瓷插芯转移到其他光纤连接器产品生产。在陶瓷插芯生产技术逐渐成熟的大背景下, 销售价格逐渐降低。根据和弦产业研究中心发布的《2016 年度中国光通信市场研究报告》, 国内陶瓷插芯生产厂家超过市场需求的增加速度, 2016 年市场价格从 0.8 元将至 0.56 元, 整个市场经历了一轮激烈的洗牌。2016 年, 部分中小企业选择了低价清理库存, 减产或转型。2017 年公司陶瓷插芯微亏, 2018 年实现扭亏为盈, 未来公司将着重于陶瓷插芯生产业务的创新以及将生产中心转移到其他光器件产品的生产之中。

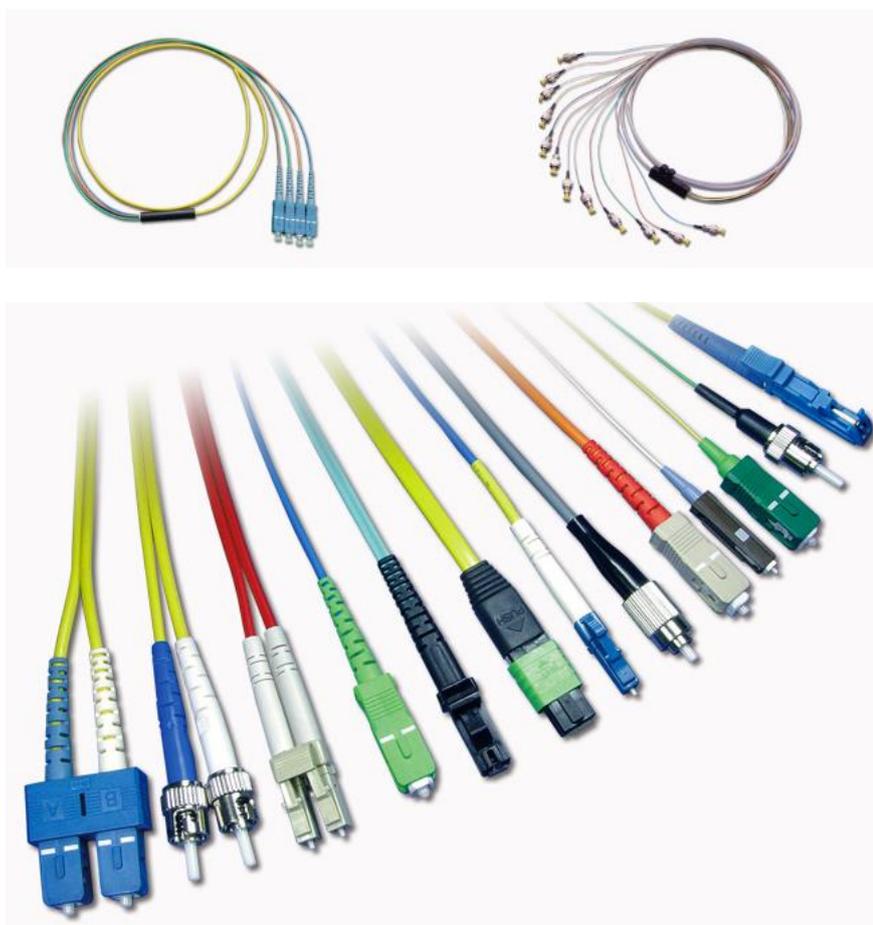
公司目前在提高产品技术水平和创新以及降低产品原材料成本方面做出相应的业务调整, 提高市场竞争力。公司作为国内较早研发和生产陶瓷插芯产品的企业之一, 在超精密加工的精度、稳定性控制方面积累了丰富的经验, 在产品同心度等关键技术指标及可靠性方面, 获得用户一致认可。公司一方面致力于提高产品技术水平和差异化产品的研制与销售, 另一方面通过整合上游产品 (毛坯及锆粉) 的研发与生产, 提升了成本控制力, 实现了插芯产品毛利率的明显回升。2017 年公司收购整合和川有效提升公司主营产品的竞争力以及综合毛利率, 同时未来陶瓷材料的应用范围有望逐步拓宽。通过收购并增资景德镇和川粉体材料有限公司, 同时加速实现原募投项目中建设毛坯生产的目标, 并补充了基础的陶瓷粉体材料技术。公司计划将原有毛坯生产整

体搬迁至江西景德镇，并在此基础上扩大生产规模。通过以上垂直整合措施，公司的插芯毛坯生产技术、设备和人力资源将进一步优化，极大降低生产成本，提高竞争力。

### 3. 光纤连接器：提高产品占比，站稳海外市场

光纤连接器是在光通信中用于设备之间、光纤之间进行可拆卸连接的光器件，是光纤通信系统中不可缺少的无源器件。光纤连接器把光纤的两个端面精密对接起来，以使发射光纤输出的光能量能最大限度地耦合到接收光纤中去，并使由于其介入光链路而对系统造成的影响减到最小。在一定程度上，光纤连接器影响了光传输系统的可靠性和各项性能。大多数的光纤连接器由三部分组成：两个配合插头和一个耦合套筒。两个插芯装进两根光纤尾端；耦合套筒起对准的作用，套筒多配有金属或非金属法兰，以便于连接器的安装固定。

图 11:太辰光光纤连接器产品



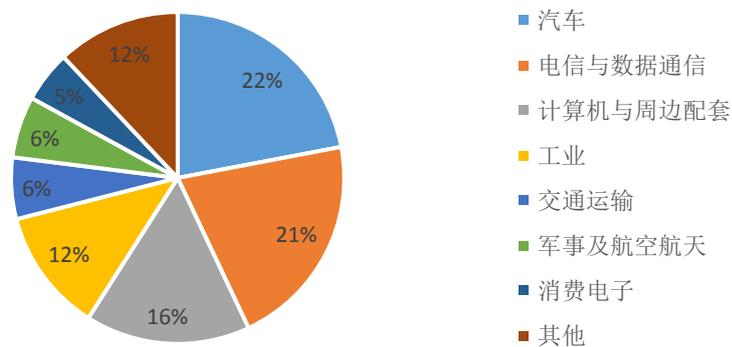
资料来源：太辰光通信官网 东兴证券研究所

#### 3.1 光纤连接器直接受益光纤入户、5G 基站及数据中心建设

光纤连接器生产的上游企业是原料供应企业, 下游需求主要来源于光纤入户, 基站及数据中心等光通信方面。光纤连接器的上游企业主要包括铜供应企业, 石油供应企业, 工程塑料类企业以及铝供应。光纤连接器的需求主要是受光纤通信行业的发展, 集中在三大细分领域: 光纤到户, 移动基站建设, 数据中心。

光纤连接器主要用途在电信领域, 未来云计算、数据中心、5G 等大流量应用不断增长推动光纤连接器市场扩大。根据中国产业研究, 2017 年全球的光纤连接器市场规模中通信相关业务占据的市场规模最大, 约为 8.68 亿美元。其次是数据中心、军事、电视与广播、航空航天等其他领域。电信应用是光纤连接器的最大的消费市场。5G 的建设催生的高宽带服务、云应用及音频和视频服务将不断推动着全球的光纤连接器市场持续增长。

图 12:全球连接器的主要应用领域



资料来源: 中国产业研究院, 东兴证券研究所

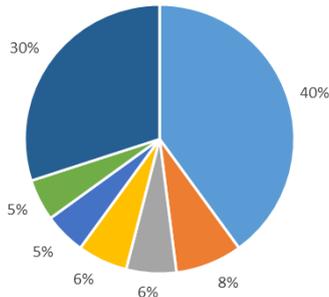
### 3.2 海外数据中心建设壮大公司光纤连接器业务板块

2018 年全球数据中心的建设持续推进, 应用于数据中心的 fiber 连接器的需求进一步增长。市场研究机构 Synergy Research Group 的最新数据显示, 截至 2018 年底, 超大规模运营商的大型数据中心数量同比增长了 11%, 总数达到 430 个。美国仍是云和互联网数据中心的主流市场, 拥有全球 40% 的数据中心。继美国之后, 中国、日本、英国、澳大利亚和德国占据着 30% 的数据中心。在此背景下, 光纤连接器的市场规模由 2010 年的 41.23 亿逐渐增长到 16 年的 82 亿, 增长将近翻了一番, 虽然在 2017 年, 光纤连接器的市场规模有所下降, 主要是由于三大运营商的市场需求趋于稳定以及产品价格的下降导致, 但在 2017 年依然保持了一个较大的规模, 七年的复合增长率达 9.54%。

图 13: Hyperscale 数据中心运营商数据中心所在国家-2018 年 12 月

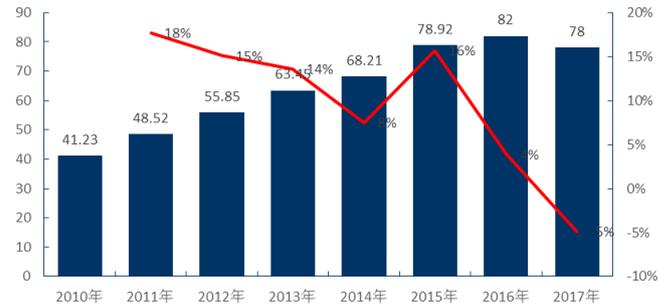
图 14: 2010 年-2017 年光纤连接器市场份额 (亿)

■ 美国 ■ 中国 ■ 日本 ■ 英国 ■ 澳大利亚 ■ 德国 ■ 其他



资料来源：Synergy Research Group，东兴证券研究所

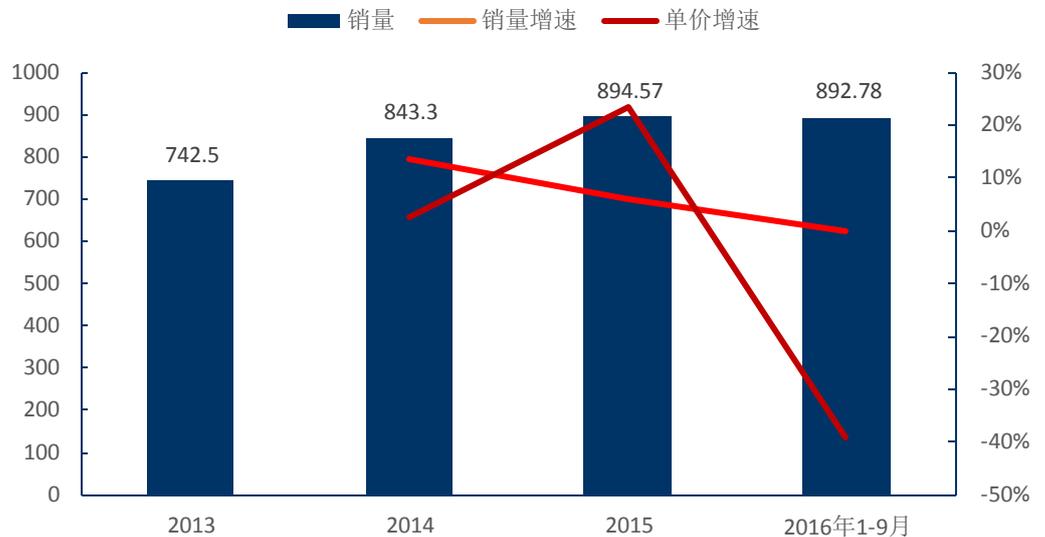
■ 市场规模 ■ 增速



资料来源：光纤信息通信，东兴证券研究所

中国在全球光纤市场的生产中占据超过 35% 的市场份额。在全球光纤连接器生产企业前十中有近一半是中国企业，中国凭借超过 35% 的市场份额成为光纤连接器最大的生产国，紧随其后的北美和欧洲各自的市场份额均不到 20%。公司在 2015 年全球光纤连接器产值预计约 11.1 亿美元，按 2015 年年末汇率折算约为 72 亿元人民币，结合公司 2015 年光纤连接器销售收入推算，公司光纤连接器市场占有率约为 4.6%。

图 15：光纤连接器销量与销量增速（万只）



资料来源：太辰光招股说明书，东兴证券研究所

### 3.3 公司产品质量高要求，进入海外市场提高整体盈利能力

公司光纤连接器的市场增长稳定，份额逐步提升。中国光纤在 2011 年至 2015 年期间的销售收入呈现出较为稳定的特点，而公司的销售收入则呈现不断上升的态势。基于陶瓷插芯生产工艺的不断成熟并且盈利空间的逐渐减小，公司不断进行业务转型，将更多地业务转移到光纤连接器的生产与销售，提升产品的质量，进行相应的制作工艺

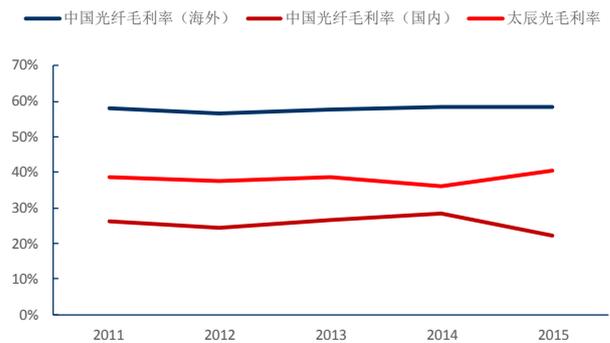
的创新, 光纤连接器的销售收入逐渐在公司的业务收入的占据较大的份额。

图 16: 太辰光与中国光纤销售收入与增速对比 (万元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 17: 2010 年-2017 年光纤连接器市场份额 (亿)



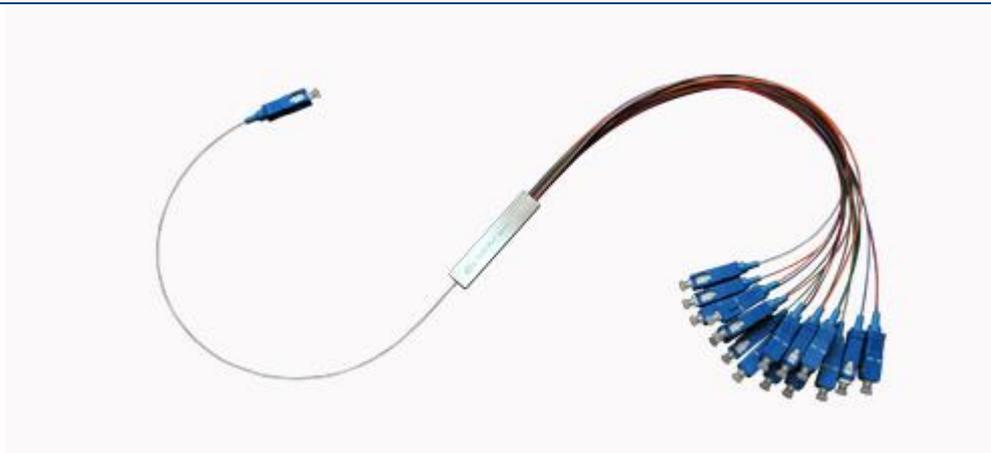
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司提升产品品质和服务水平拓展海外市场, 光纤连接器产品海外毛利率远高于国内, 提升公司盈利水平。基于自产插芯的优势, 公司成为行业内少数具备了符合 IEC61755 标准的 B 级跳线和标准测试线等高标准连接器的成熟制造工艺和规模生产能力的企业之一, 光连接器规格齐全, 实现低插入损耗和高回波损耗。公司发挥技术优势, 重点生产 MPO/MTP 高密度光纤连接器等高端产品, 有力提升公司盈利水平。公司在 MTP 光连接器方面已成为业内细分市场的领先企业, 是全球数据中心建设相关产品的重要供应商之一。公司光纤连接器批量供货于美国、俄罗斯、西班牙、意大利等欧美国家, 产品主要销往海外, 与国际知名光通信行业巨头如康宁等保持稳定的客户关系, 海外销售额近年来保持高速增长。根据中国光纤公告, 海外光纤连接器毛利率接近 60% 高于国内毛利率一倍, 公司市场集中北美、欧洲, 极大提升整体毛利水平。

#### 4. PLC 分路器: 整合上游企业, 降低生产成本

PLC 分路器是光分路器的一种, 是用来实现光网络系统中光信号的耦合、分支和分配的光器件。光分路器又称分光器, 是光纤链路中重要的无源器件之一, 是具有多个输入端和多个输出端的光纤汇接器件。光分路器按分光原理可以分为熔融拉锥型和平面波导型 (PLC 型) 两种。与熔融拉锥式分路器相比, PLC 分路器的优点有: (1) 损耗对光波长不敏感, 可以满足不同波长的传输需要。(2) 分光均匀, 可以将信号均匀分配给用户。(3) 结构紧凑, 体积小, 可以直接安装在现有的各种交接箱内, 不需留出很大的安装空间。(4) 单只器件分路通道很多, 可以达到 32 路以上。(5) 多路成本低, 分路数越多, 成本优势越明显。

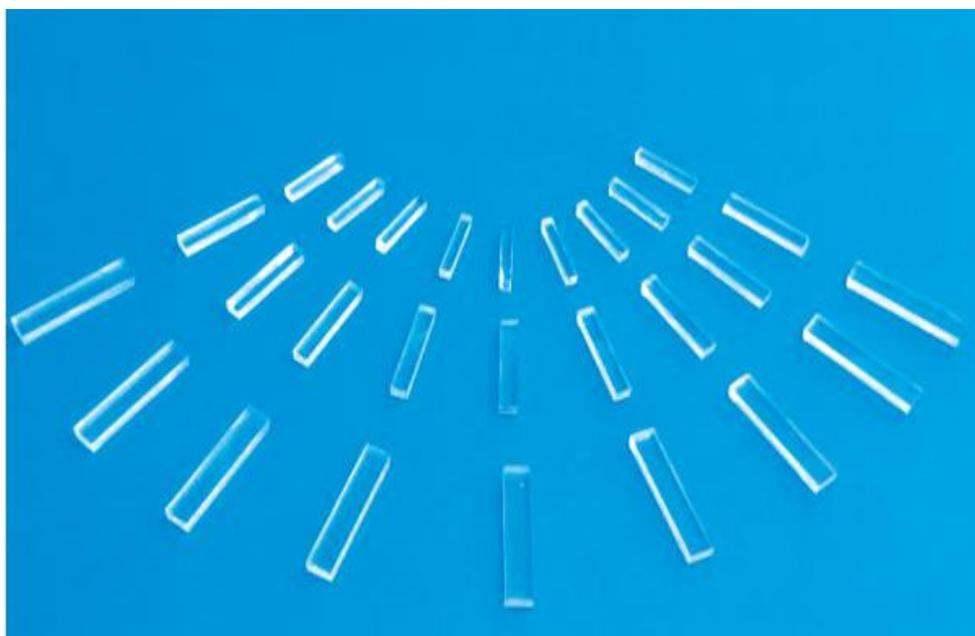
图 18: PLC 分路器



资料来源: 太辰光官网, 东兴证券研究所

PLC 光分路器的主要原材料为芯片和光纤阵列。PLC 光分路器的芯片采用半导体工艺(光刻、腐蚀、显影等技术)制作。光波导阵列位于芯片的上表面, 分路功能集成在芯片上, 也就是在一只芯片上实现分路, 一般而言, 每个节点的分光比为 50:50, 然后, 在芯片两端分别耦合输入端以及输出端的多通道光纤阵列并进行封装波导的光路。

图 19: PLC 芯片

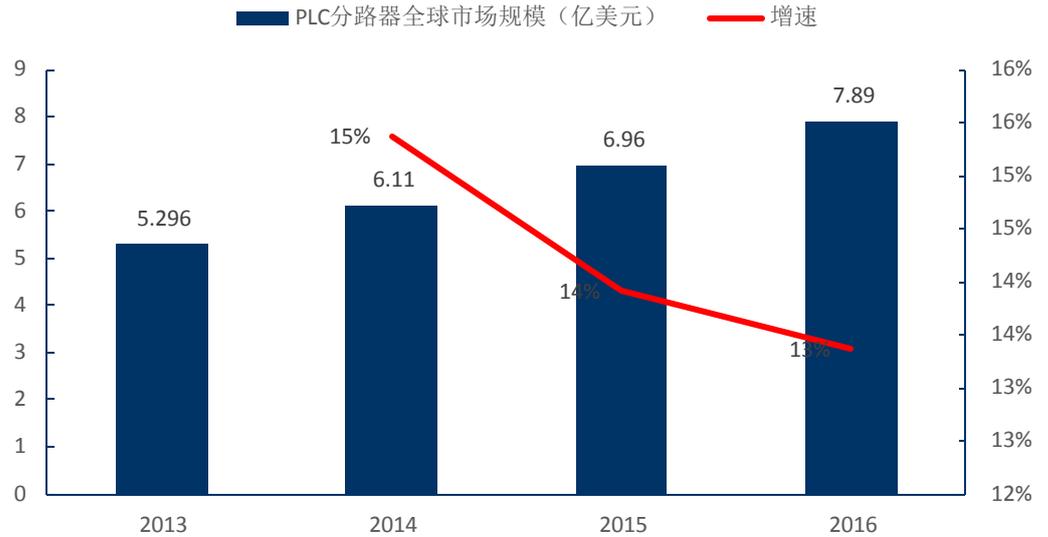


资料来源: 广东瑞芯源官网, 东兴证券研究所

PLC 分路器的市场规模呈现不断增长的态势。据 ElectroniCast 的市场分析, 全球 2013

年 PLC 分路器市场价值达到 5.296 亿美元, 且 PLC 分路器将继续在 FTTH 中扮演重要角色, 以允许一个单一的无源光网络 (PON) 接口可以实现多用户之间共享。

图 20: PLC 分路器全球市场规模 (亿美元)



资料来源: ElectroniCast Consultants, 东兴证券研究所

全球高端光器件生产主要集中在美国、日本等国家, 近年来, 国内的厂商也纷纷加大生产研发力度。全球高端光器件晶圆及芯片技术主要由美国 Finisar、Lumentum、Acacia、NeoPhotonics、Oclaro、日本 NEL 等厂商掌握。国内厂商开始加大晶圆、芯片的研发力度, 鸿辉光通、河南仕佳等少数厂商已突破 PLC 晶圆的技术限制, 推动 PLC 光分路器芯片实现了完全的国产化, 除此以外, 具备一定技术积淀的中国厂商推动 AWG 晶圆及芯片国产化。

图 21: 2013 年 PLC 分路器生产企业市场份额



公司在 2017 年收购广东瑞芯源公司, 通过收购上游公司降低 PLC 分路器的综合成本。2017 年, 公司先后收购了广东瑞芯源技术有限公司和景德镇和川粉体材料有限公司。2017 年 8 月 7 日, 公司以人民币 850 万元受让深圳安鹏时代投资有限公司转让的广东瑞芯源技术有限公司 100% 股权。通过收购并增资广东瑞芯源技术有限公司, 公司达成了原计划募投项目中的新增 PLC 晶圆生产线目标, 不但节约募投资金, 加快了实施进度, 同时也获得了技术人才团队。此次收购使公司在短期内实现了 PLC 晶圆量产, 有利于降低 PLC 产品综合成本。长期来看, 也为公司提供了进一步开发其它光互联产品方面的技术平台。公司将对这一项目增加投资, 促进技术消化吸收, 改善设备运行维护水平, 研发新产品, 提高管理能力。

## 5. 盈利预测及估值

我们预计公司光器件业务 2018-2020 年增速分别为 47%/33%/30%, 预计公 2018-2020 年 EPS 分别为 0.62/0.80/0.97 元, 对应 PE 分别为 32/26/21 倍, 给予公司“强烈推荐”评级。

表 2: 公司各业务盈利预测表

|        | 2016    | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E    |
|--------|---------|--------|--------|--------|----------|
| 营业收入   | 413.19  | 479.38 | 704.29 | 934.13 | 1,214.37 |
| yoy    | -17.72% | 16.02% | 46.92% | 32.63% | 30.00%   |
| 光器件-产品 | 408.90  | 473.48 | 696.02 | 922.92 | 1,199.79 |
| yoy    | -18.14% | 15.79% | 47.00% | 32.60% | 30.00%   |
| 光纤传感产品 | 4.29    | 5.90   | 8.28   | 11.21  | 14.57    |
| yoy    | 60.67%  | 37.53% | 40.31% | 35.42% | 30.00%   |
| 毛利率    | 35.82%  | 35.58% | 34.37% | 33.47% | 32.48%   |
| 光器件-产品 | 35.44%  | 35.11% | 33.92% | 33.00% | 32.00%   |
| 光纤传感产品 | 72.06%  | 73.00% | 72.00% | 72.00% | 72.00%   |

资料来源: wind, 东兴证券研究所

## 6. 风险提示

- 1、公司海外收入占较高, 贸易战对公司收入影响具有一定风险;
- 2、产品毛利率下滑风险;
- 3、5G 和数据中心建设不及预期。

表 3: 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  |        |        |        |        |
|----------------|--------|-------|--------|--------|--------|------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
|                | 2016A  | 2017A | 2018E  | 2019E  | 2020E  |                  | 2016A   | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| <b>流动资产合计</b>  | 985    | 995   | 1077   | 1220   | 1386   | <b>营业收入</b>      | 421     | 490    | 720    | 954    | 1241   |
| 货币资金           | 829    | 470   | 443    | 509    | 571    | <b>营业成本</b>      | 268     | 314    | 472    | 635    | 838    |
| 应收账款           | 74     | 66    | 112    | 139    | 187    | 营业税金及附加          | 5       | 8      | 10     | 13     | 17     |
| 其他应收款          | 2      | 2     | 3      | 4      | 5      | 营业费用             | 9       | 10     | 15     | 20     | 25     |
| 预付款项           | 2      | 1     | 0      | -2     | -5     | 管理费用             | 37      | 42     | 80     | 103    | 136    |
| 存货             | 72     | 94    | 133    | 184    | 240    | 财务费用             | -15     | 13     | -9     | -10    | -11    |
| 其他流动资产         | 4      | 361   | 384    | 384    | 384    | 资产减值损失           | 1.33    | 3.14   | 1.00   | 1.00   | 1.00   |
| <b>非流动资产合计</b> | 186    | 269   | 282    | 280    | 277    | 公允价值变动收益         | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 长期股权投资         | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      | 投资净收益            | 0.00    | 14.70  | 20.00  | 20.00  | 20.00  |
| 固定资产           | 46.42  | 64.44 | 105.97 | 138.36 | 154.78 | <b>营业利润</b>      | 115     | 117    | 172    | 213    | 256    |
| 无形资产           | 62     | 61    | 70     | 72     | 75     | 营业外收入            | 2.60    | 0.23   | 1.00   | 1.00   | 1.00   |
| 其他非流动资产        | 1      | 5     | 5      | 5      | 5      | 营业外支出            | 0.00    | 0.73   | 0.30   | 0.34   | 0.45   |
| <b>资产总计</b>    | 1171   | 1264  | 1359   | 1500   | 1662   | <b>利润总额</b>      | 118     | 116    | 172    | 213    | 256    |
| <b>流动负债合计</b>  | 105    | 122   | 134    | 175    | 215    | 所得税              | 16      | 16     | 24     | 30     | 36     |
| 短期借款           | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      | <b>净利润</b>       | 101     | 100    | 148    | 183    | 220    |
| 应付账款           | 36     | 57    | 74     | 107    | 136    | 少数股东损益           | 0       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 预收款项           | 0      | 3     | 8      | 15     | 24     | 归属母公司净利润         | 101     | 100    | 148    | 183    | 220    |
| 一年内到期的非        | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      | EBITDA           | 177     | 205    | 186    | 226    | 267    |
| <b>非流动负债合计</b> | 2      | 19    | 19     | 19     | 19     | <b>EPS (元)</b>   | 0.79    | 0.44   | 0.64   | 0.80   | 0.96   |
| 长期借款           | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      | <b>主要财务比率</b>    |         |        |        |        |        |
| 应付债券           | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      |                  | 2016A   | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| <b>负债合计</b>    | 108    | 141   | 152    | 194    | 234    | <b>成长能力</b>      |         |        |        |        |        |
| 少数股东权益         | 0      | 8     | 8      | 8      | 8      | 营业收入增长           | -16.15% | 16.33% | 46.92% | 32.63% | 30.00% |
| 实收资本(或股        | 128    | 230   | 230    | 230    | 230    | 营业利润增长           | -14.46% | 1.38%  | 46.87% | 23.87% | 20.31% |
| 资本公积           | 615    | 512   | 512    | 512    | 512    | 归属于母公司净利润        | 48.12%  | 23.71% | 48.12% | 23.71% | 20.20% |
| 未分配利润          | 278    | 319   | 324    | 324    | 328    | <b>获利能力</b>      |         |        |        |        |        |
| 归属母公司股东        | 1064   | 1115  | 1199   | 1299   | 1421   | 毛利率(%)           | 36.24%  | 35.91% | 34.37% | 33.47% | 32.48% |
| <b>负债和所有者权</b> | 1171   | 1264  | 1359   | 1500   | 1662   | 净利率(%)           | 24.08%  | 20.42% | 20.60% | 19.21% | 17.77% |
| <b>现金流量表</b>   |        |       |        |        |        | <b>总资产净利润(%)</b> |         |        |        |        |        |
|                | 单位:百万元 |       |        |        |        | <b>ROE(%)</b>    |         |        |        |        |        |
|                | 2016A  | 2017A | 2018E  | 2019E  | 2020E  | 8.66%            | 7.92%   | 10.91% | 12.23% | 13.26% |        |
| <b>经营活动现金流</b> | 156    | 134   | 25     | 142    | 150    | <b>偿债能力</b>      |         |        |        |        |        |
| 净利润            | 101    | 100   | 148    | 183    | 220    | 资产负债率(%)         | 9%      | 11%    | 11%    | 13%    | 14%    |
| 折旧摊销           | 76.81  | 74.77 | 0.00   | 17.83  | 17.83  | 流动比率             | 9.35    | 8.15   | 8.06   | 6.97   | 6.44   |
| 财务费用           | -15    | 13    | -9     | -10    | -11    | 速动比率             | 8.67    | 7.38   | 7.06   | 5.92   | 5.33   |
| 应收账款减少         | 0      | 0     | -45    | -27    | -48    | <b>营运能力</b>      |         |        |        |        |        |
| 预收帐款增加         | 0      | 0     | 5      | 7      | 9      | 总资产周转率           | 0.51    | 0.40   | 0.55   | 0.67   | 0.78   |
| <b>投资活动现金流</b> | -64    | -798  | 2      | 19     | 19     | 应收账款周转率          | 5       | 7      | 8      | 8      | 8      |
| 公允价值变动收        | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      | 应付账款周转率          | 12.40   | 10.48  | 10.97  | 10.56  | 10.22  |
| 长期股权投资减        | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      | <b>每股指标(元)</b>   |         |        |        |        |        |
| 投资收益           | 0      | 15    | 20     | 20     | 20     | 每股收益(最新摊薄)       | 0.79    | 0.44   | 0.64   | 0.80   | 0.96   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 589    | -48   | -55    | -74    | -87    | 每股净现金流(最新        | 5.34    | -3.10  | -0.12  | 0.38   | 0.36   |
| 应付债券增加         | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      | 每股净资产(最新摊        | 8.32    | 4.85   | 5.21   | 5.65   | 6.18   |
| 长期借款增加         | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      | <b>估值比率</b>      |         |        |        |        |        |
| 普通股增加          | 32     | 102   | 0      | 0      | 0      | P/E              | 25.80   | 46.96  | 31.70  | 25.63  | 21.32  |
| 资本公积增加         | 591    | -102  | 0      | 0      | 0      | P/B              | 2.46    | 4.22   | 3.92   | 3.62   | 3.31   |
| <b>现金净增加额</b>  | 682    | -713  | -28    | 87     | 82     | EV/EBITDA        | 10.05   | 20.64  | 22.85  | 18.54  | 15.45  |

资料来源: 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。

## 研究助理简介

## 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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 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。