

新股报告

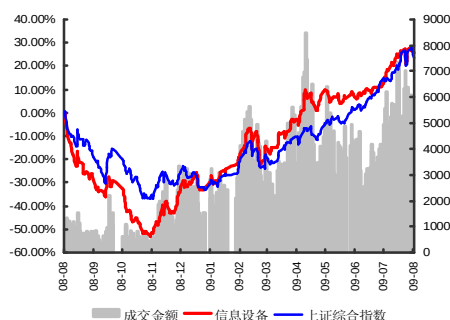
宽带化背景下光电子器件龙头

通信设备

2009年8月10日

光迅科技（002281.SZ）新股申购策略

所在行业最近52周走势：



发行相关数据：

网上发行数量：**3200 万股**
 网上发行价格：**16 元**
 网上申购简称：**光迅科技**
 网上申购代码：**002281**

报告作者：

行业研究员：熊云彩

联系方式

电话：**021-58766036-203**

Email：xiongye@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

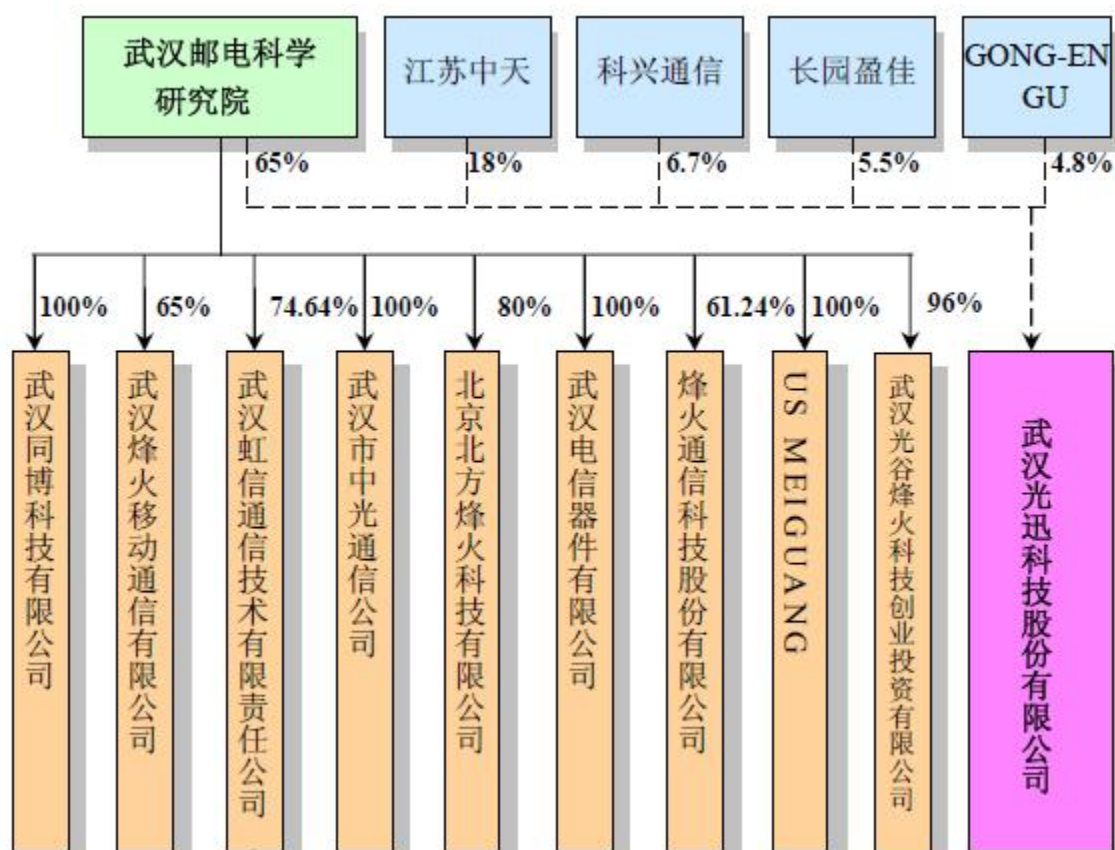
摘要：

- I 公司研发、生产实力强，是国内子行业龙头。以2008年销售收入计，公司为国内第一、全球第十一位的光电子器件制造商。3G和FTTX催生光通信需求。3G用户规模上升将提升移动数据流量快速增长，同时，FTTX的快速发展使固网宽带需求较ADSL时代数倍增长。移动宽带和固网宽带用户数和单用户带宽需求将催生巨大的光通信需求。
- I 行业集中度较高，新进入者需要技术、客户关系和长时间的产品认证流程。以2008年市场份额计，全球前十名市场份额达63%，未来行业集中度将进一步提高。募资项目将提升公司产能水平、技术转化能力和营销能力。公司现有产能紧张，仅能通过持续的技术工艺改进有限提高产能，在光通信需求大幅增长背景下有必要增加投资，提高产能水平。
- I 公司的合理价格区间为16.50-19.25元。根据公司产能和行业发展背景，我们预测未来两年公司收入和盈利将稳步增长，募资项目达产后增速加快。我们预计公司09-11年收入增长分别为14.5%、15.8%和26.6%，净利润增长分别为16.5%、19.2%和29.8%。
- I 资金量在150万以上的投资者可以包打全部4只新股；资金量在100万-150万之间的投资者可以主打光迅科技、天润曲轴，多余资金可以申购新世纪；资金量在50万-100万之间的投资者申购光迅科技和天润曲轴，以光迅科技为主；资金量在50万以下的申购天润曲轴。
- I 对于惯于采取反向策略，资金量小的投资者，也可以考虑新世纪+博深工具。如果市场资金都偏向光迅科技和天润曲轴，则这两个新股也存在爆冷的可能。

一、基本情况

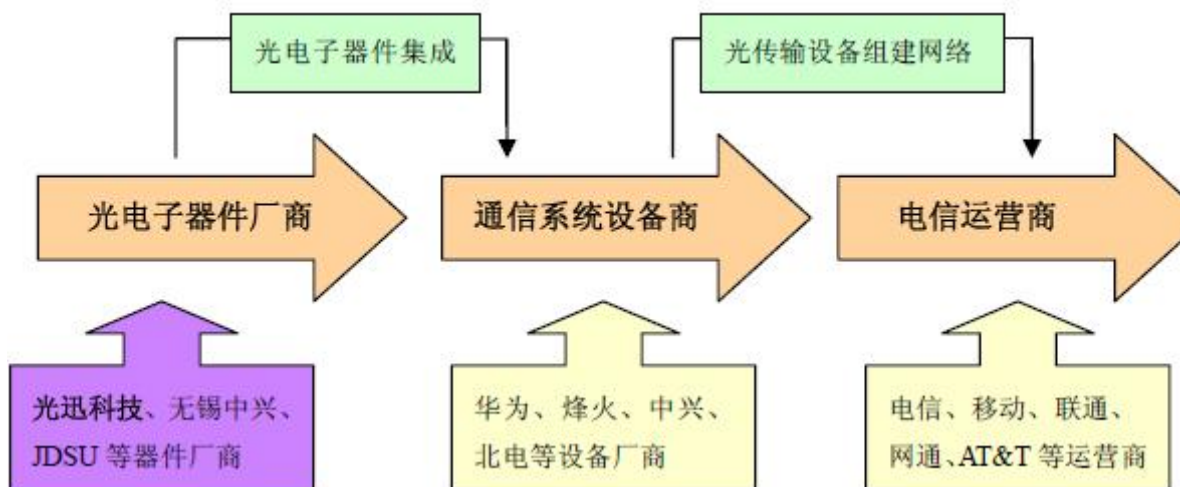
武汉光迅主要从事光通信领域内光电子器件的研究、开发、制造和技术服务，被国家科学技术部火炬高技术产业开发中心认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”。公司是我国最具影响的通信光电子器件研发、生产单位之一，公司及前身累计起草通信光电子器件类国家标准11项、行业标准28项；累计申请专利135项，获得授权91项，累计获得了省部级以上科技奖项21项，先后承担国家“八五”至“十一五”、“863”和“973”等几十项国家科技项目。

图1：公司股权结构



资料来源：公司招股说明书

图2：公司所处产业链位置



资料来源：公司招股说明书

表 1：本次发行基本情况

股票简称	光迅科技	发行数量	4000 万股
发行价格	16 元/股	发行市盈率	35.37 倍（发行后总股本）
网下配售数量	800 万股	占本次发行比例	20%
网上发行	3200 万股	占本次发行比例	80%
网上申购时间	2009 年 8 月 10 日	申购代码	002281
发行方式	网下配售+网上定价发行	申购简称	光讯科技
最近三年	2008	2007	2006
每股收益（摊薄）	0.48 元	0.43 元	0.24 元

数据来源：公司公告

光迅科技主营业务分子系统和无源器件，其中子系统是收入和营业利润的主要来源，08年子系统占收入比为61.3%，毛利率逐年提高，近三年毛利率分别为26.50%、30.93%和33.33%。公司规模以2008年销售收入计，为国内第一、全球第十一位的光电子器件制造商。全球各主要光通信设备商均是公司客户，包括华为、烽火通信、中兴通讯及阿尔卡特-朗讯、爱立信、诺基亚-西门子、Opvista 等。

二、募集资金用途

本次A股发行筹集资金扣除发行费用后将用于以下用途：

- 1、 约1.5亿用于光纤放大器与子系统产品建设项目；
- 2、 约1.4亿用于光无源器件与光集成产品建设项目；
- 3、 约3300万用于市场营销网络建设项目。

三、行业分析与公司优势

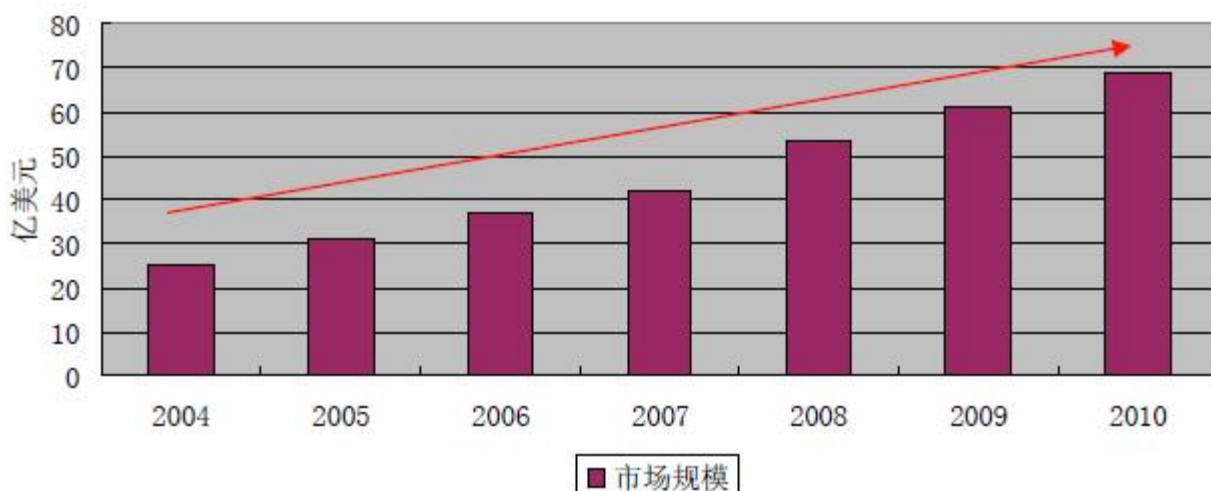
公司增长来自两个因素：第一、光通信需求增长背景下的市场规模扩大；第二、公司市场份额的提升。

3.1 3G 和 FTTX 催生光通信需求

3G用户规模上升将提升移动数据流量快速增长，同时，FTTX的快速发展使固网宽带需求较ADSL时代数倍增长。移动宽带和固网宽带用户数和单用户带宽需求将催生巨大的光通信需求。

根据ICCSZ报告，2007年全球光电子器件市场的销售额为42亿美元，至2008年全球销售额已达48亿美元，较2007年增长14.28%，其中，中国大陆光电子器件制造企业的销售总额约为50亿元，较2007年的45亿元增长11.11%，在全球光电子器件市场的占比由2007年的14%提升到15%。未来几年全球光电子器件行业销售额仍将保持较快的增长速度，2010年将达到60亿美元以上。随着光通信需求的稳定增长，光电子器件市场规模在未来两三年内也将保持15%以上的增速。

图3：全球光电子器件市场规模预测



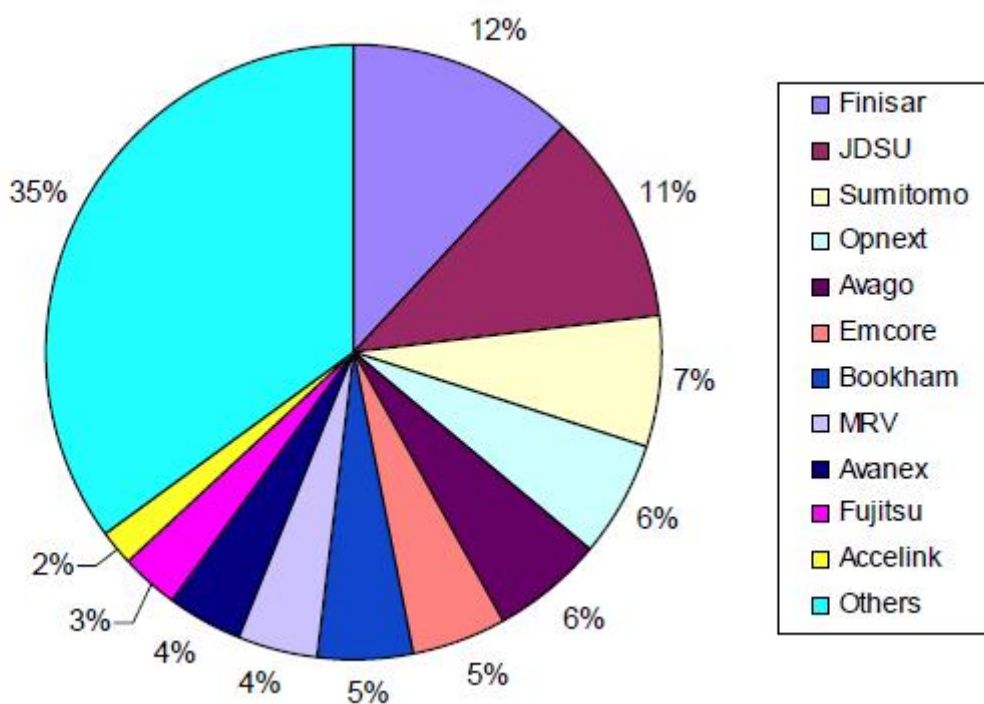
资料来源：公司招股说明书、ICCSZ

3.2 进入壁垒高，行业集中度将进一步提高

光电子器件的生产和供应有较高的进入壁垒，比如：技术壁垒、产品认证壁垒、客户关系壁垒、制造工艺壁垒等。突破这些壁垒需要长期的技术研发投入、客户关系维系、制造工艺探索等，新进入者短期内难以突破。

从全球范围看，市场集中度正在逐渐提高。近年来光电子器件行业的收购兼并活动频繁。仅2006 年光电子器件业就进行了十几次收购与兼并，例如：JDSU 收购Test-Um、Metconnex，Bookham收购Avalon Photonics，EMCORE 收购K2 Optronics，OCP 收购GigaComm等。另外，部分中小企业已经退出这个市场，据ICCSZ 的统计，1998年-2002年约有500 家左右的新光电子技术有限公司成立，到2003 年底已有超过50%的公司淡出，30%左右的中小型公司被吞并，最初成立而至今仍存在的公司只剩20%左右。以2008年市场份额计，全球前十名市场份额达63%。

图4：全球光电子器件主要厂商市场份额



资料来源：公司招股说明书、ICCSZ

注：Accelink为光迅科技。

3.3 公司市占率有望持续提升

国际主要光通信设备商均是公司客户。公司在世界范围内与各通信系统设备商建立了良好的合作关系，目前，公司主要产品已通过了阿尔卡特-朗讯、爱立信、诺基亚-西门子、北电、Opvista 等二十多家企业的产品认证，公司的客户既包括了国内华为技术、烽火通信、中兴通讯三大主要通信系统设备商，也包括了阿尔卡特-朗讯、诺基亚-西门子、爱立信、北电、Sanmina-SCI、Opvista、ADVA、日立、Tellabs、Ciena 等国际厂商。从近几年的情况来看，公司产品的技术水平、质量均获得了客户的认同，客户订单逐年增加。

与国内同行相比有技术和品牌优势，相比国外同行有成本优势。在光纤放大器与子系统产品方面，公司自上世纪90年代初就开始了全面的研究和开发，积累了雄厚的技术基础，率先在国内实现了EDFA 和喇曼放大器的商用化；在光无源器件与光集成产品方面，公司在国内率先研制出具有自主知识产权的波导阵列光栅器件，完全达到了国际上同类产品的商用水平，是“十五”规划期间，中国在PLC 技术和器件方面的标志性成果。与国际同行相比，公司的研发成本、管理成本和制造成本相对较低，并且公司的主要产品已具有一定的生产规模，综合来看，在市场竞争特别是国际市场的竞争中具有一定的成本优势。

募投项目提升公司产能水平、技术转化能力和营销能力。公司现有产能紧张，仅能通过持续的技术工艺改进有限提高产能，目前公司主要产品产销率均在90%以上，在光通信需求大幅增长背景下有必要增加投资，提高产能水平，募资项目完成后公司子系统产品产能将接近翻番，无源器件产品产能增加约50%。公司技术研发实力强，募资项目将提高公司技术转化为产品的能力。同时，为了提高市场占有率，营销网络有必要进一步改善。

表2：公司主要产品增长率及产销率

产品名称	项目	2006	2007	2008
光纤放大器	销售收入（万元）	20,629	25,148	28,269
	收入增长%		21.9%	12.4%
	产销率%	87.0%	97.9%	96.0%
光转发器	销售收入（万元）	1,510	2,665	3,857
	收入增长%		76.5%	44.7%
	产销率%	100.7%	104.0%	87.3%
波分复用器	销售收入（万元）	6,990	5,064	7,121
	收入增长%		-27.6%	40.6%
	产销率%	85.1%	95.5%	94.7%
光连接器	销售收入（万元）	1,683	1,365	2,636
	收入增长%		-18.9%	93.1%
	产销率%	94.7%	101.5%	97.7%

资料来源：公司招股说明书

表3: 公司募资新增产能

公司产能	现有	拟增加	达产后
光纤放大器(台)	21,534	20,000	41,534
智能子系统(台)	21,794	19,200	40,994
ROADM 功能模块(台)	16	600	616
波分复用器(通道)	270,347	120,000	390,347
微光学无源器件(只)	271,678	124,000	395,678
光集成器件(PLC)(通道)	382,428	450,000	832,428

资料来源: 公司招股说明书

四、主要风险分析

4.1 技术更新、人才流失的风险

如果公司在科研开发上投入不足,技术和产品升级跟不上光通信技术升级的步伐,公司的竞争力将会下降,持续发展将受到不利影响。行业的快速发展会加大行业内各企业对人才的需求,给公司带来现有人才流失的可能;公司正处于快速发展阶段,本次募集资金项目实施后,资产与业务规模的扩张将对公司的人才提出更高的要求,这些因素导致公司存在人力资源不足的风险。

4.2 客户集中度较高的风险

光电子器件行业的下游产业——通信系统设备行业的市场已具有一定集中度,全球前十大通信系统设备厂商的市场占有率在90%以上。公司客户相对集中,目前仅对国内华为技术、烽火通信、中兴通讯三大通信系统设备商的销售收入就占公司主营业务收入的40%左右。公司一定时期内仍存在主要客户较集中的状况,如果这些客户的经营状况发生变化或者与公司的业务关系发生变化,将给公司的经营带来一定风险。

4.3 今年产能不能快速提升的风险

公司现有产能紧张,仅能通过持续的技术工艺改进有限提高产能,如果在细分行业需求快速增长背景下公司产能无法快速有效提高,将有可能影响公司增长率。

五、盈利预测

主要假设条件:

- 1、2010 年之前的综合所得税率按照 15%征收，而 2010 年之后假设公司仍为国家高新技术企业，按 15%的税率计算。
- 2、公司不发生影响重大的破坏性事件，如核心技术人员流失。
- 3、3G 和 FTTX 的逐渐规模推进催生光通信需求稳定增长。
- 4、在募资项目投产前，公司通过技术改造能有效扩大现有产能。

表4: 公司盈利预测

利润表				
				单位:百万元
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	653.8	748.7	866.9	1097.5
营业成本	473.3	542.8	632.9	795.7
营业税金及附加	2.1	2.2	2.7	3.4
营业费用	25.6	30.0	35.9	44.2
管理费用	62.4	75.6	88.4	109.2
财务费用	2.6	-1.9	-12.8	-11.9
资产减值损失	6.5	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	81.3	99.9	119.9	157.0
营业外收入	4.4	4.4	4.4	4.4
营业外支出	0.1	0.1	0.1	0.1
利润总额	85.6	104.2	124.2	161.3
所得税	9.6	15.6	18.6	24.2
净利润	76.0	88.6	105.6	137.1
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	76.0	88.6	105.6	137.1
EBITDA	103.3	123.5	154.2	220.7
EPS (元)	0.63	0.55	0.66	0.86

资料来源: 国联证券研究所

六、估值: 16.50 ~ 19.25 元

A 股可比公司估值: 16.50-19.25 元。

我们选取了可比的在 A 股上市的通信设备类公司，中兴通讯、烽火通信、武汉凡谷、中天科技、亨通光电、中创信测和三维通信等 7 家与公司经营类似。根据 09 年 8 月 4 日收盘价计算的可比公司平均静态市盈率 36.85 倍，市净率

4.77 倍。我们按照 A 股市场可比公司估值，按 30-35 倍市盈率估计，光迅科技的估值区间在每股 16.50-19.25 元之间。

表 5: A 股可比公司估值

证券代码	证券简称	市盈率(2009-08-04)	市盈率 TTM(2009-08-04)	市净率 (2009-08-04)
000063.SZ	中兴通讯	37.05	36.66	4.40
600498.SH	烽火通信	46.62	44.02	3.35
002194.SZ	武汉凡谷	30.25	28.13	5.42
600522.SH	中天科技	45.76	38.28	4.94
600487.SH	亨通光电	35.15	33.06	3.33
600485.SH	中创信测	39.62	41.93	6.01
002115.SZ	三维通信	38.16	35.90	5.92
算术平均		38.95	36.85	4.77

数据来源: Wind 资讯

七、新股中签及收益预测

回顾已发行的8只新股情况，网上申购的账户数量最大为447万户，上期久其软件与光大证券网上申购重叠，两者合计的网上申购账户数为510万户，而中小板新股申购户数正常水平在300-350万户之间。网上冻结资金情况也显示出一定规律，在新股新规下，网上冻结资金最高不超过9000亿元，中小板新股在没有申购冲突情况下一般冻结资金在3000-4000亿左右，中小板新股每户申购资金在12-14万元左右。

综合考虑以上情况，我们认为这4只新股将共同吸引450万户申购（考虑部分大资金能够申购一个以上，从而拉高申购总户数），每户申购资金为13万元以上，总共冻结资金6000亿元以上，对应综合中签率为0.3%。

近期中小板新股上市首日涨幅在80%-130%之间，考虑到基本面，所在行业近期表现等因素，我们认为天润曲轴、光迅科技首日上漲幅度将超过另两只新股。虽然新世纪高新科技股的身份具备炒作的预期，但我们认为可能在它之前上市的久其软件会分离注意力。

表 3: 已发行新股申购情况

名称	发行价格	网上申购 帐户数(万户)	申购金额/ 每户(万元)	网上冻结 资金(亿元)	网上中签率(%)	首日涨幅
桂林三金	19.80	336.81	12.63	4254.02	0.17%	82%
万马电缆	11.50	280.83	12.29	3451.69	0.13%	125%
家润多	19.58	168.46	18.40	3100.17	0.25%	94%
神开股份	15.96	343.41	14.05	4825.20	0.12%	-
久其软件	27.00	236.37	8.00	1891.45	0.17%	-
四川成渝	3.60	398.44	13.10	5220.38	0.26%	203%
中国建筑	4.18	447.09	19.85	8875.71	2.83%	56%
光大证券	21.08	274.20	32.50	8911.54	0.81%	-

数据来源: 国联证券研究所 Wind

根据已经公告及我们预测的情况,我们对4只新股的发行及收益情况做以下的预测:

表 4: 已发行新股申购情况

名称	发行价格	网上发行 (万股)	网上申购 上限(股)	网上冻结资金 (亿元)	预测中签率	预测首日涨幅	预测年化收益率
新世纪	22.80	1080	5000	1300	0.20%	80%	19%
光迅科技	16.00	3200	30000	1500	0.34%	100%	41%
博深工具	12.80	3472	30000	1500	0.30%	80%	17%
天润曲轴	13.26	4800	40000	1800	0.35%	100%	25%

数据来源: 国联证券研究所

注 1: 博深工具与天润发展的发行情况为预测值

注 2: 博深工具与天润发展冻结资金实际天数为 5 天(包括双休日)比前两只新股多 2 天

八、新股申购策略

根据本文之前所做的预测和分析,我们对四只新股的推荐顺序是:光迅科技、天润曲轴、新世纪、博深工具。我们的申购建议如下:

资金量在150万以上的投资者可以包打全部4只新股;

资金量在100万-150万之间的投资者可以主打光迅科技、天润曲轴,多余资金可以申购新世纪;

资金量在50万-100万之间的投资者主申购光迅科技和天润曲轴,以光迅科技为主;

资金量在50万以下的申购天润曲轴。

对于惯于采取反向策略,资金量小的投资者,也可以考虑新世纪+博深工

具。如果市场资金都偏向光讯科技和天润曲轴，则这两个新股也存在爆冷的可能。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。