

日期：2009 年 8 月 5 日  
行业：通讯及相关设备制造



TMT 行业研究小组 张涛  
021-53519888-1967  
zhangtaofd@yahoo.com.cn

## 国内元器件龙头 迈向全球前五

### ■ 数据预测与估值：

| 至 12 月 31 日 (¥.百万元) | 2008A  | 2009E  | 2010E  | 2011E    |
|---------------------|--------|--------|--------|----------|
| 营业收入                | 653.84 | 819.53 | 993.59 | 1,320.76 |
| 年增长率 (%)            | 34.07% | 25.34% | 21.24% | 32.93%   |
| 归属于母公司的净利润          | 76.01  | 107.92 | 127.66 | 160.11   |
| 年增长率 (%)            | 11.79% | 41.97% | 18.30% | 25.42%   |
| (发行后摊薄) 每股收益 (元)    | 0.47   | 0.67   | 0.80   | 1.00     |

注：有关指标按最新总股本 160 百万股计算

### ■ 公司概况：

光电元器件是光传输设备的基础元器件，为光通信系统最重要的组成部分。公司主要从事光电元器件的开发及制造，是国内规模第一、全球第十一位的光电元器件制造商。本次 IPO 募集资金项目实施后，公司主要产品光纤放大器和波分复用器产能有很大的提高，同时提高产品的集成化和智能化。

### ■ 募资项目：

诸项目提高了公司重点产品的产能

本次 IPO 将实施 3 个募集资金项目（如表 1），前两个项目主要扩大了公司主要产品光纤放大器和波分复用器的产能规模，第三个项目完善公司现有的营销体系。

表 1 公司的募集资金项目概况 单位：万元

| 项目名称            | 投资额       | 项目期<br>(年) | 新增净利<br>润 | 静态投资回<br>收期 (年) |
|-----------------|-----------|------------|-----------|-----------------|
| 光纤放大器与子系统产品建设项目 | 15,211.00 | 2          | 4,064     | 4.44            |
| 光无源器件与光集成产品建设项目 | 14,267.00 | 2          | 3,816     | 5.07            |
| 市场营销网络建设项目      | 3,314.00  | 1          | /         | /               |

数据来源：公司招股意向书

IPO 询价区间 RMB 16.75~20.10  
上市首日 RMB 23.45 元

#### 基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 40  
发行后总股本 (百万股) 160  
发行方式 网下询价配售不超过 20%  
网上定价发行不低于 80%  
保荐机构 广发证券

#### 主要股东 (IPO 前)

武汉邮科院 65%  
江苏中天 18%  
科兴通信 6.7%  
长园盈佳 5.5%

#### 收入结构 (MRQ)

光纤放大器 43.24%  
波分复用器 10.89%

报告编号：ZT09-NSP02

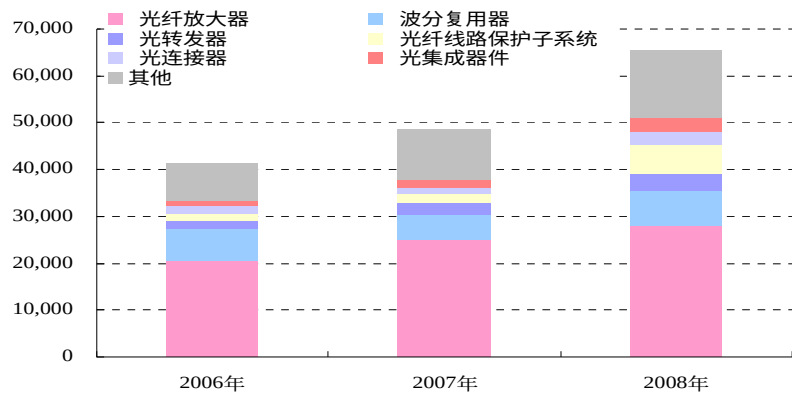
## ■ 业务结构

### 主要产品光纤放大器和波分复用器

光纤放大器和波分复用器是公司最主要的产品，08 年光纤放大器的销售收入 2.83 亿元，收入占比达到 43.24%，波分复用器销售收入 7120.90 万元，收入占比 10.89%，两者收入超过总收入的一半，达到 54.13%。

图 1 近年公司的主要产品的收入

单位：万元



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

## ■ 产品市场

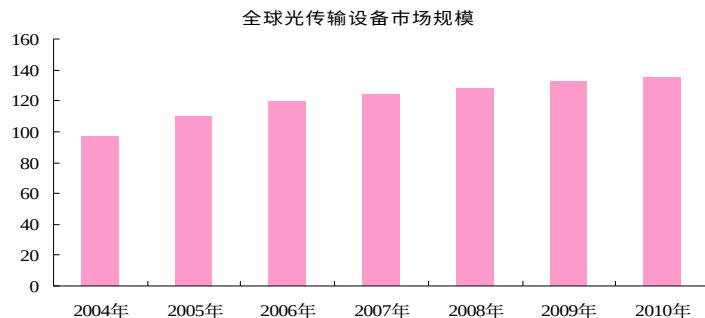
### 1、光电元器件的需求来自于光传输的发展

全球宽带互联网及无线互联网用户的大幅增长，流媒体业务、P2P 业务、IPTV 等高带宽业务应用在全球得到快速发展，这直接加大了对网络带宽的需求。同时光传输网络已经从骨干网、城域网向接入网延伸。

根据 Ovum—RHK 公司的市场研究报告，未来五年里，将保持 5%左右的年复合增长率。全球光传输设备市场规模预测如下：

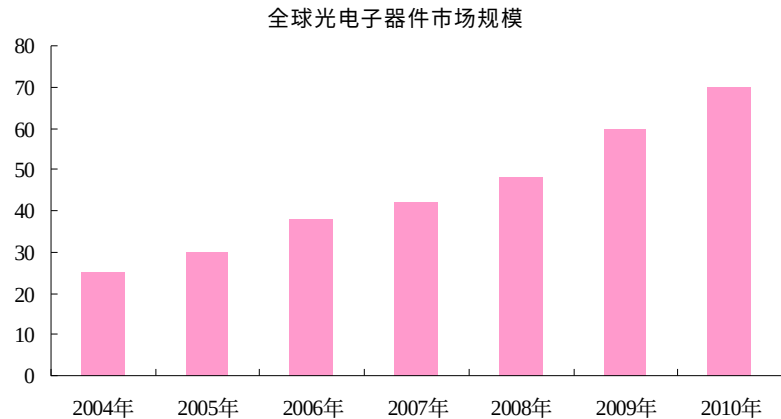
图 2 全球光传输设备市场预测

单位：亿美元



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

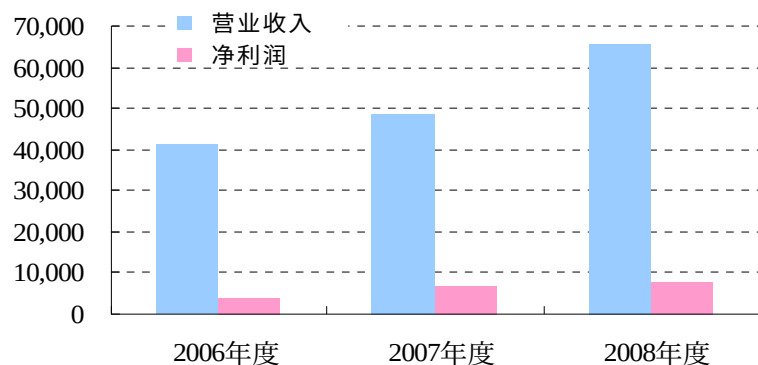
根据 ICCSZ 报告, 2007 年全球光电元器件市场的销售额为 42 亿美元, 至 2008 年全球销售额已达 48 亿美元, 较 2007 年增长 14.28%, 未来几年全球光电元器件行业销售额仍将保持较快的增长速度, 在 2010 年将达到 60 亿美元以上。

**图 3 全球光电元器件市场规模预测**
**单位：亿美元**

**数据来源：招股说明书 上海证券研究所**

根据 Ovum-RHK 公司预测, 包括光纤放大器、ROADM 模块在内的子系统产品市场 2006 年至 2010 年的年复合增长率高达 20%左右, 其中, ROADM 类器件产品的年复合增长率在 30%左右

## 2、公司收入及净利润保持快速增长

公司 08 年收入达到 6.54 亿元, 同比增长 34.07%, 净利润 7601.44 万元, 同比增长 11.79%, 净利润增长低于收入增长的主要原因是由于 08 年开始征收所得税 (15%)。

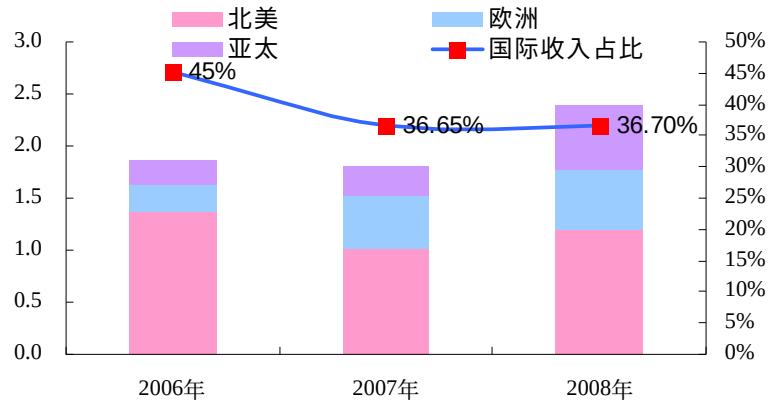
**图 4 近年公司的营业收入和净利润**
**单位：万元**

**数据来源：招股说明书 上海证券研究所**

### 3、公司国际收入占有相当的比例

阿尔卡特-朗讯、爱立信、诺基亚-西门子、北电等已成为公司重要的客户，2007 年度公司国外收入占到公司主营业务收入的 36.65%，其中北美和欧洲市场占公司国外收入的 86.05%。2008 年公司国外收入占到公司主营业务收入的 36.70%，有进一步上升的趋势。

图 5 近年公司的主要国际销售地和国际收入占比

单位：万元



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

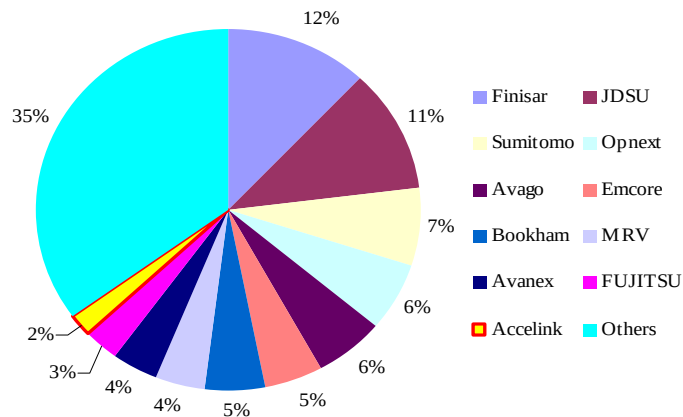
## ■ 竞争能力

### 1、全球排名第十一、有望迈入前五

2008 年全球前 5 大光电元器件厂商的市场占有率已经达到 42%，其中最大的光电元器件厂商 Finisar 占 12%左右，公司在全球排名第十一，但是厂商之间规模相差不大，考虑到公司产能扩张，未来公司有望进入全球前五。

图 6 全球主要光电元器件厂商的市场份额

单位：%



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

光电元器件产业逐渐向中国转移，中国已成为全球光电元器件的重要生产基地。按生产制造地划分，2008 年中国生产制造的器件已占全球 25% 的市场份额，而中国大陆本土企业的销售约占全球光电元器件市场 15% 的市场份额，产业的转移有助于公司规模的扩大。

## 2、综合毛利率较为稳定、有良好的成本控制能力

2006 年、2007 年和 2008 年公司综合毛利率分别为 25.29%、28.30% 和 27.61%，公司的综合毛利率较为稳定

2007 年综合毛利率较 2006 年上升了 3.01%，主要原因是公司主要产品光纤放大器、波分复用器的毛利率有一定幅度的上升。

2008 年光无源器件类产品的产能已达到饱和，公司开始采用部分工序委外加工和直接采购元件半成品的策略，生产成本有所上升，导致其毛利率的下降。

## 3、通过标准件外包和租借厂房等手段提高产量

公司主要产品目前的产销率都在 95% 左右，通过提高直接通过率、车间员工数目和工作效率等手段提高产能，基本达到瓶颈。在募投扩产项目建设的两年时间里，迫切需要进一步扩大公司产能。公司通过加大对光电元器件标准件外包生产的力度，同时租借厂房等手段，确保年均 20% 左右的产能扩张。

**表 2 公司的主要产品的生产效率指标**

| 主要产品  | 指标                  | 2008 年 | 2007 年 | 2006 年 |
|-------|---------------------|--------|--------|--------|
| 光纤放大器 | 年均工时产量（台/每人每 8 小时）  | 0.61   | 0.57   | 0.56   |
|       | 直接通过率（%）            | 91.36  | 90.34  | 88.53  |
|       | 员工人数（以车间计）          | 144    | 136    | 105    |
|       | 人均工时（小时）            | 2,203  | 2,209  | 2,204  |
|       | 产销率（%）              | 96.01  | 97.89  | 87.01  |
| 波分复用器 | 年均工时产量（通道/每人每 8 小时） | 4.79   | 4.47   | 4.42   |
|       | 直接通过率（%）            | 93.96  | 93.94  | 93.86  |
|       | 员工人数（以车间计）          | 174    | 160    | 161    |
|       | 人均工时（小时）            | 2,340  | 2,212  | 2,215  |
|       | 产销率（%）              | 94.65  | 95.54  | 85.09  |

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

表 3：项目实施后的产能的增长

| 产品名称       | 2008 年产量 | 新增产能    | 项目实施后<br>总产能 |
|------------|----------|---------|--------------|
| 光纤放大器      | 21,534   | 20,000  | 41,534       |
| 波分复用器      | 270,347  | 120,000 | 390,347      |
| 微光学无源器件    | 271,678  | 124,000 | 395,678      |
| 光集成器件（PLC） | 382,428  | 450,000 | 832,428      |
| 智能子系统      | 21,794   | 19,200  | 40,994       |
| ROADM 功能模块 | 16       | 600     | 616          |

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

## ■ 风险分析

### 1、汇率波动带来的风险

人民币汇率浮动对公司的影响有利有弊。人民币升值的影响体现在两方面：一是出口业务带来的汇兑损失，二是进口产生的汇兑收益。人民币贬值的影响正好相反。2006 年度汇兑净损失为 169.17 万元，2007 年公司进出口贸易结构趋于平衡，获得汇兑净收益。

表 4：公司需要外汇结算的贸易额及汇兑损失 单位：万元

|      | 2008 年    |        | 2007 年    |        | 2006 年    |        |
|------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
|      | 金额        | 占比     | 金额        | 占比     | 金额        | 占比     |
| 国外销售 | 23,991.82 | 36.70% | 17,868.64 | 36.65% | 18,606.03 | 45.18% |
| 国外采购 | 24,909.14 | 51.67% | 16,786.82 | 52.27% | 13,870.14 | 44.34% |
| 贸易差额 | -917.32   | --     | 1,081.82  | --     | 4,735.89  | --     |
| 汇兑损失 | -45.89    | --     | -309.32   | --     | 169.17    | --     |

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

### 2、客户集中的风险

公司客户相对集中，目前对华为、烽火通信、中兴通讯三大通信系统设备商的销售收入就占主营业务收入的 40%左右。2006 年、2007 年和 2008 年，公司对前五名客户销售收入占主营业务收入的比例分别为 60.06%、58.65%和 57.79%。虽然公司大部分客户均为长期客户，主要客户经营情况正常，加上客户定制和产品认证周期较长等行业特性，市场竞争门槛较高，客户不容易流失。但是公司仍然积极开拓国内外市场，不断发展新客户，以降低对主要客户的依赖风险。

## ■ 估值基准

基于 2009、2010 年 2011 年预测业绩 0.67 元、0.80 元和 1.00 元，综合考虑公司的成长性和目前的市场状况，作为光电元器件龙头，我们认为应该给一定的议价，公司的合理估值为 09 年预测业绩的 30-35 倍 PE，估值区间为 20.10~23.45 元，上市首日的合理估值为 23.45 元。

表 5 相关公司的 EPS 及估值水平 单位：元

| 公司简称 | 股价<br>(元) | EPS (元) |      | PE    |       |
|------|-----------|---------|------|-------|-------|
|      |           | 08A     | 09E  | 08A   | 09E   |
| 烽火通信 | 19.93     | 0.41    | 0.70 | 48.61 | 28.47 |
| 中天科技 | 20.83     | 0.52    | 0.78 | 40.06 | 26.71 |
| 亨通光电 | 22.53     | 0.57    | 1.02 | 39.53 | 22.09 |
| 武汉凡谷 | 17.91     | 0.59    | 0.85 | 30.36 | 21.07 |

数据来源：WIND

## ■ 定价结论

综合考虑公司的基本面和目前市场行情，我们建议询价区间为 09 年摊薄后每股收益（0.67 元）的 25-30 倍 PE，即 16.75~20.10 元。

| 指标名称                 | 2008A            | 2009E            | 2010E            | 2011E             |
|----------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| <b>营业收入</b>          | <b>65,384.28</b> | <b>81,952.66</b> | <b>99,359.40</b> | <b>132,076.25</b> |
| 减：营业成本               | 47,331.68        | 57,588.13        | 70,545.17        | 94,434.52         |
| 营业税金及附加              | 212.35           | 254.05           | 347.76           | 488.68            |
| 减：销售费用               | 2,559.69         | 3,360.06         | 4,073.74         | 5,679.28          |
| 管理费用                 | 6,237.00         | 8,686.98         | 9,935.94         | 12,996.30         |
| 财务费用                 | 264.90           | (200.00)         | (100.00)         | 200.00            |
| 资产减值损失               | 649.60           | 200.00           | 200.00           | 200.00            |
| <b>营业利润</b>          | <b>5601</b>      | <b>6625</b>      | <b>8923.31</b>   | <b>14415.04</b>   |
| 营业外收入、支出净额           | 260.44           | 429.20           | 200.00           | 200.00            |
| <b>利润总额</b>          | <b>8,557.82</b>  | <b>12,263.43</b> | <b>14,556.79</b> | <b>18,277.47</b>  |
| 减：所得税费用              | 956.38           | 1,471.61         | 1,790.49         | 2,266.41          |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>7,601.44</b>  | <b>10,791.82</b> | <b>12,766.31</b> | <b>16,011.06</b>  |
| <b>总股本（万股）</b>       | <b>12000</b>     | <b>16000</b>     | <b>16000</b>     | <b>16000</b>      |
| <b>摊薄 EPS（元）</b>     | <b>0.63</b>      | <b>0.67</b>      | <b>0.80</b>      | <b>1.00</b>       |

数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所整理



## 分析师承诺

分析师 邓永康 张涛 陈启书

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 |                     | 定 义               |
|------|---------------------|-------------------|
| 超强大市 | <b>Superperform</b> | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 跑赢大市 | <b>Outperform</b>   | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 大市同步 | <b>In-Line</b>      | 股价表现将介于基准指数±10%之间 |
| 落后大市 | <b>Underperform</b> | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 |                   | 定 义                    |
|------|-------------------|------------------------|
| 有吸引力 | <b>Attractive</b> | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性   | <b>Neutral</b>    | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5% |
| 谨慎   | <b>Cautious</b>   | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。