

华融证券股份有限公司市场研究部

2010年9月28日

募投光纤生产项目将助毛利率维持高位

公司是国内领先的专业通信光缆、电缆企业

主要产品包括市内通信电缆、铁路信号电缆和通信光缆等，2009年被亚太光通信委员会评为“2009年中国光纤光缆最具竞争力企业10强”。公司07-09年营收年均复合增长率高达25.36%，且毛利率保持稳步攀升态势；今年上半年，公司实现营收62,863.14万元，为2009年全年的65.88%，毛利率为23.10%。

光纤逐步自给及国家政策仍将推动公司通信光缆业务快速增长

公司通信光缆业务收入占比高达57%，且增长迅猛，今年上半年产品产能达到290万芯公里，产量255.49万芯公里，销量226.83万芯公里，市场占有率4.38%。预计在三网融合等政策促使通信光缆市场规模快速增长，且公司规模效应逐渐显现等因素推动下，公司通信光缆产品收入仍将延续快速增长态势。

分布式光纤传感器等新产品或能推动公司再攀新高峰

受“光进铜退”影响，上半年营收占比达31.42%的市内通信电缆业务随行业规模逐渐萎缩已成必然趋势，尽管如此，国家推动全国大规模铁路建设和轨道交通建设背景下，进入门槛较高的铁路信号电缆业务有望延续快速增长，从而弥补市内通信电缆业务萎缩所造成缺口。同时，目前国内的3G发展正不断推升市场对公司射频同轴电缆产品的需求，而分布式光纤传感定位系统是填补国内空白的高新产品，未来有望引领公司再攀新高。

募投项目或带来年1,000万芯公里的光纤产能

该项目是公司向光缆产品上游的延伸，建设期为2.5年，建成投产后将有助于降低公司经营成本，并缓解目前光纤供应紧张状况。预计在先进设备和技术推动下，项目于2011年8月全部建设完成后，光纤年生产能力有望达到1,000万芯公里。

合理价格区间为9.23-14.40元

预计公司10-12年将实现营收12.93、15.07和17.60亿元，对应基本每股收益0.513、0.626和0.763元，参照目前市场情况，给予18-23倍PE值水平，对应价格区间9.23-14.40元。

通鼎光电（002491）
合理价格区间 9.23-14.40 元

公司财务数据	截至 2010.09.28
拟发行股份	6,700 万股
发行后总股本	26,780 万股
09 年每股收益	0.42 元
09 年净资产收益率	25.43%
09 年流动比率	1.19
09 年速动比率	0.64
09 年资产负债率	56.90%
09 年应收账款周转率	5.08
09 年存货周转率	4.54

李振宇

执业证书号：S1490210030001

郑及游

执业证书号：S1490110040004

电话：010-58568096

邮箱：zhengjiyou@hrsec.com.cn

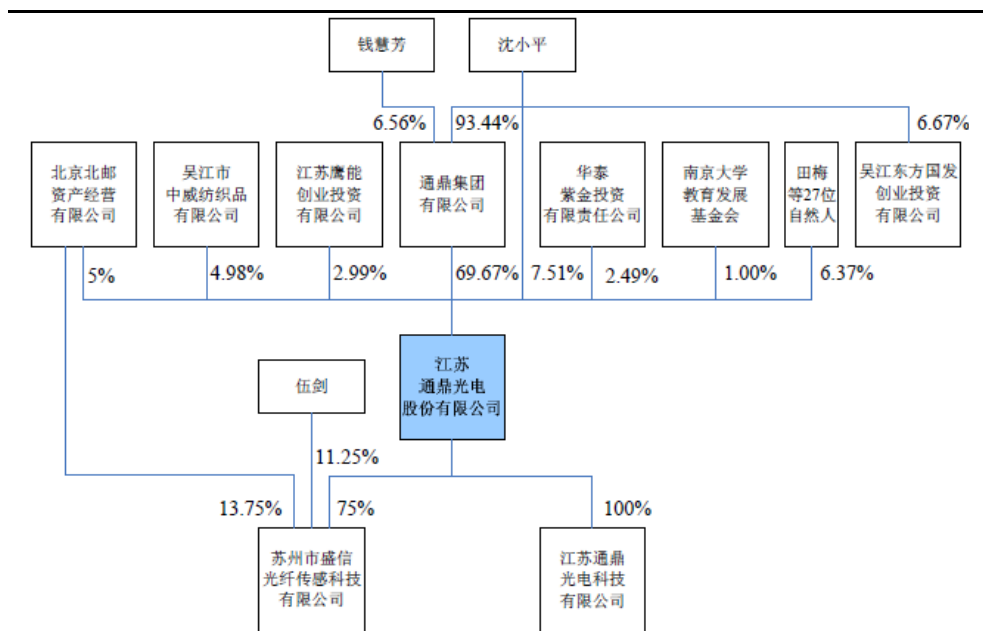
国内领先的专业通信光缆、电缆企业

通鼎光电公司自设立以来一直致力于通信电缆、光缆的研发、生产和销售，主要产品包括市内通信电缆、铁路信号电缆和通信光缆等。公司 2009 年被亚太光通信委员会评为“2009 年中国光纤光缆最具竞争力企业 10 强”；是国家科技部认定的国家火炬计划重点高新技术企业；拥有专利 79 项。

1、私人控股企业，发行后董事长持股比例 57.87%

成立于 1999 年的通鼎光电公司的实际控制人为董事长沈小平。本次成功发行后，沈小平先生通过通鼎集团及直接持有的公司的股份比例仍将高达 57.87%，因此仍是公司的实际控制人。

图表 1：本次发行前公司组织结构图



数据来源：公司公告、华融证券

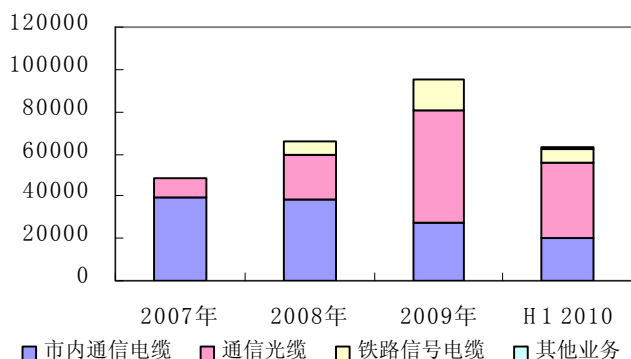
此外，目前公司总经理为姜正权，是教授级高级工程师，享受国务院政府特殊津贴。1982 年 1 月至 2006 年 12 月，姜正权先生历任上海电缆研究所光电缆公司总经理、上海电缆研究所副总工程师；2007 年 1 月至 2009 年 8 月任上海电缆研究所总经济师；2009 年 9 月至今任通鼎光电公司总经理。

2、公司近年营收稳步增长，通信光缆业务收入增长迅猛

得益于市场需求提升及政策推动，公司近年来的营业收入获得了持续稳定增长，2007-2009 年年均复合增长率达到 25.36%，2010 年上半年实现营收 62,863.14 万元，为 2009 年全年的 65.88%。

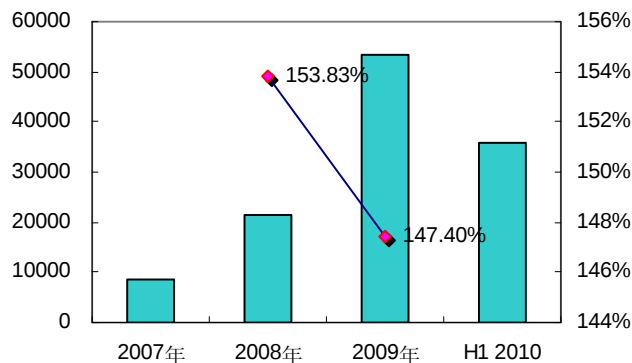
其中，受国家大力推动并鼓励光纤网络发展，公司通信光缆业务近年营收持续高速增长，2007-2009 年年均复合增速高达 84.49%，至 2010 年上半年规模达到 35,834.58 万元，为 2009 年全年的 67.36%，占公司总营收比例亦由 2007 年的 17.49% 提升至 2010 年上半年的 57.00%。

图表 2：公司近年营业收入与构成（单位：万元）



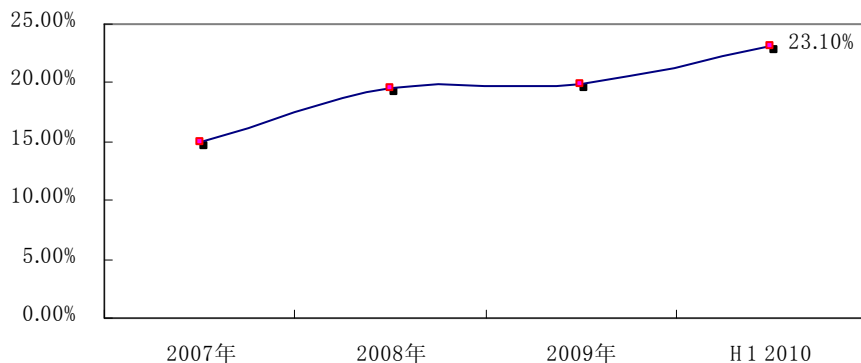
数据来源：公司公告、华融证券

图表 3：通信光缆业务营收与增速（单位：万元）



同时，受规模效应和技术提升推动，公司近年通信光电缆市场占有率逐步扩大，毛利率水平亦稳步提升，至 2010 年上半年达到 23.10%。

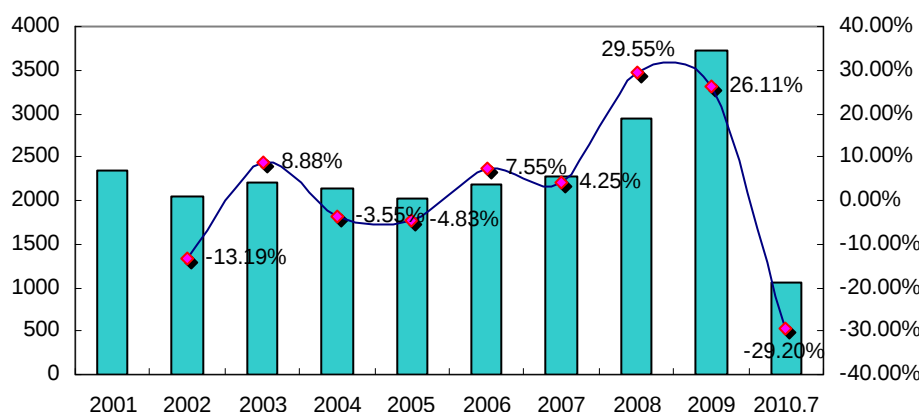
图表 4：公司毛利率水平稳步提升



数据来源：公司公告、华融证券

通信线缆制造属通信设备行业，该行业受国家政策及电信业固定资产投资影响明显。2007 年以来，受国内电信固定资产投资额快速攀升，电信运营商重组，以及 3G 网络建设启动等因素推动，通信设备行业收入规模增长迅速，公司各项产品收入也因此稳步增长。

图表 5：电信业各年固定资产投资累计完成额及增长率



数据来源：Wind、华融证券

政策推动与光纤逐步自给将推动通信光缆业务延续增长

通信光缆是一定数量的光纤按照一定方式组成缆芯，用以实现光信号传输的一种通信线路。通信光缆比电缆具有更大的传输容量，中继段距离长、体积小，重量轻，无电磁干扰，目前已广泛应用于长途干线、市内中继、近海及跨洋海底通信，局域网、专用网等有线传输线路。

通信光缆行业下游主要是电信运营商，随三网融合等国家政策和意见出台，该行业迎来了巨大发展机遇。此前国家发布《关于推进光纤宽带网络建设的意见》表示，电信企业要按照国家有关规定和技术规范开展光纤宽带网络建设，积极采取多种模式，以需求为导向，以光纤尽量靠近用户为原则，加快光纤宽带接入网络部署；到 2011 年，光纤宽带端口超过 8,000 万，城市用户接入能力平均达到 8 兆比特每秒以上，农村用户接入能力平均达到 2 兆比特每秒以上，商业楼宇用户基本实现 100 兆比特每秒以上的接入能力；3 年内光纤宽带网络建设投资超过 1,500 亿元，新增宽带用户超过 5,000 万。《关于推进第三代移动通信网络建设的意见》则表示，到 2011 年将建设 3G 基站超过 40 万个。运营商在 3G 网络方面的投资将继续拉动光纤光缆的市场需求。

目前公司在光纤光缆行业中已具备一定的规模、品牌和技术等优势。除 2009 年被亚太光通信委员会评为“2009 年中国光纤光缆最具竞争力企业 10 强”外，公司与北京邮电大学合作开发的“分布式光纤传感定位系统”还被列入国家火炬计划项目，并获得了江苏省科技成果转化项目转向资金的支持。根据中国社会经济调查研究中心《2010-2012 年中国光纤光缆行业发展分析与预测报告》，2009 年，通鼎光电通信光缆业务的市场份额约为 4.38%。

2007 年以来，公司的通信光缆产品产能、产量和销量均稳步上升，相应销售收入亦快速增长，至 2010 年上半年，公司该项产品产能达到 290 万芯公里，产量 255.49 万芯公里，销量 226.83 万芯公里，销售收入达 35,834.58 万元，为去年全年收入的 57.00%。

图表 6：通信光缆产销情况（单位：万芯公里、万元）

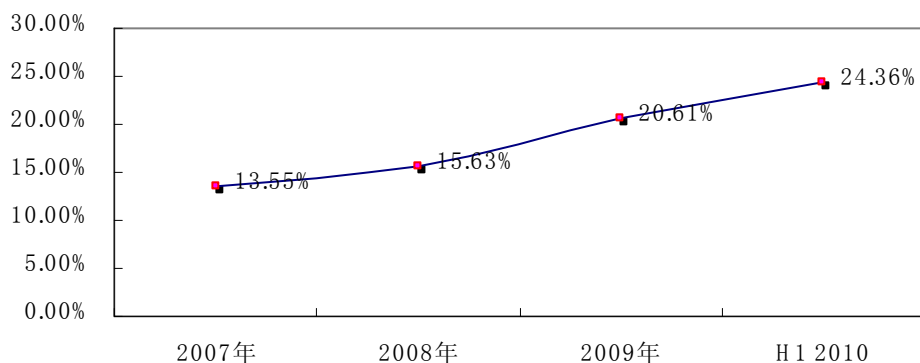
	2007年	2008年	2009年	H1 2010
产能	100.00	150.00	330.00	290.00
产量	67.18	138.64	350.94	255.49
销量	47.47	132.12	312.45	226.83
销售收入	8,471.71	21,503.80	53,200.78	35,834.58

数据来源：公司公告、华融证券

从行业需求增长及公司产销能力看，预计公司未来的通信光缆业务收入仍将维持高速增长，今年全年销量料将达约 500 万芯公里。

毛利率方面，公司近年的通信光缆产品毛利率水平持续稳步走高，至 2010 年上半年达到 24.36%。毛利率走升的主要原因包括公司销售规模上升带来的规模效益显现及光纤自给部分的增加。截至今年 8 月份，公司光纤项目一期的 350 万芯公里生产线已建成并开始试运行，预计 2011 年 8 月项目全部完成后，光线年产能或达到 1,000 万芯公里左右，受此推动，公司的毛利率水平将有望继续维持高位。

图表 7：通信光缆产品毛利率水平



数据来源：公司公告、华融证券

市内通信电缆业务逐渐萎缩

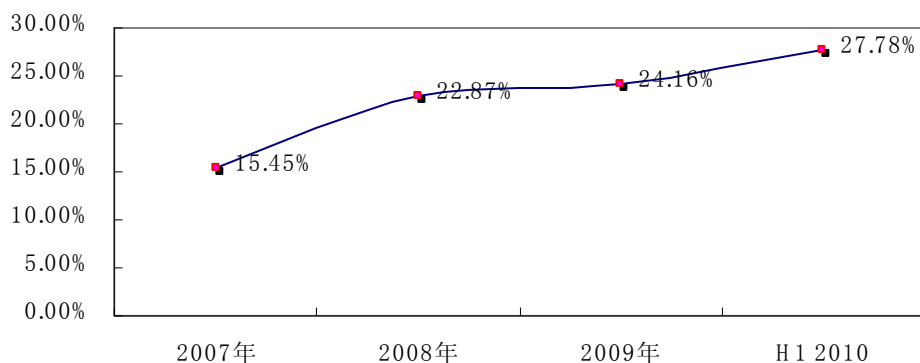
市内通信系列电缆简称 HYA 电缆，为电话交换区、中继干线而设计，可用于传输音频信号和综合业务数字网的 2B+D 速率及以下的数字信号，也可用于传输 2048kbit/s 的数字信号或 150kHz 以下的模拟信号。HYA 型市话电缆广泛应用于城镇，近郊及厂矿的通信线路中。

受“光进铜退”相关政策影响，市内通信电缆市场规模逐渐萎缩已成必然趋势。

2007 年以来，公司该项业务收入亦呈现持续萎缩态势，至 2009 年为 27,180.44 万元，同比进一步下滑 29.17%。

毛利率方面，该项产品近年的毛利率持续走高，至今年上半年达到 24.36% 水平，主要原因在于公司销售合同包含铜价价格联动机制条款，以及护套料、绝缘料、钢绞线等辅助材料成本下降。预计未来该项产品的毛利率仍将维持在 24%-25% 水平。

图表 8：市内通信电缆产品毛利率水平



数据来源：公司公告、华融证券

大规模铁路建设有望推动铁路通信电缆业务继续成长

铁路通信电缆用于铁路信号系统中有关设备与控制装置之间的连接，可实现部分控制信息的传输及对有关设备的供电。铁路信号电缆适用于额定电压交流 500V 或直流 1,000V 及以下，在铁路沿线作固定敷设的信号电缆。广义的铁路信号电缆还包括铁路长途对称通信电缆（填充型和非填充型）以及铁路综合贯通地线。

目前全国大规模的铁路建设和轨道交通建设，将极大推动市场对铁路信号电缆产品的需求。根据国务院 2008 年 10 月 31 日颁布实施《中长期铁路网规划（2008 年调整）》，2020 年我国全国铁路营业里程规划目标由 10 万公里调整为 12 万公里以上，其中客运专线由 1.2 万公里调整为 1.6 万公里，电气化率由 50% 调整为 60%；2010 年全国铁路营业里程达到 9 万公里以上，其中客运专线约 7,000 公里，复线、电气化率均达到 45% 以上。此外，目前全国 48 个百万人口以上的特大城市中，25 个城市正在进行轨道交通的前期工作，总规划里程超过 5,000 公里，总投资超过 8,000 亿元。

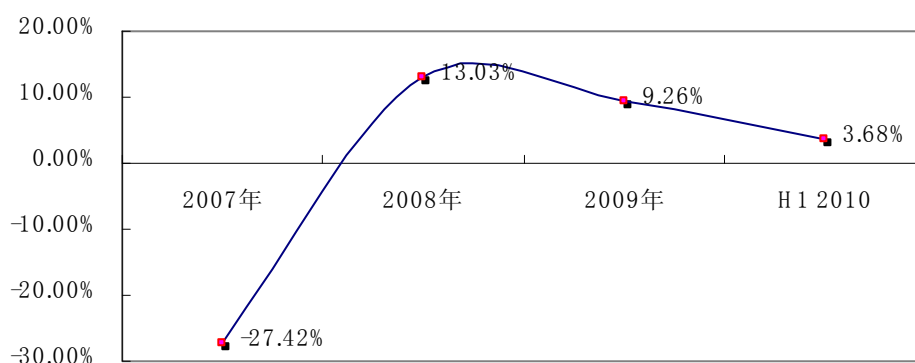
铁路信号电缆产品市场的进入，要求企业取得铁道部的铁路通信信号设备生产企业认定证书和中铁铁路产品认证中心（CRCC）的产品认证。目前国内仅有 10 余家企业获得铁道部的该些产品认证，通鼎光电即为其中之一。

公司的铁路信号电缆产品在技术和市场两方面均已取得铁道部及地方铁路局用户的认可。自 2006 年推出以来，公司该项产品销售收入持续快速增长，2009 年收入达到 14,836.80 万元，同比增长 145%。

按照 2010 年上半年的数据，公司的产能利用尚不足 50%，预计在国家大规模推动铁路建设和轨道交通建设背景下，公司该项产品的销售收入仍有望延续增长。

毛利率方面，公司 2008 年以来的铁路通信电缆产品毛利率持续走低，至今年上半年已降至 3.68%，主要原因是铜价的剧烈波动。不同于市内通信电缆业务，公司签订的铁路信号电缆销售合同均为固定价格合同，因此最主要的原材料——铜的价格波动风险完全由公司承担。目前市场铜价已处于较高水平，预计继续上涨空间有限；同时，公司为应对成本波动，已开始着手准备铜的套期保值，以锁定成本，因此，预计未来公司该项业务的毛利率将逐步回升。

图表 9：铁路通信电缆产品毛利率水平



数据来源：公司公告、华融证券

新产品或将造就新增长点

1、射频同轴电缆业务将受惠 3G 发展

射频同轴电缆是同轴电缆中应用领域最广的一类，可以用于移动通信基站射频单元与天线之间的连接、微波传输设备和微波天线的连接，还可以作为无线通信信号市内覆盖系统的信号传送。

射频同轴电缆作为基站部署的必要配套设备，其市场规模受 3G 网络建设影响显著。此前国家发布《关于推进第三代移动通信网络建设的意见》表示，到 2011 年，3G 网络覆盖全国所有地级以上城市及大部分县城、乡镇、主要高速公路和风景区等，3G 建设总投资 4,000 亿元，3G 基站超过 40 万个，3G 用户达到 1.5 亿户。在运营商大力拓展 3G 推动下，预计射频同轴电缆市场规模将持续增长。

公司于 2009 年开始射频同轴电缆生产线建设，预计今年将完成并达到投产状态。该项目的设计产能为 35,000 公里，今年开始试生产，预计产量为 7,000 公里左右，实现销售收入约 7,000 万元。与市内通信电缆业务类似，国内公司的原材料采购合同确保了产品价格与铜价的联动，因此产品毛利率料将维持较稳定态势。

2、分布式光纤传感器有望成为公司的新增长点

2008 年 12 月，公司与北京北邮资产经营有限公司和自然人伍剑合资设立了苏州市盛信光纤传感科技有限公司，从事光纤传感定位系统研发、生产和销售，公司占有 75% 股权。公司的分布式光纤传感定位系统填补了国内空白，被国家列为国家火炬计划项目，未来有望成为公司的另一收入增长点。

募投项目或带来年 1,000 万芯公里的光纤产能

公司此次发行拟募集资金 36,819.91 万元，投资用于年产光纤 700 万芯公里项目。该项目产品是公司向主营业务之一——通信光缆上游的延伸，该项目建成并投产后将有助于降低本公司的经营成本，并缓解目前光纤供应紧张的状况。

图表 10：募投项目情况简介（单位：万元）

项目名称	募集资金使用进度			项目效益预计
	第一年	第二年	第三年	
年产光纤 700 万芯公里项目	19,569.04	12,832.60	4,418.20	年均收入 57,030.00 万元

数据来源：公司公告、华融证券

该年产光纤 700 万芯公里项目已于 2009 年 3 月启动建设，建设期预计为 2.5 年，至今年 8 月已完成第一阶段产能 350 万芯公里的光纤厂建设。另外，得益于设备和技术的先进成熟，公司预计 2011 年 8 月项目全部建设完成后，光纤年生产能力有望达到 1,000 万芯公里。

盈利预测

预计公司 10-12 年将实现营业收入 12.93 亿元、15.07 亿元和 17.60 亿元，归属母公司股东净利润达到 1.37 亿元、1.68 亿元和 2.04 亿元，同比增长 63.02%、22.07% 和 21.90%，对应基本每股收益为 0.513 元、0.626 元和 0.763 元，参照目前市场情况，给予 18-23 倍 PE 值水平，对应合理价格区间为 9.23-14.40 元。

盈利预测关键假设

- 1、公司通信光缆产能稳步提升，2012 年达到 950 万芯公里以上水平；且毛利率在光纤项目支撑下保持稳定；
- 2、公司募投的 700 万芯公里光纤生产线顺利达产；
- 3、公司铁路通信电缆产品的市场份额保持稳定或稳步上升，从而受惠全国大规模铁路建设等；
- 4、分布式光纤传感器项目进展顺利，2012 年开始显现贡献。

图表 11：财务和估值数据摘要（单位：百万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	660.67	954.26	1292.64	1506.50	1760.34
增长率(%)	36.38%	44.44%	35.46%	16.54%	16.85%
归属母公司股东净利润	53.10	84.21	137.29	167.59	204.30
增长率(%)	426.66%	58.60%	63.02%	22.07%	21.90%
每股收益(EPS)	0.264	0.419	0.513	0.626	0.763
每股经营现金流	-0.271	0.387	0.463	0.628	0.594
销售毛利率	19.69%	19.92%	21.10%	20.84%	21.33%
销售净利率	8.04%	8.78%	10.56%	11.06%	11.54%

数据来源：华融证券

附录：财务预测表

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	660.67	954.26	1292.64	1506.50	1760.34
减：营业成本	530.57	764.16	1019.88	1192.52	1384.86
营业税金及附加	1.55	1.08	3.18	3.70	4.32
营业费用	27.83	44.86	56.99	66.41	77.60
管理费用	14.74	26.00	40.04	46.67	54.53
财务费用	15.34	20.53	10.40	4.58	3.46
资产减值损失	9.35	-3.38	0.72	0.72	0.72
加：投资收益	0.17	0.35	0.00	0.00	0.00
营业利润	61.45	101.37	161.44	196.89	239.83
加：其他非经营损益	0.93	-0.63	-0.83	4.17	4.17
利润总额	62.38	100.74	160.61	196.06	239.00
减：所得税	9.29	17.00	24.09	29.41	35.85
净利润	53.09	83.74	136.52	166.65	203.15
减：少数股东损益	0.00	-0.47	-0.77	-0.94	-1.15
归属母公司股东净利润	53.10	84.21	137.29	167.59	204.30
资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	75.28	63.22	552.68	678.50	940.98
应收和预付款项	221.20	169.73	353.43	256.37	455.98
存货	120.38	206.70	229.83	280.59	312.16
其他流动资产	0.00	0.76	0.76	0.76	0.76
长期股权投资	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
固定资产和在建工程	145.15	355.60	313.78	271.95	230.12
无形资产和开发支出	72.64	72.85	193.46	229.91	222.19
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	635.65	869.86	1644.94	1719.09	2163.20
短期借款	251.51	267.05	100.00	100.00	200.00
应付和预收款项	76.21	75.18	210.79	118.30	259.25
长期借款	5.00	95.00	95.00	95.00	95.00
其他负债	6.00	50.66	50.66	50.66	50.66
负债合计	338.72	487.89	456.45	363.96	604.91
股本	200.80	200.80	267.80	267.80	267.80
资本公积	66.93	66.93	669.93	669.93	669.93
留存收益	23.61	107.82	245.11	412.70	616.99
归属母公司股东权益	291.34	375.55	1182.84	1350.42	1554.72
少数股东权益	5.60	6.42	5.65	4.71	3.57
股东权益合计	296.93	381.97	1188.49	1355.13	1558.28
负债和股东权益合计	635.65	869.86	1644.94	1719.09	2163.20
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	-54.33	77.62	124.06	168.09	159.08
投资性现金净流量	-100.46	-206.60	-129.04	-44.89	-0.71
筹资性现金净流量	132.86	112.91	494.44	2.62	104.11
现金流量净额	-22.16	-16.09	489.46	125.82	262.48

数据来源：Wind、华融证券

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159 网址：www.hrsec.com.cn