

深度报告

通鼎光电(002491)

合理价位: 15.00-16.50 元 发行价: 14.50 元

2010 年 10 月 11 日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	200.8/0.0
流通 B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0
上证综指/深圳成指	2,738.74/11,911.37
发行价格(元)	14.50
发行股本(百万股)	67.00

财务数据

净资产值(百万元)	442.29
每股净资产(元)	2.20
资产负债率	59.57%

相关研究报告:

分析师: 严平

电话: 021-60875165

E-mail: yanping@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209070368

联系人: 程锋

电话: 021-60933167

E-mail: chengfeng@guosen.com.cn

新股分析

规模初具, 挺进上游

●首次发行 6700 万股, 投入光纤项目

公司主要从事市内通信电缆、光缆和铁路信号电缆制造业务。本次拟首次发行不超过 6700 万股, 发行后总股本不超过 26780 万股。公司光缆业务占比达 57%, 是主要的增长驱动。但光纤多系外购, 募集资金主要投向年产光纤 700 万芯公里项目, 达产后有助原料自给、产能扩张及毛利率提升。

●行业格局: 扩产进程持续, 份额走向集中

光纤光缆产业大致分为光纤预制棒、光纤、光缆三个环节, 利润分布为 60%: 30%: 10%, 国内厂商多集中于光纤和光缆制造环节。行业集中度较高, 公司市场份额约 4.4%, 初具规模。业内公司扩产较快, 今年光纤价格下跌 10-15%, 景气度有所回落。业内领先公司已纷纷进军上游预制棒领域。

●增长驱动: 光纤扩产+特种线缆

光纤光缆业务将是公司未来的主要增长点。目前公司有三座光纤拉丝塔, 部分光纤仍需外购, 预计 2010 年光缆产能将达 600 万芯公里, 700 万芯公里的光纤产能达产后, 将能初步满足公司光缆制造的原料需求。未来增长点更多在于特种线缆, 公司计划进入射频同轴电缆领域, 并加大室内软光缆的市占率。

●合理价值在 15.0~16.5 元/股之间

公司发行价为 14.5 元, 合理价位 15.0-16.5 元 (对应 10 年 PE30-33x, 11 年 PE24-27x)。预计公司 10/11 年 EPS 为 0.50/0.62 元, 发行价对应 10/11 年 PE 为 29/23 倍。目前主要的光纤光缆上市公司 10/11 年 PE 为 27/23 倍, 鉴于公司首日上市将有一定溢价, 我们认为合理价位在 15.0-16.5 元之间。

●风险提示

行业产能扩张加剧, 市场份额进一步向领先厂商集中。

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, 特此声明。

盈利预测和财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	954	1,309	1,564	1,866	2,098
(+/-%)	44.4%	37.2%	19.4%	19.3%	12.4%
净利润(百万元)	84	133	166	203	229
(+/-%)	58.6%	57.6%	25.0%	22.6%	12.4%
每股收益(元)	0.31	0.50	0.62	0.76	0.85
EBIT Margin	10.4%	12.9%	12.9%	13.2%	13.2%
净资产收益率 (ROE)	22.4%	9.2%	10.7%	12.0%	12.4%
市盈率 (PE)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率 (PB)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

目录

目录	2
图目录	2
表目录	2
合理价位 15.0-16.5 元	3
首次发行 6700 万股，投入光纤项目	4
行业格局：扩产进程持续，份额走向集中	5
增长驱动：光纤扩产+特种线缆	6
向产业链上游延伸夯实公司业务基础	6
未来增长点更多在于特种线缆	6
盈利预测：预计 10-12 年 EPS0.50/0.62/0.76 元	6
2010-2012 年损益表预测	7
投资风险	7
附表 1：财务预测与估值	8
国信证券投资评级	9
免责条款	9

图目录

图 1：本次计划发行不超过 6700 万股，实际控制人为董事长沈小平	4
图 2：近年来公司收入利润快速增长	4
图 3：光缆业务收入占比不断提升，光纤自给率不足	4
图 4：产业链利润主要集中在预制棒环节	5
图 5：行业集中度较高，公司初具规模	5
图 6：光纤光缆行业扩产较快，10 年景气有所下滑	5
图 7：2010 年光纤招标价格约 74 元/芯公里	5

表目录

表 1：光纤光缆重点公司盈利预测及投资评级	3
表 2：国内仅长飞和富通实现预制棒量产，烽火、中天、亨通均在进程中	6
表 3：2010-2012 年通鼎光电损益表预测	7

合理价位 15.0-16.5 元

公司初具规模，上市募集资金主要投向光纤产能扩张。公司是主要的通信线缆厂商之一，主营通信电缆、光缆和铁路信号缆。公司光纤光缆市场份额约 4.4%，初具规模。光纤光缆行业供给扩张进程仍在持续，光纤价格有所下滑。公司募集资金主要投向光纤产能扩张，达产后将能实现光纤自给，推动产能上升及毛利率提高。

发行价 14.5 元，合理价位 15.0-16.5 元（对应 10 年 PE30-33x，11 年 PE24-27x）。预计公司 10/11 年 EPS 为 0.50/0.62 元，发行价对应 10/11 年 PE 为 29/23 倍。目前主要的光纤光缆上市公司 10/11 年 PE 为 27/23 倍，鉴于公司首日上市将有一定溢价，我们认为合理价位为 15.0-16.5 元。

表1：光纤光缆重点公司盈利预测及投资评级

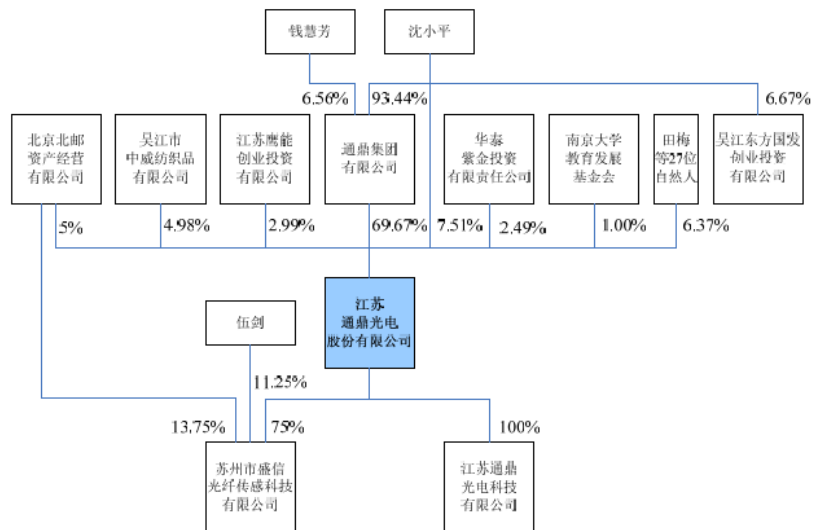
公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB	PS	PEG	投资评级
			09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	09A		
亨通光电	33.03	54.87	1.11	1.36	1.62	29.8	24.3	20.4	4.1	2.9	1.4	谨慎推荐
中天科技	23.95	76.83	1.04	1.28	1.30	23.0	18.7	18.4	4.5	2.1	2.0	谨慎推荐
烽火通信	33.46	147.83	0.59	0.82	1.10	56.7	40.8	30.4	4.5	3.2	1.6	谨慎推荐
永鼎股份	12.78	48.99	0.52	0.50	0.60	24.5	25.5	21.1	3.7	3.1	NA	未评级
光纤光缆上市公司平均值						33.5	27.3	22.6	4.2	2.8	1.7	
通鼎光电			0.50	0.62	0.76							未评级

资料来源：WIND，国信证券经济研究所，收盘价为 2010 年 9 月 30 日。

首次发行 6700 万股，投入光纤项目

公司是国内专业从事市内通信电缆、光缆和铁路信号电缆研发、生产和销售的企业之一。主营业务包括通信电缆、光缆和铁路信号电缆。本次发行前总股本为 20080 万股，拟首次公开发行不超过 6700 万股，发行后总股本不超过 26780 万股。公司实际控制人为董事长沈小平。

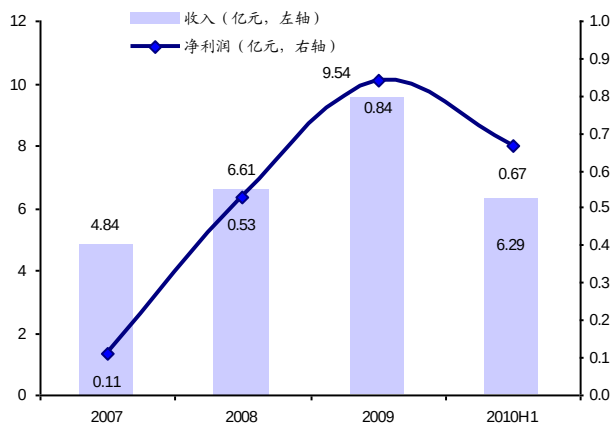
图 1：本次计划发行不超过 6700 万股，实际控制人为董事长沈小平



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

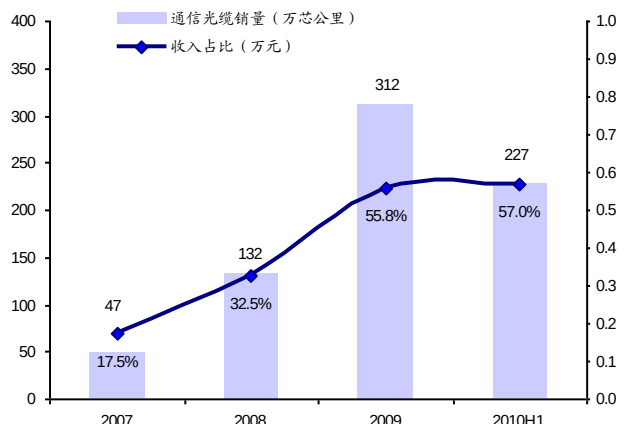
公司募集资金主要投向年产光纤 700 万芯公里项目，投资额 3.68 亿元。公司近年来收入利润增长较快，其中光缆业务占比达 57%，是主要增长驱动。但其光缆制造所需的光纤多系外购，因此进入光纤制造领域有助公司保障原料供应，提高盈利能力。目前第一期 350 万芯公里产能已建成投入试运行。

图 2：近年来公司收入利润快速增长



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

图 3：光缆业务收入占比不断提升，光纤自给率不足

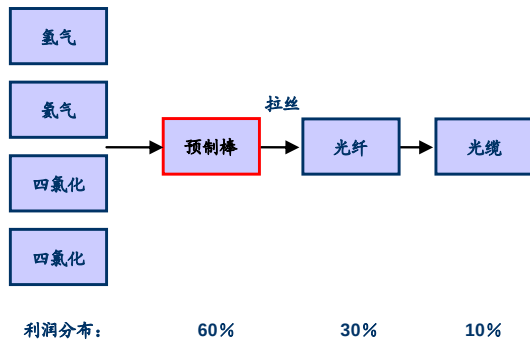


资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

行业格局：扩产进程持续，份额走向集中

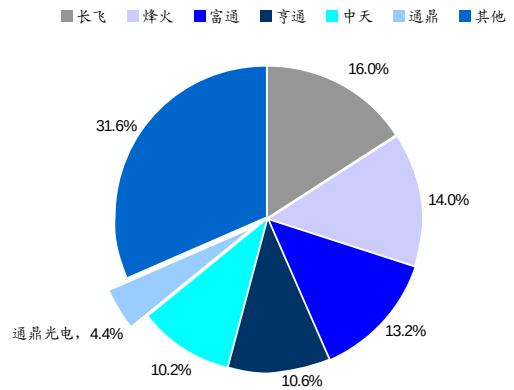
光纤光缆产业大致分为光纤预制棒、光纤、光缆三个环节，三环节利润分布大致为 60%: 30%: 10%。预制棒制造的技术难度最高，利润最为丰厚。目前国内预制棒需求的 80%以上依赖进口，国内厂商多集中于光纤和光缆制造环节。行业集中度较高，市场份额集中于长飞、烽火、富通、亨通、中天、通鼎等厂商。公司市场份额约 4.4%，初具规模。

图 4：产业链利润主要集中在预制棒环节



资料来源：国信证券经济研究所

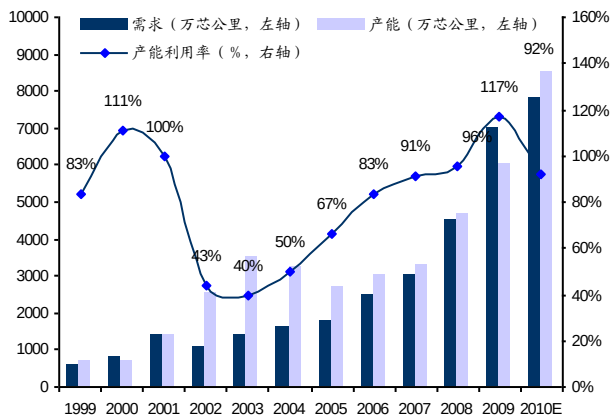
图 5：行业集中度较高，公司初具规模



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

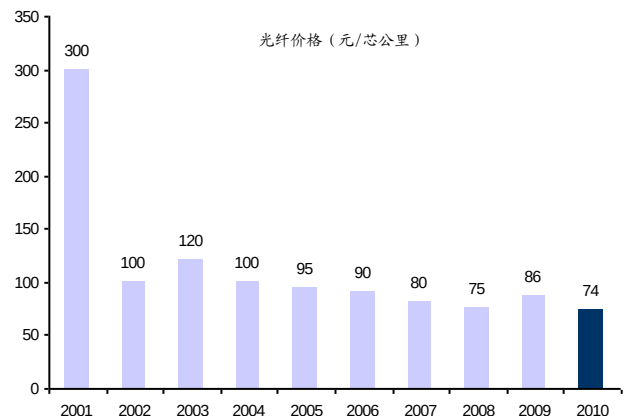
光纤光缆 09 年处于景气度大幅上升，价格上涨 10-15%，大部分光纤公司业绩均大幅增长。今年起虽然需求仍有上升，但行业供给上升的更快，光纤价格下跌 10-15%，行业景气度有所回落。行业价格一年一定，明年的集中招标价格将确定行业景气度是否见底回升，主要依赖于明年行业的供需对比，目前尚难确定。

图 6：光纤光缆行业扩产较快，10 年景气有所下滑



资料来源：公开资料整理，国信证券经济研究所

图 7：2010 年光纤招标价格约 74 元/芯公里



资料来源：公开资料整理，国信证券经济研究所

业内领先公司已纷纷进军上游预制棒领域。目前国内仅长飞和富通两家非上市公司具备预制棒规模生产能力。长飞为国内最大的预制棒生产商。上市公司中，烽火、中天、亨通三大厂商前期对此均有技术积累，自 09 年起大举进军量产环节。其中烽火、亨通分别同日本藤仓、美国 OFS（日本古河的美国子公司）合资，预计 10 年均有小规模量产，达产后产能分别为 270、300 吨。

表2: 国内仅长飞和富通实现预制棒量产, 烽火、中天、亨通均在进程中

厂商	合作方	技术	进展
长飞	荷兰德拉克 (合资)	OVD	已形成 500 吨/年的产能
富通	日本住友 (合资)	OVD	2008 年已投产
烽火	日本藤仓 (合资, 中方 40%)	VAD	2010 年投产, 满产 270 吨/年
中天	日本日立 (技术转让)	VAD	2010 年投产, 满产 400 吨/年
亨通	美国 OFS (合资, 中方 49%)	—	2010 年投产, 满产 300 吨/年

资料来源: 公开资料整理, 国信证券经济研究所

增长驱动: 光纤扩产+特种线缆

向产业链上游延伸夯实公司业务基础

光纤光缆业务将是公司未来的主要增长点。公司三大主营业务中, 通信电缆市场正逐步萎缩。预计 2010、2011 和 2012 三年期间, 我国市内通信电缆市场规模将维持在 30~40 亿元的水平。铁路信号电缆增长前景较好, 但产品价格随铜价波动, 2009 年毛利率不足 10%。

募集项目投产后, 公司将能向产业链上游延伸。目前公司有三座光纤拉丝塔, 部分光纤仍需外购。2009 年, 公司通信光缆产量达 350.9 万芯公里, 预计 2010 年通信光缆的产能将达到 600 万芯公里。700 万芯公里的光纤产能达产后, 将能初步满足公司光缆制造的需要。

未来增长点更多在于特种线缆

线缆厂商目前均将发展重点转向特种电缆市场。公司计划在现有市内通信电缆、光缆、铁路信号及城市轨道交通电缆三大板块产品领域中, 不断研发新产品, 进入射频同轴电缆领域, 并加大室内软光缆的市场占有率。

盈利预测: 预计 10-12 年 EPS0.50/0.62/0.76 元

我们预测通鼎光电 2010-2012 年分别实现主营业务收入 13.07、15.60、和 18.62 亿元, 分别增长 37.2%、19.4%、19.3% (主要因募投项目建成后, 产能相应扩张)。主营业务净利润分别为 1.33、1.66、2.03 亿元 (因光纤自产, 通信光缆业务毛利率将有提升, 净利润增速快于收入增速)。EPS 分别为 0.50、0.62 和 0.76 元。

2010-2012 年损益表预测

表 3: 2010-2012 年通鼎光电损益表预测

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E	10VS09	11VS10	12VS11
主营业务收入	952.2	1306.5	1560.3	1862.1	37.2%	19.4%	19.3%
主营业务成本	764.2	1023.5	1218.3	1453.2	33.9%	19.0%	19.3%
毛利率 (%)	19.7%	21.7%	21.9%	22.0%	1.9%	0.3%	0.0%
营业税金及附加	785.0	1045.4	1254.2	1497.2	33.2%	20.0%	19.4%
费用率 (%)	9.4%	8.4%	7.4%	7.0%	-1.0%	-1.0%	-0.4%
销售费用	44.9	61.5	68.8	80.2	37.2%	11.8%	16.6%
销售费用率 (%)	4.7%	4.7%	4.4%	4.3%	0.0%	-0.3%	-0.1%
管理费用	23.8	32.7	37.5	41.1	37.5%	14.7%	9.4%
管理费用率 (%)	2.5%	2.5%	2.4%	2.2%	0.0%	-0.1%	-0.2%
财务费用	20.5	15.0	9.1	9.0	-27.0%	-39.3%	-1.2%
财务费用率 (%)	2.2%	1.1%	0.6%	0.5%	-1.0%	-0.6%	-0.1%
资产减值损失	-3.4	-4.0	-4.0	-4.0	18.3%	0.0%	0.0%
投资净收益	0.4	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA
营业外收支	-0.6	1.0	1.0	1.0	-258.5%	0.0%	0.0%
非经常性损益	3.1	5.0	5.0	5.0	61.0%	0.0%	0.0%
利润总额	100.7	158.7	198.4	243.2	57.6%	25.0%	22.6%
税前利润率 (%)	10.6%	12.1%	12.7%	13.1%	1.6%	0.6%	0.3%
所得税	17.0	26.8	33.5	41.0	57.5%	25.0%	22.6%
有效税率 (%)	16.9%	16.9%	16.9%	16.9%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	83.7	131.9	164.9	202.2	57.6%	25.0%	22.6%
归属于母公司净利润	84.2	132.7	165.8	203.4	57.6%	25.0%	22.6%
少数股东损益	-0.5	-0.7	-0.9	-1.1	57.6%	25.0%	22.6%
净利润率 (%)	8.8%	10.2%	10.6%	10.9%	1.3%	0.5%	0.3%
每股收益 (元)	0.31	0.50	0.62	0.76	57.6%	25.0%	22.6%

资料来源: 国信证券经济研究所

投资风险

- (1) 行业产能扩张加剧, 光纤价格降幅超预期。
- (2) 集采后市场份额进一步向规模领先厂商集中。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	78	785	776	845	营业收入	954	1309	1564	1866
应收款项	157	209	250	299	营业成本	785	1045	1254	1497
存货净额	207	205	244	291	营业税金及附加	1	1	2	2
其他流动资产	14	20	23	28	销售费用	45	62	69	80
流动资产合计	455	1219	1293	1462	管理费用	26	35	40	43
固定资产	356	529	599	606	财务费用	21	15	9	9
无形资产及其他	73	70	68	66	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	3	4	4	4
长期股权投资	1	1	1	1	其他收入	21	3	3	4
资产总计	886	1822	1963	2137	营业利润	101	158	197	242
短期借款及交易性金融负债	297	120	120	120	营业外净收支	(1)	1	1	1
应付款项	58	84	100	119	利润总额	101	159	198	243
其他流动负债	34	56	66	79	所得税费用	17	27	33	41
流动负债合计	389	260	286	318	少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	95	95	95	95	归属于母公司净利润	84	133	166	203
其他长期负债	21	21	21	21					
长期负债合计	116	116	116	116					
负债合计	504	376	402	434					
少数股东权益	6	6	5	4					
股东权益	376	1440	1556	1698					
负债和股东权益总计	886	1822	1963	2137					

现金流量表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	84	133	166	203
资产减值准备	(19)	10	0	0
折旧摊销	22	23	37	44
公允价值变动损失	(3)	(4)	(4)	(4)
财务费用	21	15	9	9
营运资本变动	(33)	2	(57)	(68)
其它	19	(11)	(1)	(1)
经营活动现金流	69	153	141	175
资本开支	(214)	(200)	(100)	(45)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(214)	(200)	(100)	(45)
权益性融资	1	972	0	0
负债净变化	90	0	0	0
支付股利、利息	(24)	(40)	(50)	(61)
其它融资现金流	8	(177)	0	0
融资活动现金流	141	755	(50)	(61)
现金净变动	(4)	707	(9)	69
货币资金的期初余额	82	78	785	776
货币资金的期末余额	78	785	776	845
企业自由现金流	(126)	(35)	48	137
权益自由现金流	(29)	(225)	40	129

关键财务与估值指标				
	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.31	0.50	0.62	0.76
每股红利	0.09	0.15	0.19	0.23
每股净资产	1.40	5.38	5.81	6.34
ROIC	12%	16%	NA	NA
ROE	22%	9%	11%	12%
毛利率	18%	20%	20%	20%
EBIT Margin	10%	13%	13%	13%
EBITDA Margin	13%	15%	15%	16%
收入增长	44%	37%	19%	19%
净利润增长率	59%	58%	25%	23%
资产负债率	58%	21%	21%	21%
息率	NA	NA	NA	NA
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	4.2	2.0	1.7	1.5

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

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或询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
				岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		新兴产业	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66215566
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339
高 宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康 亢	010-66026337
张 旭	010-66026340	阳 瑾	0755-82133538	刘 洋	
蔺晚熠	021-60933146	周 琦	0755-82133568		
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	021-60933166				
郑 云	021-60875163				
毛 甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	