

通鼎光电 (002491)

光纤光缆行业生力军，业绩弹性大

	杨昊帆	康凯
	021-38676207	0755-23976023
	yanghaofan008183@gtjas.com	kangkai@gtjas.com
	S0880110030037	S0880209030388

本报告导读：

公司现阶段主要从事光缆生产与销售，并且拥有通信电缆和铁路信号电缆业务。公司报告期间光缆业务增长迅速，而现有规模仅为可比公司 1/3 水平，后期业绩弹性较大。

投资要点：

- 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。中国移动、中国电信、中国联通三大电信运营商和铁道部为公司主要客户。2009 年公司整体业务收入 9.54 亿元，2010 年上半年完成销售额 6.29 亿元，占 2009 年的 67%。
- 公司初始业务以通信电缆的生产和销售为主。报告期间，公司业务结构变化较大。顺应电信网络建设“光进铜退”趋势，公司通信光缆业务收入占比由 2007 年 17% 上升至最新一期的 57%，成为公司最大收入来源。
- 光缆业务收入增长迅速，2009 年相比 2007 年收入增长 5 倍。先后进入三大运营商集采，并成为一类供应商。现阶段，公司光缆业务规模仅为同行上市公司 1/3 左右，市场份额为 4.38%，与其他一类供应商相差较大。我们判断公司后续发展业绩弹性较大，主要考验公司的市场拓展和营销能力。
- 发行所募集资金将投于年产 700 万芯公里光纤生产项目。项目达产后，公司光纤材料基本能够实现自给。现阶段已完成第一阶段 350 万芯公里产能建设。光纤材料逐渐自给，将缩小公司与同行业公司毛利率之间的差距。
- 预计公司 2010 年销售收入仍能维持高速增长，今后增速则有所放缓。3G 网络、FTTx、三网融合和智能电网等因素将会驱动光缆需求稳步增长，公司 RF 缆则将在今年开始贡献业绩。室内通信缆销售预计稳步下降。毛利率有一定提升，期间费用率基本保持稳定。
- 预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.51、0.69 和 0.88 元，参考同行业上市公司估值，给予公司 2010 年 21-25 倍 PE 值，对应发行价格区间 10.78-12.83 元。预计公司上市首日增幅在 50% 左右。

建议询价区间

10.78-12.83

上市首日定价区间

16.17-19.25

2010.10.15

发行上市资料

总股本 (万股)	20,080
发行量 (万股)	6,700
发行日期	2010.10.08
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	华泰证券
预计上市日期	尽快

发行前财务数据

每股净资产 (元)	2.20
净资产收益率 (%)	15.1%
资产负债率 (%)	59.6%

主要股东和持股比例

通鼎集团有限公司	69.7%
沈小平	7.5%
北邮资产	5.0%
吴江中威纺织品有限公司	5.0%
江苏鹰能创业投资有限公司	3.0%
华泰紫金投资有限责任公司	2.5%
田梅	1.3%

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	661	954	1,371	1,673	1,991
(+/-)%	36.4%	44.4%	43.7%	22.0%	19.0%
经营利润 (EBIT)	86	118	180	224	282
(+/-)%	203.3%	37.4%	52.7%	24.1%	26.1%
净利润	53	84	137	185	235
(+/-)%	426.7%	58.6%	63.3%	34.9%	26.6%
每股净收益 (元)	0.20	0.31	0.51	0.69	0.88
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

注：每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司情况简介

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。中国移动、中国电信、中国联通三大电信运营商和铁道部为公司主要客户。2009 年公司整体业务收入 9.54 亿元，2010 年上半年完成销售额 6.29 亿元，占 2009 年的 67%。

公司报告期间业务构成变化较大。2007 年通信电缆为公司主要收入构成。随着行业中“光进铜退”的演进，电缆需求逐步萎缩。公司业务发展顺应趋势，逐渐向通信光缆生产与销售倾斜。通信电缆收入占比由 2007 年 82% 下降至 31%，而通信光缆则从 17% 上升至 57%，现今为公司最大业务。

图 1: 公司报告期各业务收入占比变化

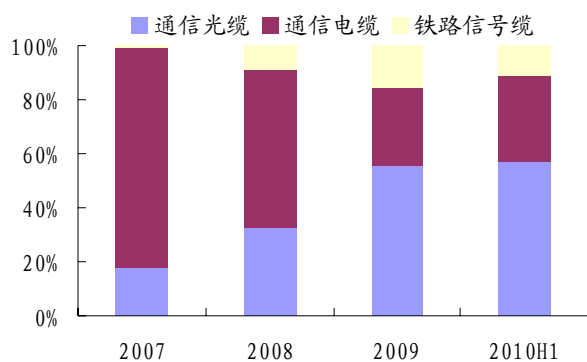
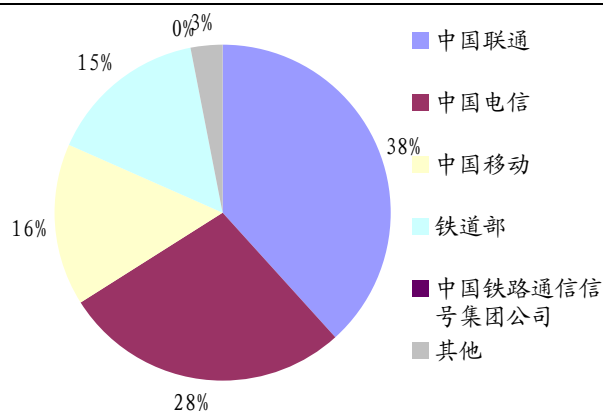


图 2: 公司下游客户构成 (2009)



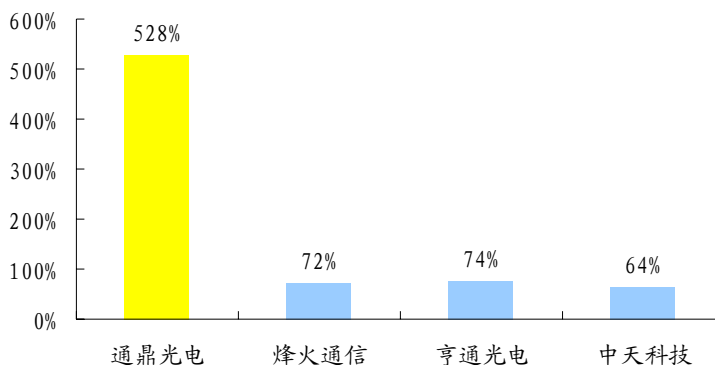
资料来源：公司数据，国泰君安证券销售交易总部

2. 光纤光缆行业生力军，成长迅速

公司 2007 年开始从事光缆生产和销售，当年销售 8472 万元，规模较小。但到 2009 年底，光缆销售已达到 5.32 亿元，两年增长 5 倍有余。而同期如烽火、亨通等厂商光纤光缆销售增长均在 70% 左右。

市场开拓方面，公司 2007 年成为中国电信和原中国网通的光缆入围厂商，2008 年成功进而入围中国移动集采招标，2009 年则同时成为国内三大电信运营商的光缆一类供应商。

图 3: 行业内各公司 2007-2009 光纤光缆业务收入增长比较



资料来源：公司数据，国泰君安证券销售交易总部

3. 公司现规模较小，后续发展业绩弹性较大，主要依靠销售能力

虽然公司报告期间取得快速成长，但现阶段规模仍较小。公司 2009 年光缆销售收入仅有 5.32 亿元，期规模只有烽火、亨通等同类公司的 1/3 左右。因此相对而言，公司今后更容易维持较高的增长速度。

另外，公司 2009 年光缆市场份额约为 4.38%，远低于其他一类厂商市场份额，未来仍将有提升空间。我们认为，光缆行业产品同质性较高，市场地位与份额的提升很大程度上决定于公司的销售能力。公司前两年的高速增长验证了公司在这方面能力较强，但今后公司对于市场份额提升的能力仍需逐步检验。

图 4：光纤光缆产品销售规模比较（2009 年）

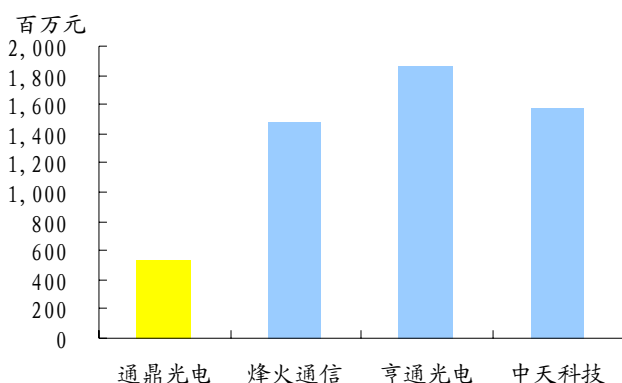
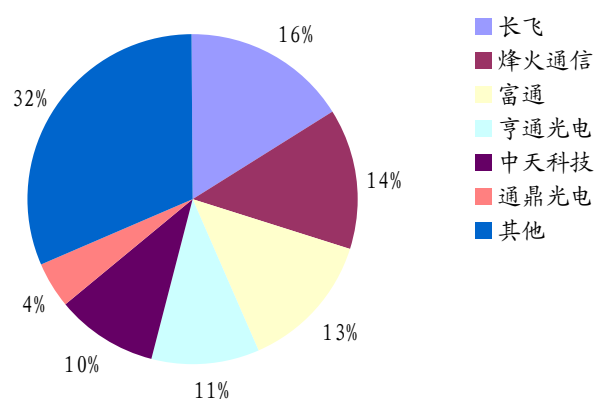


图 5：光纤光缆市场各公司股份情况（2009 年）



资料来源：公司数据，国泰君安证券销售交易总部

4. 募投光纤生产有助于提升光缆产品毛利率

公司公开发行所募集资金拟投入年产 700 万芯公里光纤生产项目。所生产光纤产品用于光缆生产原材料的自给。项目预计建设期为 2.5 年，2009 年 3 月启动建设，2010 年 8 月已完成第一阶段建设，350 万芯公里光纤生产线建设完毕。预计全部达产将在 2011 年 8 月。

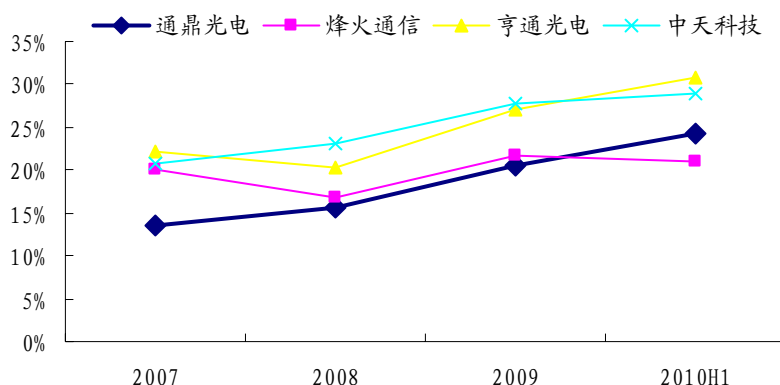
表 1：公司募投项目计划（百万元）

	项目投入进度		
	第 1 年	第 2 年	第 3 年
年产光纤 700 万芯公里项目	195.7	128.3	44.2

资料来源：公司数据，国泰君安证券销售交易总部

公司光缆产品毛利率虽然持续提升，但仍低于行业内其他竞争对手，光纤的自给化将有助于提高公司的毛利水平。

图 6: 行业内公司光缆业务毛利率比较



资料来源: 公司数据, 国泰君安证券销售交易总部

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

收入方面, 预计公司 2010 年销售收入仍能维持高速增长。今后增速有所放缓。3G 网络、FTTx、三网融合和智能电网等因素将会驱动光缆需求稳步增长, 公司 RF 缆则将在今年开始贡献业绩。室内通信电缆销售预计稳步下降。

毛利率方面, 光纤自给和铁路通信电缆前期低毛利订单消化逐渐完毕, 预计公司综合毛利率将会有一定提升。

期间费用率方面。公司期间费用率一直维持较低水平。今后预计随着业务规模扩大, 销售费用率和管理费用率将有一定提升, 而之前较高的财务费用率将会有一定下降。总体预计会保持稳定。

预计公司 2010-2012 年收入分别为 13.7 亿、16.7 亿和 19.9 亿元, 年均复合增长率 27.8%, 每股收益为 0.51、0.69 和 0.88 元, 年均复合增长率达到 40.7%。

表 2: 简明利润表预测 (百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入	484.4	660.7	954.3	1,371.3	1,672.9	1,990.8
减: 主营成本	412.3	530.6	764.2	1,086.0	1,316.6	1,546.9
减: 营业税金及附加	1.9	1.5	1.1	1.6	1.9	2.3
主营业务利润	70.3	128.5	189.0	283.7	354.4	441.7
减: 营业费用	20.9	27.8	44.9	65.8	82.0	99.5
减: 管理费用	21.0	14.7	26.0	37.4	48.5	59.7
减: 财务费用	16.9	15.3	20.5	19.3	4.5	6.3
减: 资产减值损失	-3.8	9.3	-3.4	0.7	1.8	0.8
加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
加: 投资收益	0.0	0.2	0.4	0.4	0.5	0.6

营业利润	15.2	61.4	101.4	160.8	218.1	276.0
加：营业外收入	13.5	1.0	0.7	1.1	1.3	1.5
减：营业外支出	4.3	0.1	1.4	2.0	2.4	2.9
利润总额	24.5	62.4	100.7	159.9	217.0	274.7
减：所得税	14.4	9.3	17.0	23.2	32.5	41.2
净利润	10.1	53.1	83.7	136.7	184.4	233.5
减：少数股东损益	0.0	0.0	-0.5	-0.7	-1.0	-1.3
归属于母公司所有者的净利润	10.1	53.1	84.2	137.5	185.4	234.8
每股收益	0.04	0.20	0.31	0.51	0.69	0.88

资料来源：国泰君安证券销售交易总部

5.2. 估值定价

参照可比上市公司估值，和通信设备行业整体估值水平，给予公司 2010 年 21-25 倍 PE 值，对应发行价格区间 10.78-12.83 元。此发行价格对应 2011 年 PE 值为 16-19 倍。参考近三个月新股上市首日表现，预计公司上市首日定价区间在 16.17-19.25 元。

表 3：可比上市公司估值情况

行业公司	收盘价(元)	EPS				PE			
		2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
烽火通信	35.73	0.63	0.77	0.95	1.08	57	46	38	33
亨通光电	33.77	1.11	1.15	1.32	1.62	31	29	26	21
中天科技	24.90	1.09	1.25	1.40	1.74	23	20	20	18
中利科技	29.78	1.78	1.23	1.60	1.94	17	24	19	15
特发信息	9.64	0.17	0.27	0.36	0.43	58	36	27	22
平均						37	31	26	22

资料来源：国泰君安证券销售交易总部

作者简介:**杨昊帆:**

复旦大学经济学硕士。2009 年加入国泰君安证券研究所。之前曾从事两年管理咨询工作。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		