

未评级

长飞光纤光缆 (6869. HK)

产能扩张，自产比例增加提升盈利水平

市场数据

报告日期	2015.06.01
收盘价(港元)	11.28
H 股(亿股)	3.40
总股本(亿股)	6.39
H 股市值(亿港元)	38.35
总市值(亿港元)	72.08
净资产(亿元)	28.14
总资产(亿元)	65.91
每股净资产(元)	4.40

数据来源: Wind

相关报告

兴证香港研究部

分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
(SFC: AZF126)

(755) 2382-6005
(852) 3509-5999
luhj@xyzq.com.hk

事件:

我们于 2015 年 5 月 29 日上午去长飞光纤光缆(6869. HK) 武汉总部参观厂房并座谈, 与公司 CEO 庄总和 CFO 梁总就公司的近期经营状况做了沟通交流。

我们的观点:

1、长飞光纤光缆 (6869. HK) 是全球最大的光纤预制棒供货商、全球第二大光纤和光缆供货商。在光纤产业链利润分配上, 光棒通常占 70%左右, 而光纤、光缆分别占 20%和 10%左右。长飞不仅具有垂直产业链结构, 而且在利润最丰厚的光纤预制棒制造环节优势明显。

2、行业增速高于市场预期。受益于“宽带中国”和“光纤到户”等政策的推进, 光纤光缆行业需求旺盛, 公司反映今年生产状况较好, 产品供不应求。管理层预计未来 2-3 年光缆行业有 15%的行业增速, 高于市场普遍认为的个位数增长预期, 而作为行业龙头的长飞可以达到高于行业的增速。

3、产能继续扩张, 自产销售比例提升。今年下半年 800 芯公里的光缆投产, 光缆产能提升 1 倍至 1,600 芯公里。明年 6 月份, 采用新生产工艺的光纤预制棒产能增加 1,500 吨, 产能提升约 80-90%, 光纤产能亦将配套提升。销售产品的自产比例提升将进一步改善综合毛利率, 提升企业的盈利水平。

4、受益于商务部对光纤预制棒反倾销裁定。商务部对日、美出口到中国国内的光纤预制棒采取反倾销措施, 长飞作为全球最大的光纤预制棒生产企业受益最大。受预制棒的反倾销措施, 光纤和光缆的市场价格走势有望稳中有升。

公司公告

长飞光纤光缆(6869. HK) 2014 年全年经营业绩: 营业收入为人民币(下同)56.77 亿元, 同比增长 17.6%; 毛利 10.88 亿元; 毛利率 19.2%; 股东应占利润 4.66 亿元, 同比增长 12.4%; 每股基本盈利 0.95 元 (2013 年同期为每股 0.87 元); 董事会建议每股派付末期股息 0.166 元。

行业新闻

商务部初裁认定光纤预制棒存在反倾销

5月18日，商务部发布了2015年第15号公告，公布了对原产于日本和美国的进口光纤预制棒反倾销调查的初裁决定。商务部认定原产于日本和美国的进口光纤预制棒存在倾销，并决定对该产品实施保证金形式的临时反倾销措施。

根据公告，自2015年5月21日起，进口经营者在进口上述产地的光纤预制棒时，应依据本初裁决定所确定的各公司的保证金比率向中华人民共和国海关提供相应的保证金。具体为，信越化学株式会社的保证金比率为8.9%，住友电气工业株式会社为7.8%，株式会社藤仓为8.3%，古河电气工业株式会社为8.3%，康宁公司为39%，OFS-费特有限责任公司为16.9%。

会议要点如下：

1、公司产能的扩产计划？

公司当前预制棒年产能折合芯公里单位5,100万芯公里，光纤3,200万芯公里，光缆800万芯公里，每个产品都有多余的产能对外销售。

光缆预制棒当前是1,700-1,900吨的产能，估计在2016年6月份增加1,500吨。现在有些设备买回来了，放在老厂区了，到时可以搬过去。因为涉及厂房选址的问题，最近才落实，时间点上推迟了一点，新产能会陆续投产，保守估计到明年6月份新产能就全部达产。光纤的产能预计将和预制棒新增产能进行配套生产。

光缆现有产能800万芯公里，计划增加800万芯公里新产能。在武汉的新厂区已经建好了，设备已经到位了，上月进行了试生产。估计在今年下半年可以全部投产。

2、预制棒新产能的技术路线？

原有光纤预制棒产能的工艺技术是外方股东Draka的PCVD技术，新建产能会采用VAD和OVD技术路线，技术工艺和现有的美国和日本的生产技术类似，但工艺技术都是自己研发，不会有产权方面的影响。长飞的VAD技术工艺路线已经研制成功了，进行了规模化的小批量生产。OVD技术工艺正在研发。在预制棒生产方面，长飞将成为全世界唯一拥有所有生产工艺的公司。

3、行业产能扩张情况？

了解到的国内同行光缆近期都没有大规模扩产计划。原来我们依赖合资公司来生产光纤和光缆，如果长飞自己生产，可以获得更大市场占有率。国内目前有 5-6 家企业生产光纤预制棒，生产光纤有 20 多家，生产光缆有 60-70 家。

4、为什么国内同行都不扩产，而长飞进行产能扩张？

长飞的 ROE 远高于同行，因为长飞的产品构成中预制棒产能大于光纤，而光纤又大于光缆，因为公司的产品销售中还有很多光纤和光缆产品是外边采购销售的。而很多同行的预制棒-光纤-光缆的产能是匹配的。

公司增加资本开支的基础，1、预制棒的产能提升因为有替代进口的量。预制棒本身就有 40% 的进口量，反倾销政策实施使得美国和日本的预制棒未来 5 年进来可能性没有了。2，同行企业除了光纤外还有其他产业，而长飞只做光纤光缆，公司关注进口替代，关注高毛利率的产品。3，行业的产能过剩是结构性过剩。今年国家光纤需求增加，所有厂家产能都不够用。光缆产量假设今年 1.6 亿芯公里，光缆产能按照 24 芯算，市场光缆皮长就是 1.6 亿除 24 大概 600 多万公里。现在实施宽带战略，要求 80% 光纤乡村到户，采用 12 芯或者 8 芯的产品，需要的皮长公里产能就不够了。

5、光纤预制棒反倾销？

我国光纤预制棒 40% 的靠进口，主要是日本、美国，他们销售价格比在他们自己国内的销售价格还便宜，我们预计他们可能继续降价销售，所以提出反倾销方案。日本预制棒国内供过于求，他们必须外销。

6、几种光纤预制棒的生产工艺区别？

长飞的生产工艺 PCVD 路线，日本是 VAD，美国 OVD。通信用的单模光纤，用 VAD、OVD 相对成本便宜一点点。PCVD 主要用于特种光纤、多模光纤，可用于特种光纤比如抗弯能力强的光缆、数据中心有源光缆等。PCVD 工艺全球只有股东 Draka 和长飞在用。

7、PCVD 工艺的采购 Heraeus 原材料玻璃衬管和套管？

玻璃衬管占预制棒成本很小，套管和包层占的比例大些。芯棒成本占预制棒 8%。芯棒是在衬管上做沉积，所以衬管成本并不高。虽然与 Heraeus 签署的长期合同，但每年协议新价格，逐步也是往下减。

其他厂家生产衬管的主要是性价比不行，这里有个工艺控制的问题。Heraeus 是

德国家族式、未上市、具有 100 多年历史的工厂。美国 GE 做过一阵衬管，但合格率低，总体成本不行，因此全球仅此 Heraeus 一家。

未来公司新产能的 VAD, OVD 生产工艺会大量减少衬管和套管的使用量。

8、光纤的技术进步？

最近几年，光纤技术上没有革命性的变化。未来看得见的地方是无线的，看不见的是光缆，光缆去连接看不见的无线。诺贝尔奖获得者高昆讲未来可以预见 100 年内，光纤可能仍是最好的通信介质。过去 10 年，光纤容量、传输速度有变化，但基本工艺没有特别大的变化，有些研制新的特种产品，比如抗弯曲光缆。

9、光缆的使用寿命和替代性？

光缆在陆地的使用寿命 10-15 年，到期需要更换。不同地区可能也不一样，比如东北地区比较冷可能寿命低些，还有老鼠咬需要更换的。即使欧美市场成熟市场，每年也有个更换需求。

10、海底光缆的产品？

海底光缆需求方面，中国近海需求比较大，国内目前还没有能做深海海底光缆的企业。全世界能做也就 3-4 家。中国可以做浅海海底光缆，也就 100 公里以内，跨洋的做不了。

11、光纤和光缆价格走势？

由于三大运营商采用集中采购招投标，谁价格便宜谁拿标，但质量不保证。去年三大运营商检测有些公司产品质量不过关，那些订单转到长飞公司来做，公司的产品质量可靠。随着未来电信运营商对光缆质量要求更严，光纤光缆的价格可能稳定下来，并且因为预制棒的反倾销实施，未来价格还可能向上走。

12、海外市场的区域划分？

与外资股东 Draka 协议是南美市场共享，东南亚、非洲是长飞的市场空间，外方股东 Draka 不能到这些地区，他们占据的是欧洲、北美。如果他们的股权比例低于 20%，就没有地域限制了。Draka 是普睿司曼集团的子公司，在欧洲生产成本比我们高，普睿司曼集团向我们买更多的光纤或光缆，会有关联交易公告。

13、海外市场的发展规划？

公司去年 12 月公告在缅甸建一个光缆厂（长飞占 50%），今年年初公告在印尼建一个光纤厂（公司占 70%）。国外市场以前出口只占有 10%，未来在东南亚、非洲，去年我们在海外建了 8 个销售办事处，今年多增加 8 个办事处，出口海外方面比

去年更好些。海外销售光缆毛利率更高些。

14、外资方 Draka 股权？

最初外方股东 Draka 是荷兰背景，原来做光纤光缆业务，2011 年因被收购成为意大利的普睿司曼集团的间接全资子公司。普睿司曼集团主要做电缆，光缆不是他的主业，因此也可能会剥离光纤业务。

最初选择在香港上市，因为外资方打算陆续在市场上卖掉其持有的股权（当初可能是因为现金流原因），他们认为港股市场比较规范和熟悉，现在外资方的考虑公司并不清楚，比如他们觉得长飞盈利很好，拿分红或许认为也不错。

15、三大运营商的销售占比？

三大运营商占光缆销售的 90%，光缆占长飞的收入 40%以上，所以三大运营商占长飞的 36%。

集采两方面看，一方面提高了运营商的议价能力。另一个方面降低了公司销售费用。集采一般多个公司中标，一般最多的 13-15%。长飞利用很多合营公司投标拿了下游的单，上游的光纤和预制棒还是长飞的。这个战略还是成功的。

16、生产是订单驱动还是可以库存？

预制棒和光纤是标准的，提前生产，可以库存。光缆是看客户需要订制，常规的型号也可以提前库存。从去年下半到现在需求很好，订单一直做就行了，没有多余的备用库存。

17、今年的公司产品生产进展？

历史上 1-3 月是淡季，今年比去年情况好，下半年自有产能增加会提升毛利率，随着新产能的陆续投产，6-7-8 月会慢慢提升。

18、铁塔公司成立后对光缆招标情况？

铁塔公司的成立很尴尬的，4G 是建设宏基站，铁塔为了减少基站建设。工信部确定 2020 年上 5G 通信，5G 发展方向是微基站。微基站覆盖半径很小，信号传输量很大。现在铁塔公司只招了一期光缆标，量还很小。

19、行业的增长需求动力？

随着“宽带中国”的实施，政府明确目标是未来 3 年，投资在互联网和宽带 1.1-1.2 万亿。粗略算每年总额 4,000 亿元，光缆占 15%左右，投资额就是 600 亿元。

国内的光纤覆盖大约 50-60%，过去很多用铜的，光进铜退。现在一些用 USB 通信线路是铜线，未来要用光纤代替。凡是用铜线传输信号的，未来都要用光纤代替。如电视的高清数据线、高铁里面信号线，汽车里面所有信号都是铜线。

20、长飞的未来发展规划？

长飞现在是行业第二(光纤、光缆)，要争做全球行业第一。长飞是全世界行业内 ROE 最高的。在光纤光缆行业的公司要成为制造中心、销售中心、研发中心、咨询服务中心。

做到行业第一不是长飞的终极目标，但长飞还不会时髦到改为长飞互联网。公司还是要往咨询和服务转型，国际化也是要走的路。咨询服务也是和光纤有关，估计 3 年内有实质动作。

21、未来的业绩增长指引？

未来长飞业绩稳定增长，增速要高于行业的增速。行业约有 15% 的增长。长飞 20 多年市场的龙头地位无人能撼动。公司 1,800 名员工，有 100 多个研发人员，长飞有行业唯一重点实验室，技术的能力最强。

22、武汉邮电科学院和公司同业竞争问题？

武汉邮电科学院(现为烽火通信)是长飞的间接股东，其通过持有长江通信股份而持有长飞股权，其股份最小。长江通信不是长飞的第一大股东，和长飞做整合的可能性不大。

23、公司的管理层股权激励？

未来考虑股权激励，现在还没有很明确的内容可以披露。股权激励是一个方向，上市前董事会本来批准了 5% 的股份给管理层，但国资委很谨慎，等了几个月没回音，公司要上市就先放弃了。

24、新建产能的资本开支计划？

如果不考虑并购，2015 年资本开支 5 亿元，也可能会随计划改变。2016 年也接近这个数，2015 年多点是因为要购买土地。

25、公司的分红率？

分红率承诺过不低于 30%。

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第[4]类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。