

昂纳光通信 (877 HK, HK\$2.74, 未评级) - 公司探访摘要

- ❖ **进入 100G 光器件市场。**因应光网络从 10G/40G 升级到 100G 的需要，我们认为全球光网市场即将进入一个周期性上升阶段。根据 Ovum 的报告，2013-18 年全球光纤网络产业的复合年增长率将达到 9.1 %。动能来自 100G 网络的成长，Ovum 预测 100G 市场规模在 2013-18 年的复合年增长率达 36.7 %，大幅超越 40G 市场的 13.8 % 复合年增长率。管理层告知美国市场的 100G 网络升级在 2013 年已经启动，而中国的 100G 网络升级将于 2015 年大规模推出。昂纳光已为高宽频时代做好准备，并加大 100G 产品的研发力度。公司已获得阿尔卡特朗讯的产品认证，并将为他们提供 100G 的无源光器件产品。管理层透露昂纳光将于 14 年推出被动 100G 光学产品。我们预计昂纳光将是全球 100G 网络升级的受惠者，预计 100G 网络升级将是公司业绩的中期催化剂。
- ❖ **关注有源光器件市场。**昂纳光是一家全球领先的无源光器件制造商，但目前公司在有源光网络市场的份额非常有限。昂纳光在 2012 年于美国成立一个研发中心，为 100G 有源光学产品进行研发。因需求回暖以及公司的有源光学技术逐渐成熟，管理层透露公司将在 14 年上半年推出有源光学元件产品。由于有源/无源元件分别占整体光学元件市场的 80 % 及 20 % 份额，我们相信昂纳光在有源光网络市场将有极大的发展空间。
- ❖ **自动化业务有显著进展。**昂纳光为将产品多元化而切入各种自动化业务，包括安全检验自动化、智能相机自动化和电子烟产品。在上述几种新产品中，电子烟产品有最为显著的进展，目前公司已拥有 40 条电子烟发热丝生产线。管理层预期在 2014 年将扩大至 100-150 条生产线。我们相信电子烟业务将在 14 财年贡献显著收入。
- ❖ **我们认为昂纳光在 14 财年业绩将大幅改善，因为 1) 100G 光网升级带来的巨大元器件需求，2) 进入有源光器件市场，以及 3) 电子烟业务有显著进展。**目前公司估价为 14 财年市场预期市盈率的 19.3 倍。相较于全球同业的平均 22.4 倍 14 财年市盈率，我们认为估值并不昂贵。

昂纳光通信 (877 HK)

评级	未评级
收市价	2.74 港元
市值 (港币百万)	1,983
过去 3 月平均交易 (港币百万)	8.42
52 周高/低 (港币)	2.9/1.13
发行股数 (百万)	756
主要股东	那庆林 (33.3%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	28.0%	31.1%
3 月	82.7%	91.7%
6 月	50.5%	46.4%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11A	FY12A
营业额 (港币百万元)	338	661	669	727
净利润 (港币百万元)	79	182	133	98
每股收益 (港币)	0.14	0.25	0.16	0.13
每股收益变动 (%)	NA	84.7	-35.5	-22.6
市盈率(x)	20.1	10.9	16.8	21.8
市帐率(x)	7.4	1.4	1.4	1.2
股息率 (%)	0.0	0.0	1.1	0.0
权益收益率 (%)	42.0	14.5	9.7	7.0
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司

利润表

12月31日 (百万港币)	FY09A	FY10A	FY11A	FY12A
收入	338	661	669	727
销售成本	(185)	(323)	(370)	(427)
毛利	153	338	300	300
研发费用	(17)	(32)	(51)	(73)
销售费用	(17)	(33)	(35)	(37)
管理费用	(31)	(67)	(90)	(93)
其他营运收入/费用	2	1	7	5
息税前收益	90	207	130	102
息税及折旧摊销前收益	99	221	155	132
利息收入	0	5	24	13
融资成本	(1)	(8)	(0)	(1)
其他非营运收入/费用	0	0	0	0
税前利润	89	204	154	114
所得税	(9)	(22)	(21)	(16)
非控制股东权益	0	0	0	0
净利润	79	182	133	98

来源：公司资料，招银国际则预测

资产负债表

12月31日 (百万港币)	FY09A	FY10A	FY11A	FY12A
非流动资产	70	115	274	492
物业、厂房及设备	40	82	240	448
递延税款资产	1	3	4	4
无形资产	0	1	1	0
其他	28	29	30	40
流动资产	252	1,303	1,296	1,096
现金及现金等价物	27	508	769	559
存货	56	115	115	177
应收贸易款项	170	271	295	264
其他	0	410	117	96
流动负债	134	168	200	200
借债	0	0	0	0
应付贸易账款	123	144	176	186
其他	11	25	24	13
非流动负债	0	0	0	0
借债	0	0	0	0
递延税款负债	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0
净资产总值	188	1,249	1,370	1,389
股东权益	188	1,249	1,370	1,389

来源：公司资料

现金流量表

12月31日 (百万港币)	FY09A	FY10A	FY11A	FY12A
营业利润	90	207	130	102
折旧和摊销	9	14	25	31
营运资金变动	(68)	(139)	(47)	17
利息支出	(1)	0	(0)	(1)
利息收入	0	0	0	0
税款支出	(0)	(11)	(24)	(24)
其他	5	4	42	28
经营活动所得现金净额	35	75	126	153
购置固定资产	(6)	(55)	(160)	(246)
其他	0	(383)	347	(11)
投资活动所得现金净额	(6)	(438)	187	(257)
股本的变化	0	891	(74)	(82)
银行贷款变动	(23)	0	0	0
其他	(3)	(47)	0	(24)
融资活动所得现金净额	(25)	843	(74)	(106)
现金增加净额	4	480	239	(210)
年初现金及现金等价物	23	27	508	769
外汇差额	0	1	22	(0)
年末现金及现金等价物	27	508	769	559

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

12月31日	FY09A	FY10A	FY11A	FY12E
盈利能力比率 (%)				
毛利率	45.3	51.1	44.8	41.3
息税及折旧摊销前收益率	29.2	33.4	23.1	18.1
营业利润率	26.5	31.3	19.4	14.0
净利润率	23.4	27.5	19.9	13.4
有效税率	10.6	10.9	13.5	14.3

增长 (%)

收入增长	19	95	1	9
毛利增长	44	120	(11)	0
息税前收益增长	182	131	(37)	(22)
净利润增长	244	129	(27)	(27)

资产负债比率

流动比率 (x)	1.9	7.7	6.5	5.5
速动比率 (x)	1.5	7.1	5.9	4.6
平均应收账款周转天数	183	150	161	133
平均存货周转天数	111	130	114	151
平均应付账款周转天数	243	162	173	159
现金周期	51	117	101	124
净负债/权益比率 (%)	(14)	(41)	(56)	(40)

回报率 (%)

资本回报率	42.0	14.5	9.7	7.0
资产回报率	24.6	12.8	8.5	6.2

每股数据 (港币)

每股利润	0.14	0.25	0.16	0.13
每股账面值	0.32	1.73	1.67	1.79
每股股息	0.00	0.00	0.03	0.00

来源：公司资料

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。