

# 只有天津人才懂的悲凉：“大无缝”的生死局

证券时报记者 李雪峰

日前,天津钢管集团(下称“天津钢管”或“大无缝”)通过上海清算所披露,渤钢集团拟将全资子公司天津钢管投资控股有限公司(下称“天津钢管控股”)予以转让,受让方为津联控股全资子公司渤海国资经营公司,交易双方均系天津国资委旗下成员,该交易将于4月底完成。自此,渤海国资经营公司将取代渤钢集团间接持有天津钢管27.27%股权,成为仅次于泰达控股(持股57%)的天津钢管第二大股东方,天津钢管将正式从渤钢集团剥离。

一同被剥离的还包括渤钢集团其他三家核心子公司天津钢铁集团(下称“天津钢铁”)、天津冶金集团(下称“津冶集团”)、天津天铁冶金集团(下称“天铁冶金”)。天津国资委拟通过津联控股、渤海国资经营公司等资本运作平台直接接管前述三家公司及天津钢管。这也意味着,深陷1920亿元债务兑付危机的渤钢集团将以分拆的形式应对巨额债务,而渤钢集团本身则将处于“被掏空”状态。

## 邓小平亲自过问的项目

一家企业,一座城市,天津不仅有麻花、相声,还有“大无缝”。大无缝,是天津人对天津钢管的俗称,准确而言是天津钢管前身“天津大无缝钢管厂”的简称。老天津人都说,大无缝的名头远比天津钢管这一工商商标更为响亮。与其他众多国企一样,天津钢管也是改革开放的产物,并曾是天津作为华北工业基地的骄傲。记者在天津求学阶段,大无缝响彻津门,以至于在课堂上,老师们时常提起大无缝,以及当时如火如荼建设的天津滨海新区。

过分,因为大无缝是邓小平亲自过问的项目,也是天津一度倚仗的大型外向型项目,改变了石油套管长期依赖进口的局面。从1987年组建到1992年出产以来,大无缝在相当长的一段时间内,以类似于“深圳速度”的效率快速切入无缝钢管、石油套管领域。

时至今日,天津钢管还在宣称“大无缝与世界无缝对接”,但不可否认的是,大无缝的辉煌可能已永久成为历史。与天津钢铁、津冶集团、天铁冶金一起,天津钢管将不得不分担渤钢集团分拆的部分巨额债务,无论天津国资委如何主导渤钢集团划转股权,接近2000亿元的债务均不会凭空消失,连同渤钢集团股权、行政、人事一起被拆分的还有债务。

最新的资料显示,渤钢集团正在与建行、北京银行天津分行等105家银行及其他金融机构组成的债权人委员会展开谈判,天津市府层面已介入斡旋,目前尚无实质性进展,包括是否以重组或重整方式化解债务危机等。从渤钢集团剥离后,天津钢管、天津钢铁等四家公司与渤钢集团如何划分认定债务,亦不得而知。

## 并非首次卷入债务危机

这不是天津钢管首次卷入大规模债务危机,1999年10月份,天津钢管因内外债压顶而进行债转股试点,据称当时债务规模高达百亿元之巨,恰在同时期成立的信达资产等四大国有资产管理公司整体承接了天津钢管的债务,临时入股天津钢管。如此规模的债务与天津钢管初期的巨额投资及后续几年的扩张不无关联,有人说这是改革开放初期成立企业的阵痛。次年,受益于债转股的财务减压,天津钢管步入正轨。

2003年12月,四大资产管理



公司与天津达成协议,由天津钢管控股受让四大资产管理公司所持天津钢管90%股权,四大资产管理公司由此退出天津钢管控股股东之列,目前尚持有天津钢管部分股权。天津钢管控股是天津市政府处理天津钢管债转股项目退出而专门成立的国有独资公司,渤钢集团于2010年4月份成立后,天津钢管控股全资划归渤钢集团。

2004年9月,天津钢管控股将所持天津钢管57%股权对应的资产及负债全部转让给泰达控股,后者据此成为天津钢管第一大股东,但并非控股股东,股权不占优势的渤钢集团、天津钢管控股反而成为天津钢管的控股方。2006年底,天津钢管完成

股份制改造,次年,天津钢管控股再度将天津钢管部分股权转让给渤海产业投资基金,持股比例降至27.27%。

若非渤钢集团卷入近2000亿元债务危机,天津钢管控股可能不会被全资划归渤海国资经营公司,但真实发生的事件不能假设,关于渤钢集团的债务形成原因,业界及天津方面均有不侧重点的阐释。现在如果反思渤钢集团不应该在2010年组建,可能并不公允,至少在2010年前后,钢铁行业尚未形成无法逆转的规模性产能过剩,远未达到目前岌岌可危的地步。

应该说,渤钢集团只是天津钢铁行业发展到一定历史阶段的必然产物,该集团原本被寄予厚望,整合天津钢铁类资产,打造具有全球竞争力的

钢铁全产业链格局。作为渤钢集团核心产能的公司,天津钢管近几年中规中矩,基本沿袭了原有的经营风格,未形成明显的突破,渤钢集团预期中的资产协同、业务协同亦不明显。有分析认为,渤钢集团成立后,天津钢管及天津钢铁等四家公司各自为战,与渤钢集团政令不一。其实,这是任何大国企、央企合并之后的通病,形式合并而实质不合并”。

有人用“悲壮”形容渤钢集团及天津钢管,尤其对于老天津人而言,天津钢管至今存续近30年,相当于一个人最黄金的工作年限。厂房还是原来的厂房,工人却换了一拨又一拨,与渤钢集团一起,1920亿元的债务背后是人们无尽的困惑与落寞。

# 鸿辉光通业绩步入高增长轨道 发展前景长期看好

## ——新三板公司鸿辉光通(832063)投资价值分析报告

### 投资要点:

■鸿辉光通是国内唯一一家能够同时研发和生产PLC晶圆及全系列PLC光分路器、光纤光缆填充膏、光缆用二次被覆料PBT和PBT色母料等光通信产业链中产品的企业,具备一站式配套服务能力,可满足客户多种产品的采购需求,产业链优势明显。

■在光器件领域,公司作为国内极少数具备从PLC晶圆、芯片、FA到光器件的垂直整合生产能力的企业,在成本和质量控制等方面拥有比较优势。公司光器件板块2014年和2015年的营收贡献分别增长了20.3%和51.26%,远高于同期行业平均增速。

■作为中国光纤光缆填充膏行业的龙头企业,公司率先实现了光纤光缆填充膏的国产化生产,填补了多项国内技术空白,目前以40%左右的国内市场占有率稳居行业第一。

■公司收购的扬州金森是国内光缆用二次被覆料PBT、PBT色母料行业的领先企业,市场占有率约为25%。收购完成后,预计公司将利用自身的资金和融资优势,为扬州金森提供充足的流动资金,2016年的产能有望提升50%左右,营业额达到3亿元以上。

■预计公司2016年—2017年的营业收入分别为7.57亿元和10亿元,实现归属于挂牌公司股东的净利润分别为4500万元和6200万元,对应目前1.3股本的每股收益分别为0.35元/股、0.48元/股。考虑到公司良好的成长性,我们给予公司2016年业绩20倍—25倍的市盈率估值,以此对应的合理估值区间为7元/股—8.75元/股。由于公司目前的股价仅为5.08元/股,公司市值或被明显低估。

## 1 公司概况: 具备一站式配套能力

鸿辉光通是国内唯一一家能够同时研发和生产PLC晶圆、全系列PLC光分路器、光纤光缆填充膏、光缆用二次被覆料PBT和PBT色母料等光通信产业链中产品的企业,可满足客户多种产品的采购需求。与主要依赖单

一产品的供应商相比,公司具有产品结构丰富、一站式配套服务能力强等特点,可降低客户综合采购成本。

光纤光缆填充膏是鸿辉光通的发家产品和优势产品。公司自2001年创立时就从事光纤、光缆填充膏的研发和生产经营。在鸿辉光通创立之前,国内的光纤光缆填充膏市场基本被UNIGEL、BP等国外品牌垄断,昂贵的价格制约了我国光纤光缆行业的发展。鸿辉光通成立后,依托自主研发,率先实现了光纤光缆填充膏的国产化生产,填补了多项国内技术空白。凭借优异的产品性价比逐步实现了对进口产品的替代,不仅成功将国外品牌逐出中国市场,还将产品大量出口到海外。截至目前,公司生产的光纤光缆填充膏已占到国内40%左右的市场份额,市场占有率稳居第一。

2010年,鸿辉光通开始借助自身多年来在光通信产业链积累的客户资源和渠道优势进入了包括PLC在内的光器件领域。公司进入光器件领域的当年,恰逢中国光器件行业高速增长,2010年全国PLC光分路器市场规模增长了26.7%。尽管该行业2012年开始经历了两年的负增长,但鸿辉光通凭借对光通信行业的理解,仍看好光器件产业的长期发展,依然决定在行业较为低迷的2012年投资PLC晶圆,实现了PLC晶圆的自主研发和规模生产,以及从晶圆、芯片、FA到PLC光分路器的整体供货能力,目的是在行业低迷期建立竞争优势,以便更好地迎接行业再次爆发的机会。事实证明公司当初的判断是正确的,中国的光器件产业2014年开始恢复增长,并于2015年进入加速增长期。正是得益于公司敏锐的市场判断与强大的执行能力,鸿辉光通光器件业务于2014年开始高速增长,2014年和2015年贡献的营收分别增长了20.3%和51.26%,远高于同期行业平均增速。

为进一步增强企业的盈利能力和综合竞争力,鸿辉光通又于2015年收购了光缆用二次被覆料PBT、PBT色母料行业的领先企业扬州金森100%股权。由于扬州金森生产的光缆用二次被覆料PBT和PBT色母料是下游光缆生产企业提高产能与效率、降低成本、保

持稳定生产所必备的材料,市场空间广阔,并且与鸿辉光通本身的光纤光缆填充膏产品的应用领域基本重合,客户趋同。收购完成后,双方很容易进行渠道资源整合,充分利用鸿辉光通的平台优势、资金优势和客户优势,迅速将扬州金森光缆用二次被覆料PBT和PBT色母料业务进一步做大做强,使金森品牌的美誉度得到进一步提升。与此同时,鸿辉光通也可利用扬州金森的客户渠道进一步提升公司光纤光缆填充膏产品的市场份额,有助大幅增强公司的盈利能力和综合竞争力。

## 2 经营情况: 三板齐发力 驱动业绩高增长

依据最新公布的财报,公司全年实现营业收入6.07亿元,同比增长24.70%;实现归属于挂牌公司股东的净利润3766万元,较2014年增长86.52%。上述业绩全部来自光通信材料、光通信器件和其他业务三个业务板块的贡献。

其中光通信材料板块2015年实现销售额4.36亿元,占鸿辉光通整体销售额的71.86%,是目前最主要的业务板块,受益于光通信行业的整体增长,公司的光通信材料2015年同比增速超过21%;光通信器件板块是公司目前的第二大业务板块,2015年实现营业收入1.25亿元,销售占比为20.66%,受益于公司本身的技术和产业链优势以及光器件行业的整体增长,该板块2015年销售额增幅达到51.26%,为公司目前增长最快的业务。

其他业务实现销售收入4542万元,占公司全部营收的7.48%。其他业务板块主要包括公司2015年收购的扬州金森光缆用二次被覆料PBT、PBT色母料业务,该项收购在2015年10月完成,且是非同一控制下的企业并购,只能将收购完成日后的扬州金森的业绩纳入并表,因此,该板块的2015年的业绩贡献相对较小,但也是对2016年及以后的业绩贡献构成了良好的预期。

## 3 填充膏板块: 具备核心优势 增长潜力仍然巨大

作为我国光纤光缆填充膏行业的龙

头企业,鸿辉光通在填充膏领域无论是规模、品质还是配方技术都明显领先于同行。凭借优异的性价比,鸿辉光通在光纤光缆填充膏领域不仅完全替代进口,还大量出口到海外,目前的国内市场占有率已经达到40%左右,稳居行业第一。由于规模优势明显,鸿辉光通已成为壳牌在国内的唯一战略合作伙伴,在原料采购成本方面也比其他同行更具优势。通过大批量规模化采购,不仅可以降低单位采购成本,还能得到供应商更优惠的付款期限,从而降低综合成本。

受4G LTE网络建设加速和5G提上商用日程,以及光纤入户、智慧城市、数据中心、云计算等国家重点工程的全面铺开等因素的影响,我国的光纤、光缆行业未来几年仍将保持较快增长。中国产业信息网发布的研究报告预测,参照“宽带中国”发展目标,估算“十三五”期间的目标增速将达到15%—20%,到2020年中国光缆的需求量有可能达到4亿芯公里。

光纤光缆市场需求的增长必然会带动光纤光缆膏行业的发展。2015年全球光纤光缆填充膏的需求量预测为13.1万吨,到2017年需求量将达到17.7万吨。其中,2015年国内光纤光缆填充膏的需求量约为9万吨,预计到2017年将达到12.5万吨。鸿辉光通作为全球最大的光纤光缆填充膏供应商,公司的光纤光缆填充膏业务仍具非常大的增长潜力。

## 4 光器件板块: 垂直整合能力优势突出 增速超行业平均水平

在光器件领域,鸿辉光通可生产PLC晶圆及全系列PLC光分路器、VOA光衰减器、MPO多芯连接器等多种产品,主要产品为PLC光分路器和PLC晶圆。与传统PLC分路器封装厂商相比,公司在一体化生产和垂直整合方面领先同行。公司不仅拥有自己的PLC光分路器晶圆生产线,并且能够完成从晶圆切割、研磨到FA阵列,再到耦合封装完整生产工艺流程,相比其它只有封装工艺的PLC光分路器厂商,在成本和质量控制方面更具优势。

在PLC分路器产业链中,PLC芯片

和晶圆环节的技术难度最高,关键技术以前主要掌握在NEL、Fi-ra、PPI等日韩厂商手中。近几年,随着鸿辉光通、仕佳光子等为代表的本土企业在该领域形成技术突破,本土企业生产的PLC晶圆以更优的性价比逐步对进口产品形成替代,极大地促进了中国光通信行业的发展。

鸿辉光通生产的PLC晶圆具有集成度高、工作波长范围宽、均匀性好、插入损耗小、偏振相关损耗低等特点。在技术工艺方面,公司采用了目前最先进的FHD工艺,与行业内普遍采用的利用PECVD工艺相比,不仅可以有效降低波导应力和偏振相关损耗,还能明显提高生产效率和成品率。为进一步提升竞争优势,鸿辉光通还对大分光芯片进行了研发和投入,1X64芯片目前已通过可靠性测试,进入量产阶段。

得益于PLC晶圆的规模化生产,公司的PLC晶圆不仅能够实现自给自足,还具备对外供货的能力。通过PLC晶圆的自给自足,可使公司PLC光分路器成本节约30%—40%,与此同时,还有助于公司更好地掌控上游核心部件的质量;而对外供货则可为公司带来新的收入和利润来源。

随着宽带提速上升到国家战略,未来几年光纤入户进程有望加速,这将对PLC光分路器行业的增长产生积极影响。预计到2017年国内PLC光分路器市场规模将达到45亿元左右,年复合增长率将达到13.39%。

我们认为,鸿辉光通作为国内极少数具备从PLC晶圆、芯片、FA到光器件的垂直整合生产能力的企业,在成本和质量控制等方面拥有绝对优势,预计公司光器件板块的增速将明显超过行业平均增速。实际上,公司光器件板块2014年和2015年营收就实现了20.3%和51.26%的高速增长,远高于同期行业平均增速。

## 5 PBT 板块: 具备超预期增长潜力

鸿辉光通在2015年收购的扬州金森主要研发和生产光缆用二次被覆料PBT、PBT色母料,是该细分行业的领先企业,在国内外有着非常高的品牌知名度,目前的市场占有率约为25%。光缆用

## 云维股份: 公司债可正常回售兑付

证券时报记者 翁健

云维股份(600725)4月24日晚间公告,公司日前收到上交所《关于对云南云维股份有限公司公司债相关事项的监管工作函》,要求公司就有关11云维债的回售及付息事宜核实后对外披露。对此,云维股份对上交所监管函的相关问题进行回复,并表示公司债回售兑付和付息的资金筹集渠道已经确定,能够保证按照云维股份11云维债募集说明书的约定正常回售兑付和付息。

上述监管函显示,上交所要求云维股份结合公司自身和11云维债担保人的经营和财务状况,说明是否存在回售无法兑付以及无法付息的风险。如需,需向市场和投资者充分提示风险;如否,需向市场和投资者披露该公司及担保人对11云维债的回售兑付和付息的具体安排。

据悉,云维股份于2011年6月1日公开发行了10亿元公司债券,期限为7年期,附第五年末(2016年6月1日)发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。截至目前,距11云维债的回售和付息日不到两个月。

而云维股份去年的业绩并不理想。今年4月19日,云维股份发布2015年度业绩预亏更正公告称,预计2015年净利润为亏损26亿元左右。同时,若年报披露后经审计的净利润仍为负值,公司股票将因最近两年连续亏损被实施退市风险警示,11云维债将被暂停上市交易。

对于11云维债的相关疑问,云维股份表示,由于公司及担保人生产经营业绩持续亏损,资金紧张,为确保按期完成11云维债的回售兑付和付息,公司及担保人于2016年初即开始积极准备。一方面,加强金融机构的沟通,努力改善公司的融资环境,确保公司资金链安全;另一方面及时向云南省有关部门和单位反映公司面临的困难,努力争取云南省有关部门和单位支持和帮助,化解因公司及担保人资金紧张而对公司债回售兑付和付息可能存在的兑付风险。

云维股份表示,截至目前,经过各方努力,公司债回售兑付和付息的资金筹集渠道已经确定,能够保证按照云维股份11云维债募集说明书的约定正常回售兑付和付息。

二次被覆料PBT、PBT色母料作为光缆生产企业提高产品性能和产能的必备材料,与鸿辉光通的光纤光缆填充膏的应用领域高度重合,同样受益于未来光纤、光缆行业的高速增长。

我们认为,除受益于光纤光缆行业整体增长和资源整合因素外,扬州金森未来的业绩增长主要来自以下两个方面的驱动因素:一方面,收购前的金森因为受资金的制约,产能一直保持在年产20,000吨左右,由于订单饱满,目前的产能利用率已经达到极限,产能瓶颈限制了公司增长。鸿辉光通并购扬州金森后,势必会利用自身的资金和融资优势,为扬州金森提供充足的流动资金,2016年的产能有望提升到30,000吨/年,这一因素或将推动扬州金森实现50%以上的业绩增长,营业收入达到3亿元以上。

另一方面,扬州金森的光缆用高速PBT料PBT—280(Q)02配方已经研发成功,填补了国内空白,国外也只有巴斯夫能生产类似产品。光缆用高速PBT料主要适用于制造光缆的高速设备(每分钟700—800米),这种高速设备在发达国家已经普及,但国内光缆厂商目前还主要使用低速设备(每分钟400—500米),仅有少数大型光缆生产企业开始使用高速设备。我们认为,高速设备在生产效率方面具有明显优势,预计未来在中国普及只是时间问题,因此,长期来看光缆用高速PBT料未来在中国的市场空间将非常大,而扬州金森作为国内唯一一家掌握光缆用高速PBT料生产的企业,这一技术有望推动公司业绩超预期增长。

## 6 盈利预测与估值

基于对公司基本面的分析,我们非常看好鸿辉光通未来两年的业绩表现,预计公司2016年—2017年的营业收入分别为7.57亿元和10亿元,实现归属于挂牌公司股东的净利润分别为4500万元和6200万元,对应目前1.3股本的每股收益分别为0.35元/股、0.48元/股。考虑到公司良好的成长性,我们给予公司2016年20倍—25倍的市盈率估值,以此对应的合理估值区间为7元/股—8.75元/股。由于公司目前的股价仅为5.08元/股,公司市值或被明显低估。

(CIS)