

2011年12月18日

TMT--通信设备

证券研究报告--评级深度报告

收盘价(元): 34.26

目标价(元): 36.90

光迅科技(002281)

产业链地位成就高质量增长

投资评级: B--持有(首评)

TMT组: 吴炳华

执业证书编号: S0890510120009

电话: 021-50122488

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

TMT组: 程成

电话: 021-50122249

邮箱: allencheng87@gmail.com

联系人: 毛雪梅

电话: 021-50122432

公司基本数据

总股本(万股)	16000.00
流通A股/B股(万股)	8200.00/0.00
资产负债率(%)	34.78
每股净资产(元)	6.89
市净率(倍)	5.00
净资产收益率(加权)	10.09
12个月内最高/最低价	49.8/29.42

股价走势图



相关研究报告

◎不同之处:

◆**产业链的优势地位成就高质量增长。**光迅科技是一家光通信技术上游的公司,主要产品的市场地位居于国内龙头地位。在光通讯行业持续高景气的背景下公司有望凭借产业链上的独特优势享受较高质量的稳健增长。

◎投资要点:

◆**公司定位明确,积极拓展市场。**公司专注于做光通信产业链上游的产品,并且产品市场需求旺盛,除了保持与占公司营业收入一半以上的前5大客户良好关系外,还积极拓展平均毛利率较高的海外市场业务。

◆**募投项目陆续达产,加大对人员与研发的投入,挺进高毛利市场。**公司已搬迁至新厂房,子系统产品和无源器件产能都将有较大幅度提升,综合毛利率有望逐步提高。公司今年管理人员薪酬及研发费用增长近三成将缓解未来成本的上升,而股权激励计划将促使公司管理效率和技术竞争力上新台阶。

◆**WTD整合后将扩大公司业务范围。**我们认为整合势在必行,整合后将减少竞争,新公司将专注于有源和无源器件的综合生产,一些先前不能做的边缘地带产品也将能够生产,公司业务的整合也将使客户关系再上一个新台阶。

◆**公司未来三年将有25%的复合增长。**公司2011至2013年的净利润分别为1.56亿、1.97亿和2.43亿,摊薄后的EPS分别为0.97元、1.23元和1.52元,鉴于公司资产注入预期、行业高景气度和产业链的优势位置我们认为公司合理的目标价为36.90元,对应2012年30倍PE,首次给予公司“持有”评级。

◎关键假设:

◆**运营商、广电系统和国家电网等加大光通信网络建设。**公司募投项目顺利达产,特别是高毛利子系统项目产销量占比有望持续提升。

◎风险提示:

光网络投资不到位,高毛利产品推出市场受阻,市场拓展特别是海外市场不理想,都将会给公司业绩带来较大不确定性。

	2009A	2010A	2011Q3	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	730.48	914.36	321.69	1124.66	1394.58	1757.17
同比增速(%)	11.72	25.17	5.31	23.00	24.00	26.00
净利润(百万)	104.19	126.82	41.55	155.66	197.57	243.84
同比增速(%)	37.07	21.72	-6.57	22.74	26.93	23.42
毛利率(%)	31.58	28.25	27.25	28.12	28.47	28.88
每股盈利(元)	0.65	0.79	0.26	0.97	1.23	1.52
ROE(%)	11.01	12.27	3.77	13.55	15.20	16.45
PE(倍)	0.00	0.00		33.40	26.31	21.32

正文目录

1. 光电子器件行业的领导者	3
1.1. 公司专注光技术领域，业务专注度高	3
1.2. 公司在光器件领域市场份额领先，持续稳健增长	4
2. “光速”前进，光器件行业“十二五”大有可为	5
2.1. 网络基础设施不能满足需求是光网络发展内在动力	5
2.2. 多渠道政策支持，强化行业高景气	7
3. 公司优势分析	9
3.1. 公司定位明确，积极拓展市场	9
3.2. 募投项目达产后，公司毛利有望提升	10
3.3. 提前加大人员薪酬与研发投入提升未来竞争力	12
3.4. 重组 WTD 强化公司价值提升预期	13
4. 公司预测和估值	14
5. 风险分析	15

图表目录

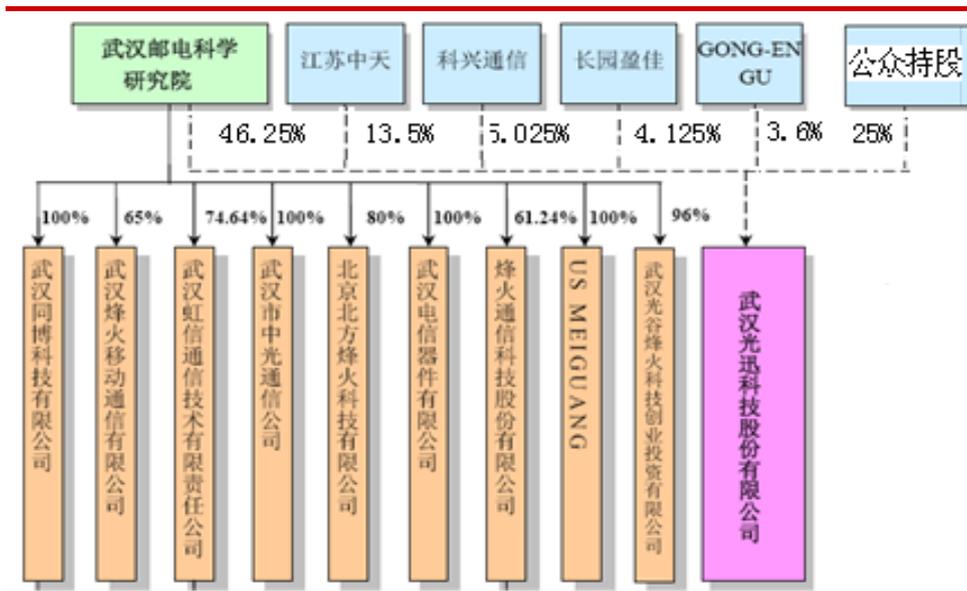
图 1 公司上市时股权结构与主要控股或参股公司	3
图 2 公司 2009 和 2010 年收入构成	3
图 3 公司产品在通讯网络中的应用	4
图 4 08 年和 09 年光器件公司收入情况（单位：百万美元）	4
图 5 无源光器件厂商市场份额	4
图 6 公司过去五年收入及增长率	5
图 7 全球及国家或地区网络平均速度	5
图 8 中国网民规模及互联网普及率持续上升对网络需求旺盛	5
图 9 光纤宽带示意图	6
图 10 近期铜持续维持高位（美元/吨）	6
图 11 光纤宽带用户规模（万户）及预测	7
图 12 iSuppli 预测的三大运营商光纤到户数	8
图 13 三大运营商 2010 年和 2011 年资本性支出比较（亿元）	8
图 14 公司在产业链中位置	9
图 15 公司 2009 年前五大客户占公司收入比	10
图 16 2010 年前五大客户占公司收入比	10
图 17 公司产品在国内外平均毛利率对比	10
图 18 公司产品毛利率对比	11
图 19 公司近五年期间费用率	12
图 20 研发费用与职工薪酬（单位：万）	12
图 21 WTD 产品示意图	13
图 22 全球光器件龙头企业 JDSU 公司 3 年来股市走势图	14
表 1 募投达产后公司整体产能有望较 08 年倍增	11

1.光电子器件行业的领导者

公司的前身是邮电部固体器件研究所，2001年改制为武汉光迅科技有限责任公司，2004年改制为股份有限公司，2009年在深交所上市。

公司坐落于中国的“光谷”武汉，公司的大股东武汉邮电科学研究院是国资委直属的高新技术企业集团，是中国光通信的发源地也是国内唯一集光通信领域三大战略技术（即光通信系统、光纤光缆、光电器件）于一体的科研与产业实体，在光纤通信领域具有极强的研发实力，代表着我国光纤通信领域的最高研究水平。今年12月2日国资委同意武汉邮科院将光迅科技的股份无偿划转给武汉烽火科技有限公司持有，后者成为光迅科技的控股股东，我们认为此举便于烽火科技整合旗下光通信类企业。

图 1 公司上市时股权结构与主要控股或参股公司

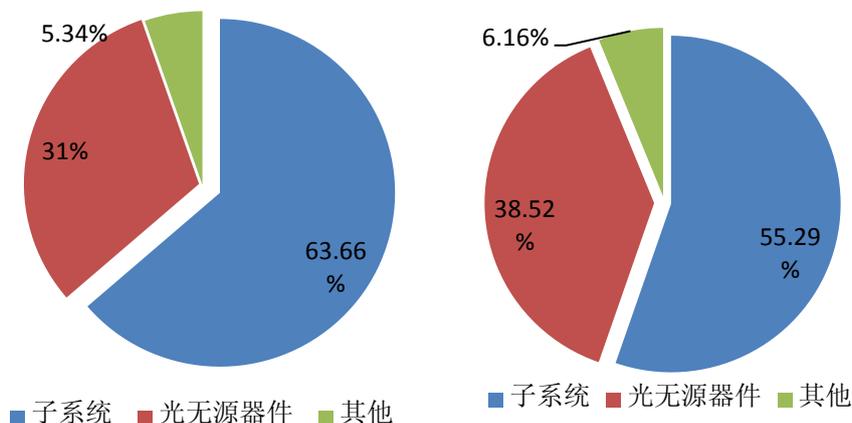


资料来源：公司 2010 年年度报告，华宝证券研究所

1.1.公司专注光技术领域，业务专注度高

光迅科技是一家光通信技术服务领域的专业公司，公司产品主要包括子系统和光无源器件两大类，这两类产品的收入占到公司总收入的九成以上。

图 2 公司 2009 和 2010 年收入构成

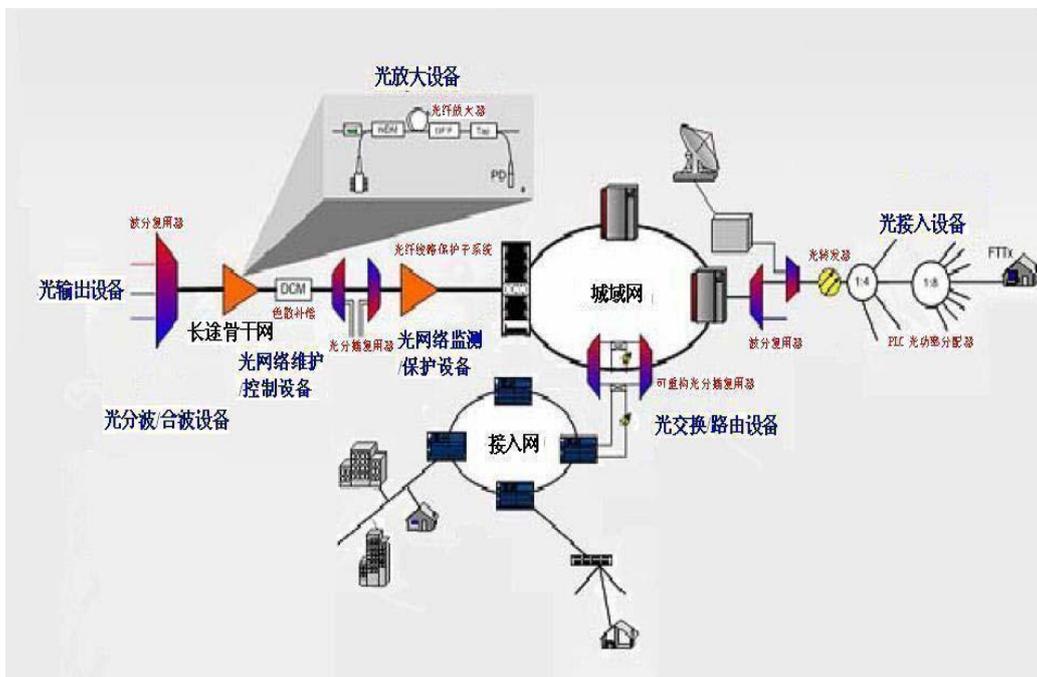


资料来源：公司年报，华宝证券研究所

其中子系统类包括光纤放大器、光转发器及光线路保护子系统等产品，光无源器件类

主要包括波分复用器、光连接器及光集成器件等产品，其中光纤放大器和波分复用器为公司最主要的产品。

图 3 公司产品在通讯网络中的应用



资料来源：公司招股书，华宝证券研究所

光纤放大器主要是对光纤通信中的光信号直接放大，补偿光链路传输损耗，以实现光纤通信系统中的全光中继长距离、高速率传输，降低光传输中的单位带宽成本。波分复用器主要用途是完成波长的复用和解复用，可以在单根光纤中传输几十甚至上百个波长，以充分利用光纤的有效带宽，光纤放大技术和波分复用技术的结合技术已成为光纤通讯中的首选方式，主要为移动通信技术的研发、生产、销售测试优化系统提供服务，在世界范围内已得到广泛应用。

1.2.公司在光器件领域市场份额领先，持续稳健增长

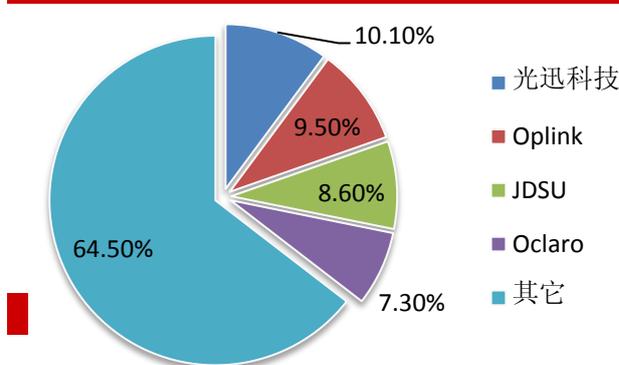
公司的主要产品光纤放大器和波分复用器的市场份额都位居国内前列，销售总收入也一直在前两名，公司无源器件市场占有率高，排名为全球无源光器件供应商之首。

图 4 08 年和 09 年光器件公司收入情况 (单位: 百万美元)

公司	2008	2009	公司名称	2008	2009
JDSU	614	481	深圳思达	34	37
Finisar	541	520	恒宝通	24	25
OPNEXT	283	319	高意科技	36	55
海信	43	47	昂纳	56	60
Oclaro	202	211	无锡中兴	50	54
Oplink	176	144	Emocre	171	114
WTD	35	42	光迅	93	114
华工正源	24	38	AVAGO	379	260

资料来源：Research In China，华宝证券研究所

图 5 无源光器件厂商市场份额

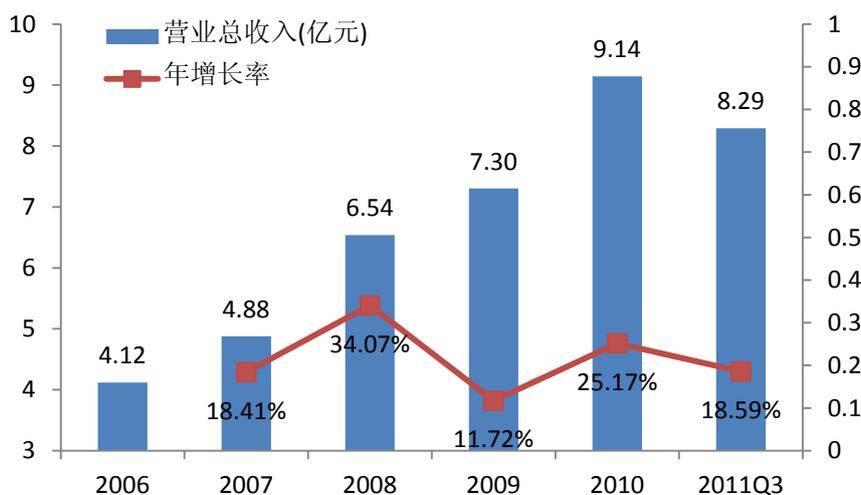


资料来源：讯石光通讯咨询网，华宝证券研究所

公司收入因公司市场份额占比持续上升而逐年快速增长。09年因受金融危机影响，增长率有所下调，随着全球经济的复苏和光通信技术的迅猛发展，10年有所恢复，公司过去4

年的复合增速为22%。

图6 公司过去五年收入及增长率



资料来源: Wind 资讯, 华宝证券研究所

2. “光速”前进，光器件行业“十二五”大有可为

2.1.网络基础设施不能满足需求是光网络发展内在动力

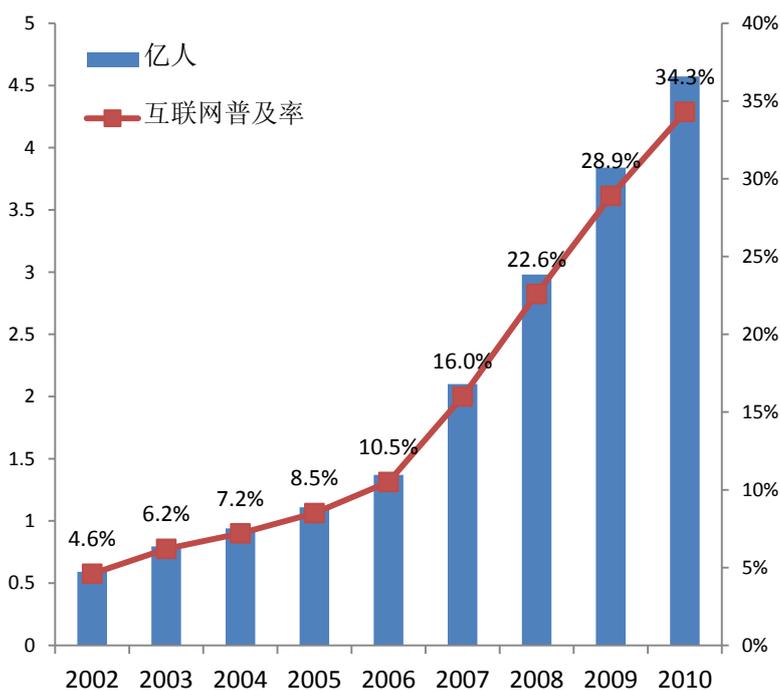
目前中国宽带通信呈现低宽带低覆盖率的“双低”格局，根据Akamai统计，2010年二季度，全球主要国家的平均网络下行速率已经达到1.8M，韩国甚至已经超过17M，我国宽带平均速率在全球100名以后，我国可提供的网络接入带宽平均在2-4M左右，实际可使用带宽平均不足1M，平均网络速度严重偏低。

图7 全球及国家或地区网络平均速度

国家和地区	10年第2季度 (平均Mbps)
- 全球	1.8
1 韩国	17
2 香港	8.6
3 日本	8.0
4 罗马尼亚	6.8
5 荷兰	6.5
6 拉脱维亚	6.3
7 瑞典	5.5
8 捷克共和国	5.3
9 比利时	5.3
10 丹麦	5.2
...	
24 台湾	4.1
39 新西兰	3.3
40 新加坡	3.1
47 泰国	2.9
48 澳大利亚	2.9
98 马来西亚	1.2
115 菲律宾	0.9
117 中国	0.9
122 印度	0.8

资料来源: Akamai 《互联网发展状况》

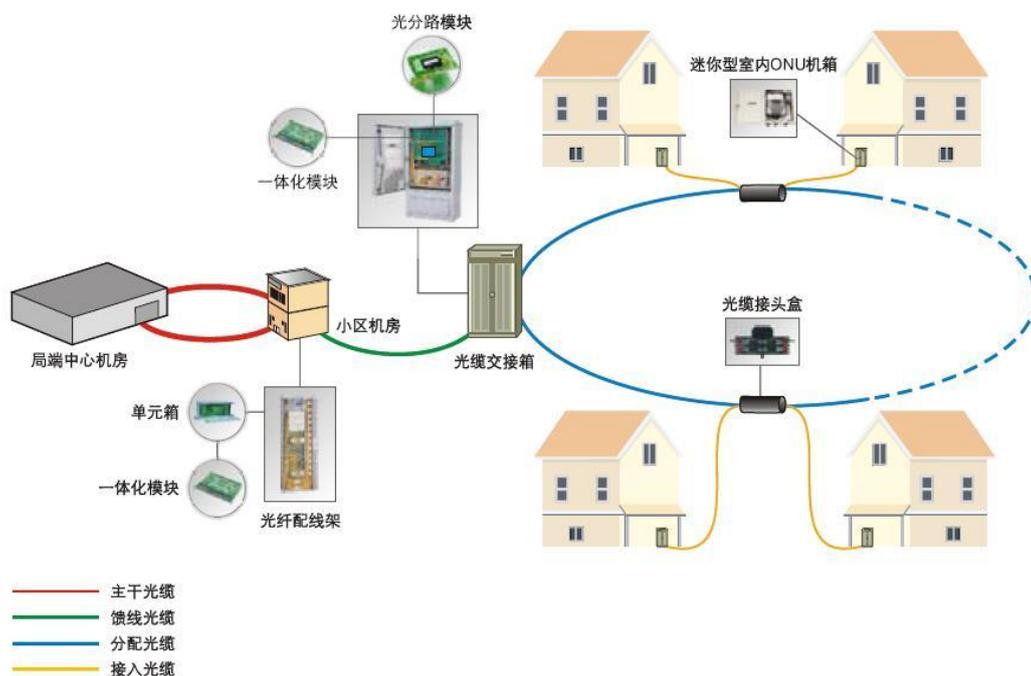
图8 中国网民规模及互联网普及率持续上升对网络需求旺盛



资料来源: CNNIC, 华宝证券研究所

随着社会经济的发展，国民对互联网的依赖越来越强，信息网络数据呈现爆发式的几何增长，要支撑高清的网络视频、IPTV等热门数据业务，我国的带宽水平还需较大程度的提高，大力发展光纤技术已经成为市场需求的内在要求。

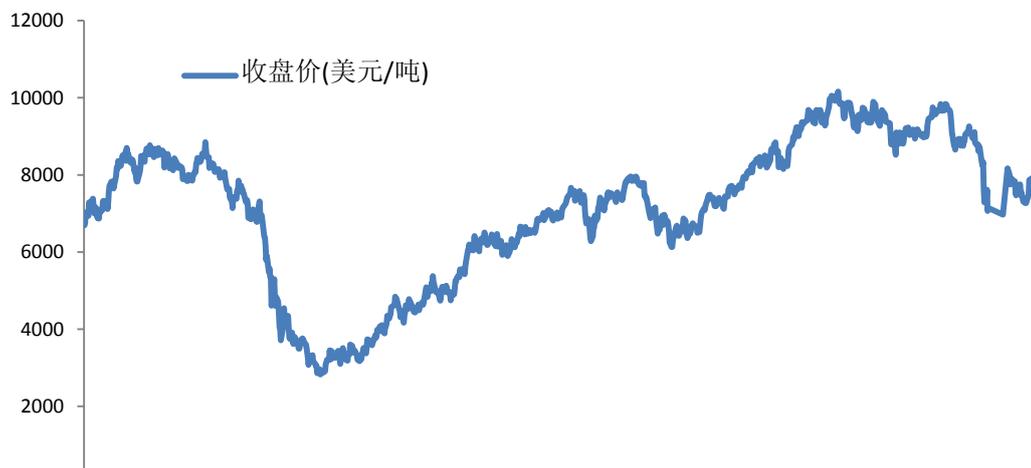
图 9 光纤宽带示意图



资料来源：华宝证券研究所

由于电缆带宽限制及铜价的高企不下及其高波动性，加上光纤自身速度上的优势和及光纤光缆产量的增加，“光进铜退”已是不可逆转的趋势。

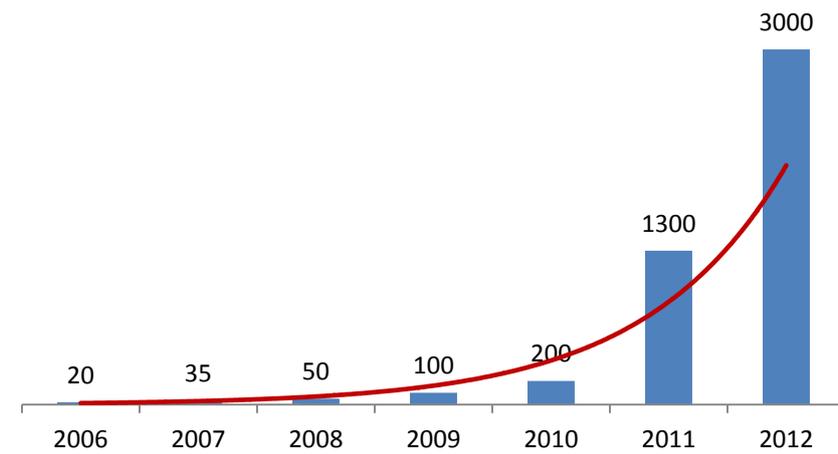
图 10 近期铜持续维持高位（美元/吨）



资料来源：Wind 资讯，华宝证券研究所

据赛迪统计，到2011年底，我国光纤宽带用户数有望达到1300万户，到2012年达到3000万户。我们认为考虑到国家电网和广电总局的光纤宽带部署，这一块的市场最近两年至少有两倍的增长空间。

图 11 光纤宽带用户规模（万户）及预测



资料来源：赛迪，华宝证券研究所

2.2. 多渠道政策支持，强化行业高景气

随着高速数字通信的发展，宽带电信能够激励经济迅速增长和创造工作岗位的优点越来越明显，世界各国都相继出台了针对本国的宽带计划，欧巴马政府推出了政府投资总额达72亿美元的国家宽带计划，该计划旨在将高速互联网接入服务普及到美国的每个角落。

在我国，2010年3月工业和信息化部 and 发改委等7部门联合发布了《关于推进光纤宽带网络建设的意见》。意见旨在加快光纤宽带网络的建设，要求新建区域直接部署光纤宽带网络，已建区域加快光进铜退的网络改造，有条件的商业楼宇和园区直接实施光纤到楼、光纤到办公室，有条件的住宅小区直接实施光纤到楼、光纤到户。并要求到2011年，光纤宽带端口超过8000万，城市用户接入能力平均达到8兆比特每秒以上，农村用户接入能力平均达到2兆比特每秒以上，商业楼宇用户基本实现100兆比特每秒以上的接入能力。3年内光纤宽带网络建设投资超过1500亿元，新增宽带用户超过5000万。

据工信部电信研究院信息：十一五期间，我国电信业累计投资达1.5万亿元，而在十二五期间，预计电信业投资将达到2万亿元的规模。从结构上来看，“十一五”期间电信业的投资有40%用于宽带建设，在即将到来的“十二五”期间，将有80%的投资用于宽带建设，这80%的投入将用于移动宽带和固定宽带建设，而不管是移动宽带建设还是固定宽带建设最终都将大部分内化于大规模光纤网络的建设。

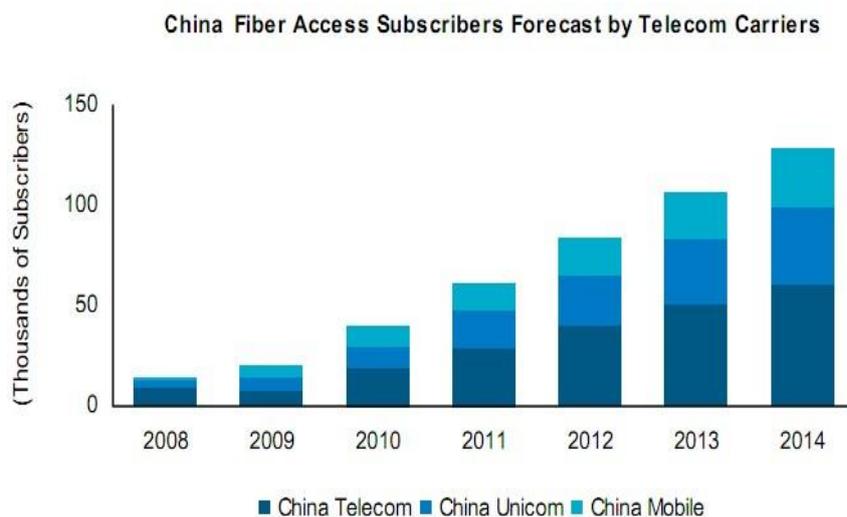
伴随着国家层面的政策，国内三大运营商、广电总局和国家电网公司也相继推出了各自的光网络发展计划。其中：

中国移动：中国移动2010年部署600万线FTTx设备，2010年用于光纤宽带接入的投资额达到100亿以上。2011年中移动又拨给铁通150亿建设资金，用于宽带建设，并建议发展两个宽带品牌，一个是高端的集团用户，采用光纤接入，提供高质量服务；一个是低端的集团用户，主要是家庭用户。

中国联通：继2009年集采1100万线EPON之后，2010年中国联通又投入153亿元用于固网宽带建设，其中以光纤投资为主，一部分光纤到户。2011年还没有具体集采计划，不过中国联通在北京表示到2012年要实现20M接入全覆盖：城乡家庭宽带接入能力达到20M以上，企业宽带接入能力达到100M，高端企业达到10千兆（1G）；在天津建设“光纤城市智慧天津”，并与河西区政府达成协议，在河西区率先实现全区通光纤，计划完成100万户的光纤入户建设，同时投资200亿元应用于市区信息化建设、宽带提速、光纤接入、3G建设、2G升级、行业信息化应用等方面；在其他省市也有相应的投资光纤宽带计划。我们预计联通2011年投资约150亿资金在光纤网络建设中。

中国电信：是建设宽带光纤通信最积极也是最给力的运营商。今年2月初，中国电信公布了其“宽带中国·光网城市”计划，中国电信计划在今后五年着力于接入层宽带建设，改变目前接入层主要采用“铜缆+非对称数字用户环路（ADSL）”的接入方式。按照工程目标，中国电信宽带用户的接入带宽将在3-5年内提升10倍以上。南方城市将全面实现光纤化，核心城区全部实现光纤接入，最高接入带宽达到100M，城市家庭接入带宽普遍达到20M以上。在城市地区，2011年计划新增光纤入户（FTTH，即接入带宽达到100M以上）达到3000万个家庭，累计覆盖4000万家庭；南方城市实现8M接入带宽全覆盖，20M覆盖率达到70%；东部发达城市和中西部省会城市20M覆盖率达到80%以上。到2013年，中国电信将实现对南方城市的所有家庭用户均可提供20M接入，光纤入户覆盖达到8000万户。到2015年底，南方城市地区实现家庭和政企用户光网全覆盖，光纤入户超过1亿。我们预计“十二五”期间，中国电信将每年平均投入300亿左右建设光纤网络。

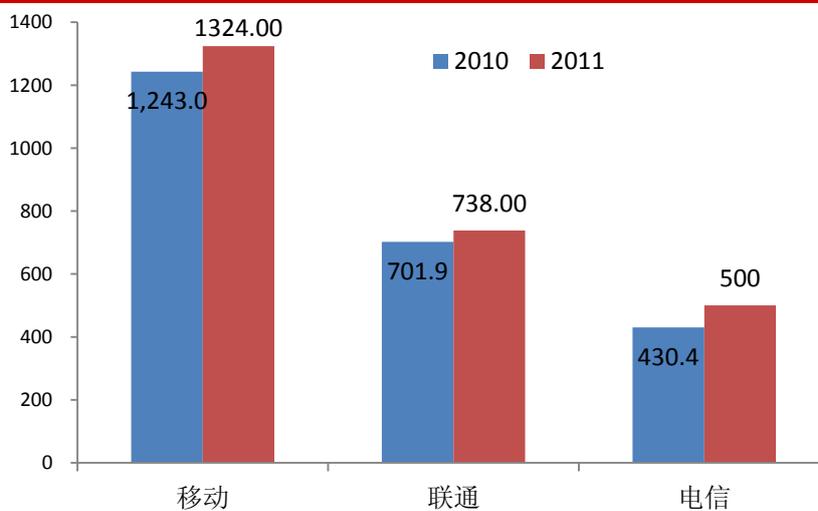
图 12 iSuppli 预测的三大运营商光纤到户数



资料来源：iSuppli，华宝证券研究所

通过对比分析三大运营商公布的年度资本性支出，也可以看到三大公司的支出仍逐年增加，且光纤产业建设在资本支出仍属重要项目，我们有理由认为三大运营商将继续大力推进光纤网络建设。

图 13 三大运营商 2010 年和 2011 年资本性支出比较（亿元）



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

广电系统：随着三网融合的推进，广电网络基本的模拟网络+铜电缆无法适应三网融合后的运营要求，统计数据显示，广电有1.6亿有线用户，其中94%未实现双向网络改造。广

电系统也正逐步通过IPTV、高清电视等业务渗透到传统的运营商服务项目内，通过部署光纤到户/到楼的方式进行传统网的实质性升级改造，特别是一些高档小区、商业楼宇、数字监控以及广电双向改造等领域，广电系统在各省区准备或是已经铺设了相当多的光纤网络，且规模效益凸显，用户接入成本已从4~5000下降至千元左右，我们认为广电系统仍将积极拓展光纤网络，按照每年2%的双向改造速度，也有近300多万的光纤用户。

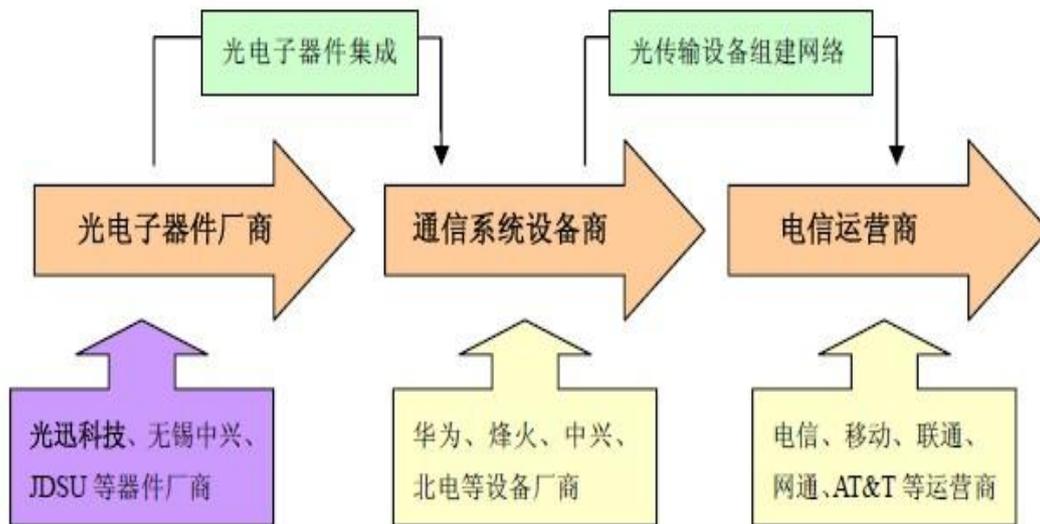
国家电网：国家电网近年来推出智能电网计划即所谓的“四网融合”战略，试点将电力光纤光缆直接接入居民住宅中，目前国家电网已经在内部提出了3万户的电力光纤到户工程的建设计划，在北京、上海已建成第一批电力光纤到户的智能小区试点工程。虽然电力光纤入户计划规模现在仍然非常小，但依托国家电网强大的用户基础及推动力，智能电网计划将有助于光纤产业继续高增长。

3.公司优势分析

3.1.公司定位明确，积极拓展市场

光迅科技主要生产光无源设备，在光纤通信的产业链上，光电子器件生产处于产业链的上游，行业的下游主要是通信系统设备行业。公司生产的光电子器件产品由通信系统设备厂商系统集成成为光传输设备，然后再由通信系统设备厂商提供给电信运营商，由电信运营商构建完整的通信网络后向消费者提供各种电信服务。

图 14 公司在产业链中位置



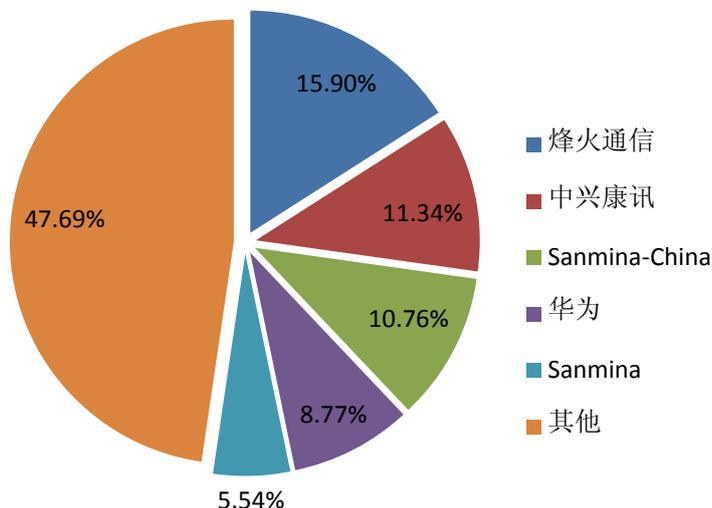
注：AT&T（美国电话电报公司）

资料来源：公司招股书，华宝证券研究所

随着通信技术的快速进步，通信系统设备商对电信运营商网络构建、技术选择、业务运营及发展战略的影响越来越大，电信运营商开始主动选择与有实力的通信系统设备商结成战略联盟，共同拓展市场。而公司的主要客户是烽火、华为和中兴等巨头通信网络系统供应商，公司专注于做好自己光器件供应商的角色，短期内市场地位不可替代。通讯网络主设备上很少更换光器件供应商，主要原因是光电子器件一般为设备商个性化定制产品，往往需要专门开发，其他器件厂商需要经很长时间获得设备商的认证与认可，且更换供应商会增加设备商的维护成本。

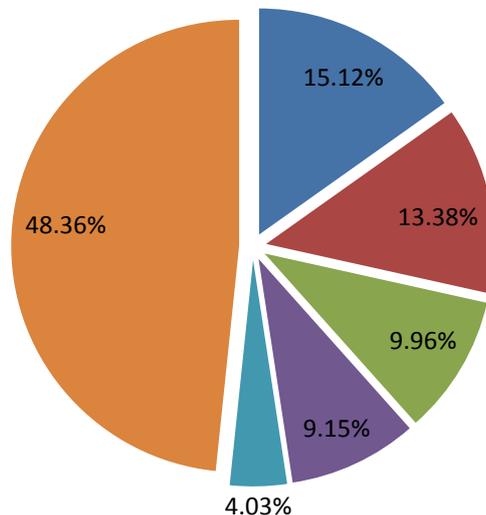
从产业链上看，未来大型设备商将更多的关注服务。外包设备生产，子系统收入在整个收入中占比并不高，因此设备商会选择半外包或全外包等方式与光讯科技这样的行业龙头进行合作，而此类战略合作既有利于系统设备商综合竞争力的提升，也有助于光讯市场地位的稳定，光讯科技产业链上的地位有望为两者赢得双赢格局。因此其稳健的增长将呈现较高的质量。

图 15 公司 2009 年前五大客户占公司收入比



资料来源：公司 09 年报，华宝证券研究所

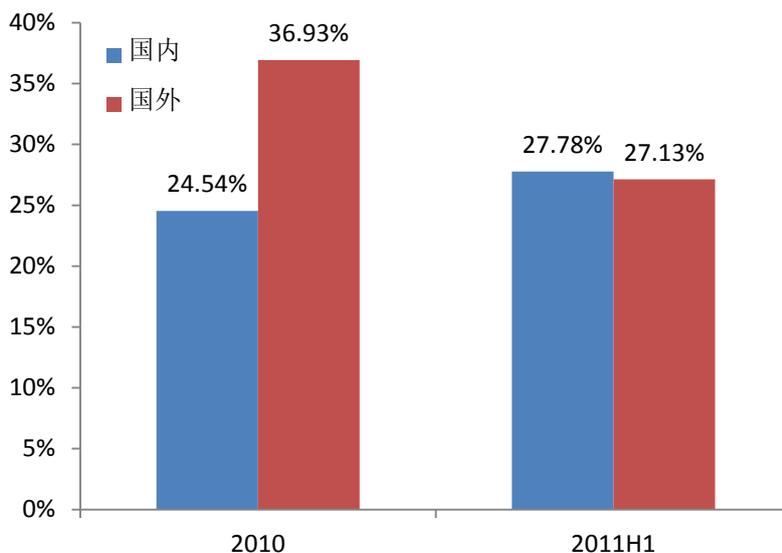
图 16 2010 年前五大客户占公司收入比



资料来源：公司 10 年报，华宝证券研究所

优质的客户资源是公司永续发展的重要保证，公司近年除了扎根发展为国内主要的光器件供应商外，也不断拓展海外业务，公司排名前五的国际大客户有两个在美国，排名前十的客户中有六个是海外客户，公司未开发的主要潜在客户也有相当数量集中在海外。因此公司 10 年 3 月成立了“光讯美国有限公司”，并正在积极筹备欧洲公司，这些举措将有助于公司稳定现有客户资源和拓展海外市场，同时由于公司所在产业链位置，公司有相当比例的原材料需从美国等国进口，可在一定程度解决公司原料供应困难的问题。

图 17 公司产品在国内外平均毛利率对比

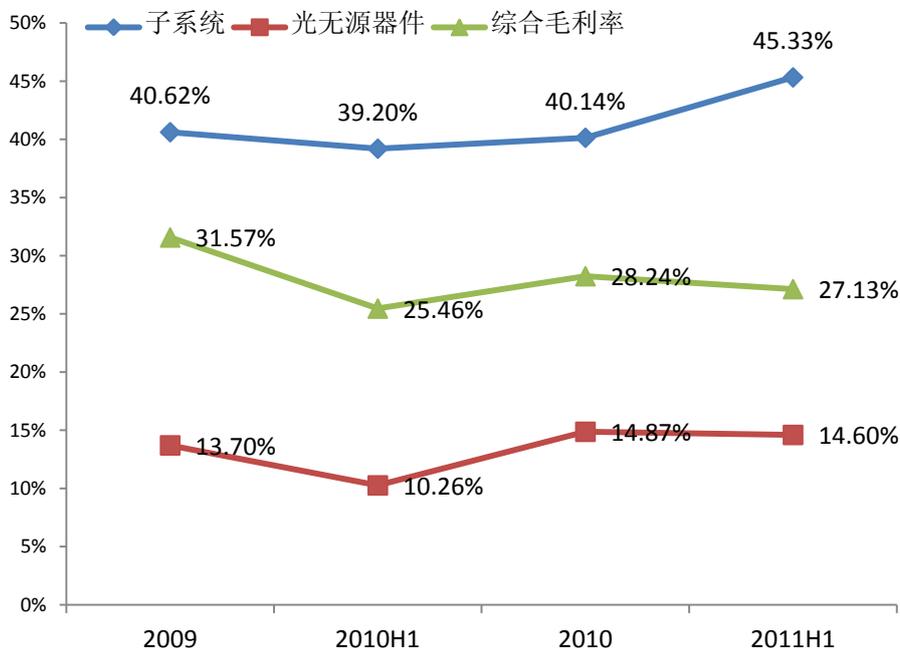


资料来源：公司年报，华宝证券研究所

3.2.募投项目达产后，公司毛利有望提升

公司现有的两大主要产品子系统和光无源器件的毛利率差别很大，子系统毛利率在40%左右，而光无源器件的毛利率却只有百分之十几，属于低附加值产品。公司2011年以来毛利率略有下降是由于光无源器件收入占比在子系统项目充分达产前有所上升，进而拉低了整个毛利率。

图 18 公司产品毛利率对比



资料来源：公司 2010 年报，华宝证券研究所

由于公司目前生产能力接近饱和，而光电子器件行业需求旺盛，在公司国内外业务增长迅速的情况下，急需扩大产能。同时目前在光通信技术快速发展的情况下，光电子器件中功能模块或子系统产品正逐步取代原来功能单一的分立元器件，光电子器件的集成化和智能化成为市场发展的主流，其中智能子系统、ROADM 功能模块和PLC 光集成器件等产品的需求持续增加。

表 1 募投达产后公司整体产能有望较 08 年倍增

	2008 年产量	募投实施后产能
光纤放大器（台）	21534	41534
智能子系统（台）	21794	40994
ROADM 功能模块（台）	16	616
波分复用器（通道）	270347	390347
微分学无源器件（只）	271678	395678
光集成器件(PLC)（通道）	382428	832428

资料来源：招股说明书，华宝证券研究所

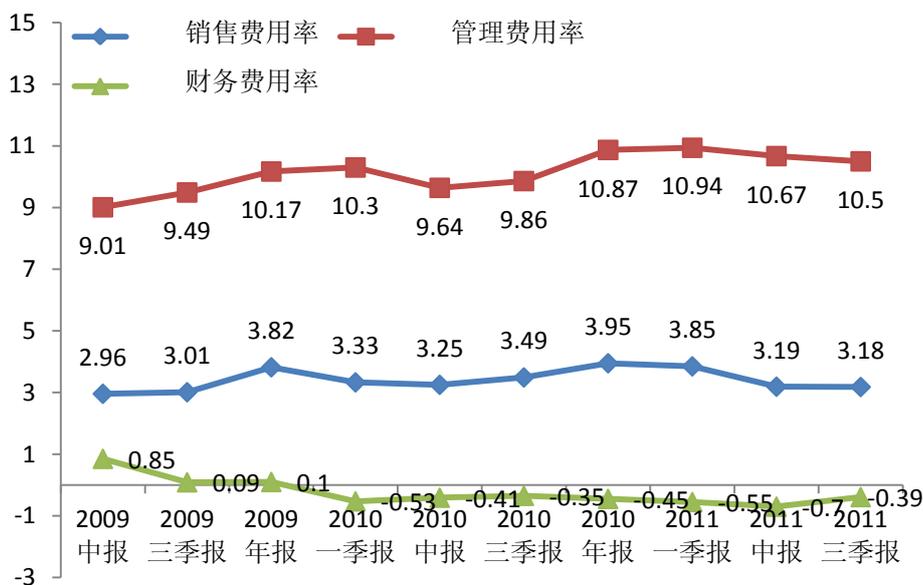
随着公司募投项目今年第三季度的达产，公司整体搬迁到新的藏龙岛电子产业园基地，新的更大的厂房和先进工艺将确保公司能够迅速推出满足市场大容量需求的产品，我们预计公司子系统产能有望增加20%，光纤放大器的产能有望增加50%左右。同时注意到新投产的很多项目例如ROADM功能模块和光集成器件(PLC)都是属于毛利率较高的产品，随着

这些产品的大量推出，公司可以直接采购零部件加工成集成化产品，提高产品附加值，从而进一步提升公司综合毛利率。

3.3.提前加大人员薪酬与研发投入提升未来竞争力

公司近5年来的管理费用一直维持在10%左右，销售费用率在4%左右，财务费用控制效果佳，具体费用率见下图所示。

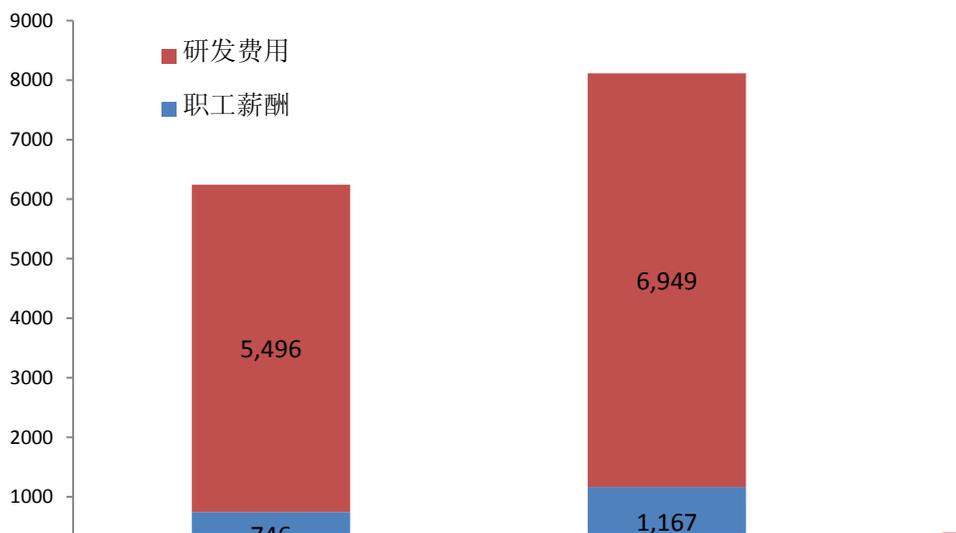
图 19 公司近五年期间费用率



资料来源：Wind 资讯，华宝证券研究所

公司2010年以来，管理费用率和销售费用率上扬是因为公司积极拓展业务，增加了在人员培训等方面的费用，同时公司加大了研发费用的投入，据测算公司2010年的管理薪酬发放总额1167万，较2009年的746万增加了近六成，且公司研发费用由2009年的5496万增加到6949万，也有约三成的涨幅。

图 20 研发费用与职工薪酬（单位：万）



资料来源：公司 2010 年报，华宝证券研究所

我们预计公司2011年研发费用仍将有20%以上的增长率，公司加大研发费用的投入，

非常有助于公司今后的发展，且公司背靠武汉邮科院，有很好的技术优势，如果能够充分整合现有资源，发挥人员优势，将有助于提高公司竞争力。

公司今年5月正式发布了股权激励计划，向公司高管、中层及核心骨干等72人授予155.6万份股票期权，约占公司股本总额16,000万股的0.97%，股票期权的行权价格为43.65元。公司所处产业链位置决定公司必须加强技术及人才方面优势，公司此举能够保持人才的不流失，有助于激励中高层管理及技术人员的拼搏力，提高核心竞争力。

公司提前加大投入人员薪酬和激励可以缓解未来人力成本上升的压力，而研发投入的持续大幅度增加将有效提高公司的技术水平从而提高公司整体竞争力。

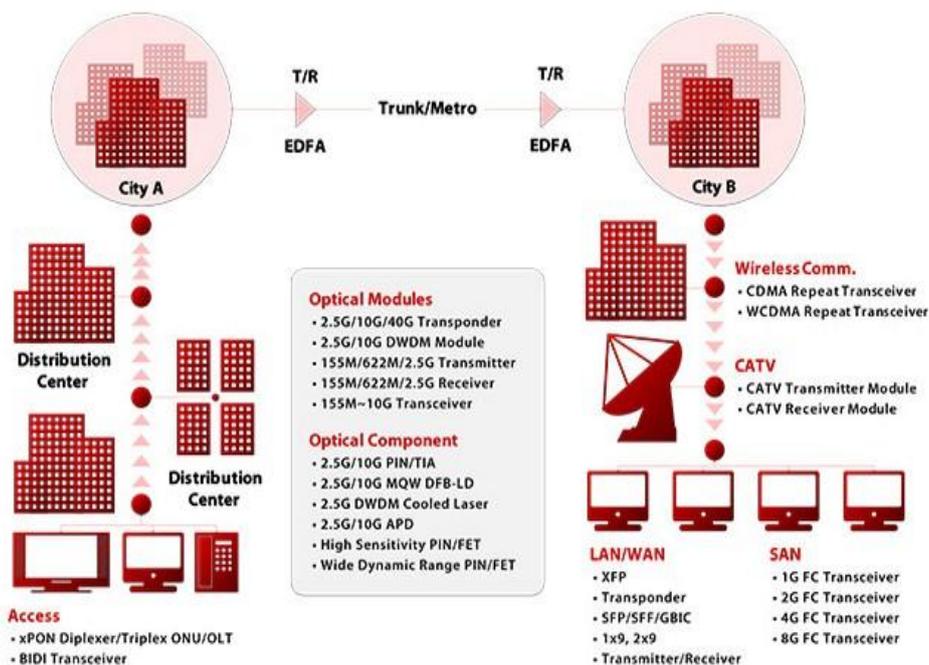
3.4.重组 WTD 强化公司价值提升预期

WTD（武汉电信器件有限公司）成立于1980年成立，现有员工近2000人，厂房面积近20000平方米。

公司主要开发、生产、销售光通信用半导体激光器组件、探测器组件、光发射/接收模块、光收发合一模块等，具备从芯片到器件、模块的全系列产品的研究开发和生产加工能力。产品基本覆盖用于传输和数据通信的各种速率、不同封装的有源模块，主要应用于传输网、数据网、接入网、CATV/CDMA/WLAN等。WTD是中国主流的光电有源器件制造商和供应商之一，在国际上享有相当的知名度和影响力。

公司拥有管芯、同轴、组件、模块、检测等多条成熟、先进和实用的关键生产线，是国内重要的通信光电模块、器件生产基地，能完成从管芯制造、耦合封装、老化测试到寿命试验等全部工艺流程，可提供全套光电器件解决方案。目前公司各类光器件年出货量逾1000万对，各类光模块年出货量超过620万只。

图 21 WTD 产品示意图



资料来源：WTD 网站，华宝证券研究所

目前公司正在等待大股东层面的通知，注入WTD进入股份公司势在必行，未来只是时间问题。WTD也是邮科院的较优质资产在光通信建设如火如荼的进行当中，光转换模块必不可少，整合后将避免现用分离体制带来的弊端，（之前出于减少同业竞争的考虑，对光迅

和 WTD 的经营业务范围都有严格的非交叉要求), 带来销售规模的增长和采购成本的降低, 进一步扩张公司的销售网络, 优化新公司的产品结构。从长远来看, 到十二五末期, 整合后的公司收入有望在40-50亿元, 净利润在5-6亿元。

整体来看, 我们认为新的资产的注入, 将有利于实现优势互补, 拓宽光迅科技的产品结构, 强化在产业链上的位置, 有助于减少两公司在市场上的同业竞争, 实现强者更强, 更有利于公司未来在市场上的定价权。与此同时公司的重组将强化公司价值提升的预期。

4.公司预测和估值

公司09年受金融危机影响, 增长率有所下调, 10年达到25.17%, 随着全球经济的复苏, 光通信技术迅猛发展, 美国光器件板块公司股价升幅很大, 光器件龙头公司JDSU过去半年涨幅最高曾超过150%。

图 22 全球光器件龙头企业 JDSU 公司 3 年来股市走势图



资料来源: Nasdaq 网站, 华宝证券研究所

我们认为公司在中国光产业链的优势位置决定公司未来将迎来光通信产业的大发展, 2011年公司由于厂房搬迁会耽误部分建设, 同时去年的人员投入和研发投入优势的发挥还有待时间消化, 但由于整个行业的高景气和下半年公司产能的释放, 我们预测公司2011年的收入增幅为23%, 2012年考虑到公司所处产业链的地位和产能的充分释放以及人员和技术优势的显现, 即公司将实现平稳较快的高质量增长。

同时我们预测公司2011年管理费用有望继续增长, 约为11%, 由于公司无源器件在国内光纤建设中被广泛使用, 销售份额有望继续加大, 低毛利收入将占有较大份额, 但随着子系统等新高毛利率产品的推出, 公司2011年毛利率仍将略有下降, 另外, 公司成本支出也将因为摆脱低毛利的外包业务而得到逐步改善。

我们认为未来三年公司有望有25%的复合增长。预测2011至2013年的营业收入分别为11.25亿、13.95亿和17.57亿, 净利润分别为1.56亿、1.97亿和2.43亿, 摊薄后的EPS分别为0.97元、1.23元和1.52元, 鉴于公司资产注入预期、行业高景气和产业链的优势位置我们认为公司的合理目标价格为36.90元, 对应2012年30倍PE, 首次给予公司“持有”评级。

5.风险分析

综合分析公司的业务我们认为公司的主要风险来源于以下几个方面：

- 我们认为公司之所以能快速的的增长有很大一部分原因是基于行业政策驱动，几大运营商、广电系统及国家电网系统的固网光纤投资促使公司产品需求旺盛，若投资不到位或是时间延后，都将对公司营业收入带来较大不利影响。
- 公司募投项目不能按时达产，且高毛利产品推出市场受阻，会给公司利润额带来较大影响。
- 公司产品市场竞争压力大，市场份额特别是海外市场拓展不理想，也将大幅影响公司业绩。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1205.94	1311.69	1516.30	1929.62
现金	506.14	562.27	667.91	660.29
应收账款	115.54	229.00	177.84	347.31
其它应收款	3.48	5.42	5.68	8.27
预付账款	17.67	48.52	30.36	71.00
存货	394.29	247.30	372.29	498.58
其他	168.82	219.18	262.21	344.17
非流动资产	244.46	297.07	373.47	422.78
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	97.42	126.01	162.63	189.35
无形资产	36.41	40.18	46.24	50.62
其他	110.63	130.88	164.60	182.81
资产总计	1450.40	1608.76	1889.77	2352.40
流动负债	413.65	441.53	579.27	855.26
短期借款	38.60	42.73	40.67	245.47
应付账款	144.17	195.15	230.73	298.28
其他	230.88	203.65	307.87	311.51
非流动负债	3.30	18.12	10.71	14.42
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.30	18.12	10.71	14.42
负债合计	416.95	459.65	589.98	869.68
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	1033.45	1149.11	1299.80	1482.73
负债和股东权益	1450.40	1608.76	1889.77	2352.40

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	109.13	148.84	265.02	-62.36
净利润	126.82	155.66	197.57	243.84
折旧摊销	15.57	23.29	33.48	43.58
财务费用	-4.09	-4.45	-6.76	-0.08
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-28.76	-25.86	40.83	-349.75
其它	-0.41	0.20	-0.10	0.05
投资活动现金流	-159.02	-76.10	-109.78	-92.94
资本支出	173.09	37.99	83.71	45.66
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14.08	-38.11	-26.07	-47.28
筹资活动现金流	-73.82	-16.60	-49.60	-56.09
短期借款	-8.25	4.13	-2.06	1.03
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-65.57	-20.73	-47.53	-57.13
现金净增加额	-123.71	56.13	105.64	-211.40

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	914.36	1124.66	1394.58	1757.17
营业成本	656.03	808.41	997.54	1249.70
营业税金及附加	1.30	2.02	2.24	2.99
营业费用	36.14	46.22	56.22	71.53
管理费用	99.37	122.93	140.16	173.78
财务费用	-4.09	-4.45	-6.76	-0.08
资产减值损失	2.65	2.06	5.72	5.21
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	122.97	147.47	199.46	254.03
营业外收入	21.87	29.74	25.81	23.77
营业外支出	0.04	0.02	0.03	0.03
利润总额	144.80	177.19	225.23	277.77
所得税	17.97	21.53	27.66	33.93
净利润	126.82	155.66	197.57	243.84
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	126.82	155.66	197.57	243.84
EBITDA	146.35	185.68	241.35	308.80
EPS (元)	0.79	0.97	1.23	1.52

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	25.17%	23.00%	24.00%	26.00%
营业利润	4.85%	19.93%	35.25%	27.36%
归属母公司净利润	21.72%	22.74%	26.93%	23.42%
获利能力				
毛利率	28.25%	28.12%	28.47%	28.88%
净利率	13.87%	13.84%	14.17%	13.88%
ROE	12.27%	13.55%	15.20%	16.45%
ROIC	10.69%	11.97%	13.60%	13.47%
偿债能力				
资产负债率	28.75%	28.57%	31.22%	36.97%
净负债比率	40.35%	40.00%	45.39%	58.65%
流动比率	2.92	2.97	2.62	2.26
速动比率	1.96	2.41	1.97	1.67
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.74	0.80	0.83
应收帐款周转率	7.18	6.53	6.86	6.69
应付帐款周转率	4.60	4.76	4.68	4.72
每股指标(元)				
每股收益	0.79	0.97	1.23	1.52
每股经营现金	0.68	0.93	1.66	-0.39
每股净资产	6.46	7.18	8.12	9.27
估值比率				
P/E	0.00	33.40	26.31	21.32
P/B	0.00	4.52	4.00	3.51
EV/EBITDA	-3.19	25.20	18.94	15.49

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

北京

程楠

010-6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。