

光迅科技 (002281.SZ) 通信系统设备行业

评级：买入 维持评级

公司点评

陈运红

分析师 SAC 执业编号：S1130511030023

(8621)61038242

chenyh@gjzq.com.cn

格局转换，需求变化，动力不足

事件

光迅科技 24 日公布了 2011 年业绩快报，全年实现收入 10.83 亿，同比增长 18.44%，实现归属股东净利润 1.299 亿，同比增长 2.44%。摊薄每股盈利 0.81 元。公司预告业绩低于我们的预期。

评论

毛利率下滑、费用率超预期是主要原因：我们认为 2011 年光迅业绩不达预期反映了行业格局的巨大变化：下游系统设备商整合，从过度竞争到适度竞争，初步形成寡头垄断格局。而上游光器件厂商小而分散，议价能力不强。在经济下行、设备商求转型要利润的情况下，光器件厂商面临这巨大的压力。**1、毛利率方面：**由于华为等系统设备商压价，光迅产品价格上总体呈现了 20%左右的降幅，对毛利率影响巨大；另一方面，原来大量采购的国外 EMS 厂商开辟了新的供应商并转移了其产品重点，海外收入（毛利率 30%以上，2011 年收入占比 30%左右）下滑影响了光迅整体的毛利率水平 **2、费用方面：**一方面公司今年开展 40G、100G 以及调制解调等产品研发，费用率上升；另一方面公司产能搬迁费用超预期（几百万 vs1500 万）且在四季度体现在损益表中影响了当期利润。

我们认为行业格局变化、产品需求结构变化以及激励机制问题是深层次原因：**1、下游格局方面：**在 2010-2011 年激烈的价格份额竞争后，系统设备行业格局初步显现，爱立信、华为、中兴三足鼎立，诺西收缩，阿朗退守，行业格局更加集中意味着更大的议价能力。在激烈竞争后系统设备商加强了利润诉求，导致格局分散的元器件厂商毛利率显著下降 **2、产品需求结构方面：**展望 2012 年及未来几年国内及全球资本开支结构：就国内而言，无线下滑、传送网尤其是城域网投资（中移动）、宽带接入投资（中电信、中国联通）意味着光器件需求结构向中低端光无源器件（城域网）以及有源器件（PON 光收发器、PLC 等）转移，这意味着尽管我们仍旧看好未来几年国内光器件行业是通信硬件行业最大的机会，但对光迅主要定位无源部件的中高端细分市场，从这一机遇中受益的机会并不十分乐观； **3、光迅作为国有企业存在激励机制尚不足的问题。**目前公司高管收入不高，股权激励计划落空，在趋于激烈的竞争中存在着经营偏向保守的问题。

投资建议

整体上我们对光迅 2012 年的业绩保持谨慎。预计 2012~2014 年公司收入分别为 13.35 亿、16.05 亿和 19.74 亿，EPS 分别为 0.961 元、1.092 元和 1.186 元，增速分别为 18.6%、13.6%和 8.6%。对应当前股价 11 年 PE 37 倍，12 年 31 倍，考虑 WTD 注入预期，合理目标价 36 元。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	654	730	914	1,083	1,335	1,605	1,974
增长率		11.7%	25.2%	18.4%	23.3%	20.2%	23.0%
主营业务成本	-473	-500	-656	-792	-983	-1,190	-1,489
%销售收入	72.4%	68.4%	71.7%	73.2%	73.7%	74.1%	75.5%
毛利	181	231	258	290	352	415	484
%销售收入	27.6%	31.6%	28.3%	26.8%	26.3%	25.9%	24.5%
营业税金及附加	-2	-3	-1	-3	-3	-4	-5
%销售收入	0.3%	0.4%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-26	-28	-36	-51	-60	-74	-90
%销售收入	3.9%	3.8%	4.0%	4.7%	4.5%	4.6%	4.5%
管理费用	-62	-74	-99	-116	-143	-172	-211
%销售收入	9.5%	10.2%	10.9%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%
息税前利润 (EBIT)	90	125	122	120	145	165	179
%销售收入	13.8%	17.2%	13.3%	11.1%	10.9%	10.3%	9.0%
财务费用	-3	-1	4	8	10	11	13
%销售收入	0.4%	0.1%	-0.4%	-0.8%	-0.7%	-0.7%	-0.6%
资产减值损失	-6	-7	-3	-2	-2	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	81	117	123	127	153	175	190
营业利润率	12.4%	16.1%	13.4%	11.7%	11.5%	10.9%	9.6%
营业外收支	4	4	22	25	28	30	33
税前利润	86	121	145	152	181	206	223
利润率	13.1%	16.5%	15.8%	14.0%	13.5%	12.8%	11.3%
所得税	-10	-17	-18	-23	-27	-31	-34
所得税率	11.2%	13.8%	12.4%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	76	104	127	129	154	175	190
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	76	104	127	129	154	175	190
净利率	11.6%	14.3%	13.9%	11.9%	11.5%	10.9%	9.6%

现金流量表 (人民币百万元)							
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
净利润	76	104	127	129	154	175	190
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
非现金支出	26	23	18	28	35	36	37
非经营收益	4	1	2	-23	-28	-30	-33
营运资金变动	-56	-62	-78	-50	-44	-58	-75
经营活动现金净流	50	66	69	84	117	122	119
资本开支	-24	-38	-151	-115	-23	0	1
投资	0	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-24	-38	-151	-115	-23	0	1
股权募资	0	619	0	0	0	0	0
债权募资	-20	-30	0	-41	0	1	2
其他	-34	-43	-43	-1	-40	-40	-40
筹资活动现金净流	-54	546	-43	-42	-40	-39	-38
现金净流量	-29	574	-124	-73	55	83	82

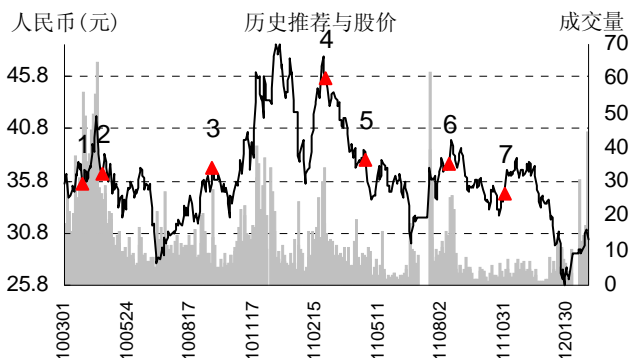
资产负债表 (人民币百万元)							
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
货币资金	56	630	506	433	487	571	653
应收款项	216	290	288	413	492	575	687
存货	172	247	394	326	391	456	551
其他流动资产	15	32	18	40	49	59	74
流动资产	458	1,199	1,206	1,211	1,419	1,661	1,965
%总资产	83.6%	92.3%	83.1%	77.2%	79.1%	81.8%	84.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0	0
固定资产	63	72	204	309	318	304	292
%总资产	11.6%	5.5%	14.1%	19.7%	17.7%	15.0%	12.5%
无形资产	25	25	36	45	54	62	70
非流动资产	90	101	244	358	375	370	365
%总资产	16.4%	7.7%	16.9%	22.8%	20.9%	18.2%	15.7%
资产总计	548	1,299	1,450	1,569	1,793	2,031	2,331
短期借款	70	47	39	0	0	0	0
应付款项	169	250	320	339	441	533	667
其他流动负债	28	23	55	106	115	125	138
流动负债	268	320	414	446	556	658	806
长期贷款	0	0	0	0	0	1	3
其他长期负债	21	33	3	1	1	1	1
负债	288	353	417	447	557	660	810
普通股股东权益	260	947	1,033	1,123	1,236	1,371	1,521
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	548	1,299	1,450	1,569	1,793	2,031	2,331

比率分析							
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
每股指标							
每股收益	0.633	0.651	0.793	0.808	0.961	1.092	1.186
每股净资产	2.169	5.916	6.459	7.017	7.727	8.569	9.506
每股经营现金净流	0.415	0.414	0.434	0.523	0.731	0.764	0.743
每股股利	0.000	0.250	0.250	0.250	0.250	0.250	0.250
回报率							
净资产收益率	29.20%	11.01%	12.27%	11.51%	12.43%	12.74%	12.48%
总资产收益率	13.86%	8.02%	8.74%	8.23%	8.57%	8.60%	8.15%
投入资本收益率	24.29%	10.88%	9.93%	9.12%	10.00%	10.23%	9.96%
增长率							
主营业务收入增长率	34.07%	11.72%	25.17%	18.40%	23.34%	20.19%	22.98%
EBIT增长率	47.55%	38.67%	-3.09%	-0.85%	20.70%	13.52%	8.14%
净利润增长率	11.79%	37.07%	21.72%	1.88%	18.95%	13.67%	8.66%
总资产增长率	28.98%	136.94%	11.63%	8.19%	14.28%	13.25%	14.75%
资产管理能力							
应收账款周转天数	54.7	62.1	50.8	65.0	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	118.0	152.8	178.4	150.0	145.0	140.0	135.0
应付账款周转天数	48.4	74.1	79.3	75.0	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	34.2	30.2	38.9	51.5	38.5	29.0	21.3
偿债能力							
净负债/股东权益	5.66%	-61.58%	-45.24%	-38.54%	-39.41%	-41.55%	-42.73%
EBIT利息保障倍数	34.1	173.0	-29.7	-14.3	-15.3	-15.1	-14.3
资产负债率	52.53%	27.14%	28.75%	28.46%	31.06%	32.49%	34.74%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-03-23	买入	35.48	N/A
2	2010-04-20	买入	36.50	N/A
3	2010-09-14	买入	37.09	41.55 ~ 47.48
4	2011-02-25	买入	45.71	58.50 ~ 58.50
5	2011-04-24	买入	37.74	48.00 ~ 48.00
6	2011-08-11	买入	37.34	48.00 ~ 48.00
7	2011-10-31	买入	34.53	40.86 ~ 40.86

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

强买：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B