

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：37.13元
目标（人民币）：48.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|--------------|-------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 82.00 |
| 总市值(百万元) | 5,940.80 |
| 年内股价最高最低(元) | 48.87/29.87 |
| 沪深300指数 | 2824.12 |
| 中小板指数 | 6418.45 |



公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.651 | 0.793 | 0.970 | 1.362 | 1.812 |
| 每股净资产(元) | 5.92 | 6.46 | 7.18 | 8.29 | 9.85 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.41 | 0.43 | 0.65 | 0.63 | 0.96 |
| 市盈率(倍) | 51.00 | 57.89 | 38.27 | 27.26 | 20.49 |
| 行业优化市盈率(倍) | 53.96 | 40.24 | 30.68 | 30.68 | 30.68 |
| 净利润增长率(%) | 37.07% | 21.72% | 22.39% | 40.38% | 33.04% |
| 净资产收益率(%) | 11.01% | 12.27% | 13.51% | 16.43% | 18.39% |
| 总股本(百万股) | 160.00 | 160.00 | 160.00 | 160.00 | 160.00 |

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2011年上半年实现营业收入及归属于母公司净利润5.07亿和0.65亿，同比分别增长10.89%和22.04%，摊薄每股收益0.41元，基本符合我们的预期。净利润增速高于主营业务收入主要归因于政府补助1029.6万元，较上年增加743.7万元。

经营分析

- 2011年上半年业绩增速相对不高主要源于海外业务和传输网建设暂时回落。海外方面，美国客户销售下滑、印度网络建设推迟是主要原因。考虑到公司在海外加快布局、全球光器件产能向中国转移，预计下半年公司海外收入将恢复增长。另外，随着下半年国内运营商网络投资，尤其是传输网投资加大力度，公司重点产品光学子系统的收入增速也将回升。
- 公司综合毛利率受下滑0.59个百分点至27.65%：原因在于毛利率较低的光无源器件（约14.87%）业务收入同比增长22.13%，占比上升至44.23%；而毛利率较高的光学子系统（约45.33%）业务收入同比收缩7.43%。
- 我们认为公司业务仍将受益于3G和FTTH的建设未来三年将维持高速增长趋势。其中光无源器件受中国电信提出的宽带中国、光纤城市战略规划推动，预计将保持30%以上的收入复合增长率。另一方面，预计未来传输网产品市场需求增长将加快，光纤放大器和子系统等相关产品将成为公司未来的主要业绩增长点，保守估计40%以上的复合增长率。考虑到毛利率高的业务收入将触底反弹，预计全年的毛利率水平应较上半年有所回升。此外，公司OLP, OLM等培育类产品以及在专网市场的前景也是重要看点。
- 长期来看，公司的拐点在于在战略规划、业务梳理、管理和激励机制方面的转型；短期来看，2011年公司收入增速下降主要是市场需求和业务结构的不匹配、以及公司整体搬迁对产能的影响等短期因素，因此我们认为从长/短期因素、股权激励保障以及光通讯行业前景四方面综合来看，光迅科技无疑是国金通信组主推的“中华峰光”中业绩弹性最大的标的。

业绩预测及投资建议

- 我们维持对公司2011、2012年的业绩预期。预计公司11-13年实现营业收入11.06亿、15.84、21.26亿，分别增长21.00%、43.18%和34.23%，实现EPS分别为0.97元、1.362元和1.812元，分别增长23.39、40.38%和33.04%。我们给予2012年PE35X，对应目标价47.66元。

陈运红 分析师 SAC执证编号：S1130511030023
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

2011 年中报公司业绩点评

业绩基本符合预期

- 2011年上半年实现营业收入及归属于母公司净利润 5.07 亿和 0.65 亿，同比分别增长 10.89% 和 22.04%，摊薄每股收益 0.41 元，基本符合我们的预期。净利润增速高于主营业务收入主要归因于政府补助 1029.6 万元，较上年增加 743.7 万元。2011年上半年业绩增速相对不高主要源于海外业务和传输网建设暂时回落。

图表1：2011H1 营业收入增长 10.89%（单位：亿元）

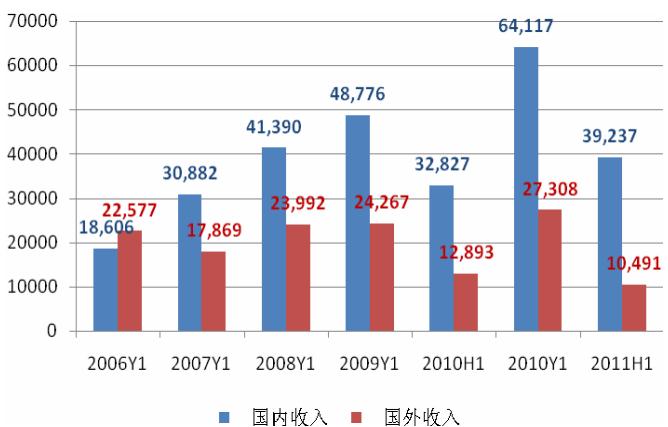


图表2：2011H1 净利润增长 22.04%（单位：亿元）



来源：公司年报，国金证券研究所

图表3：2011H1 海外收入 1.05 亿（单位：万元）



图表4：2011H1 海外收入同比下降 18.63%



来源：公司年报，国金证券研究所

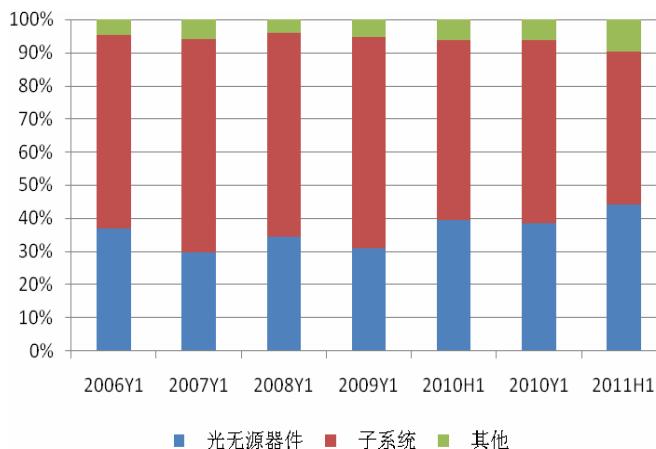
- 除地区收入结构变化外，公司收入的产品结构也延续了过去一年来无源光器件占比上升的趋势。光无源器件业务收入同比增长 22.13%，占比上升至 44.23%。而光学子系统业务收入同比收缩 7.43%。这主要和运营商大力投资接入网带来的需求结构变化相关。

图表5：主营业务分产品收入占比情况

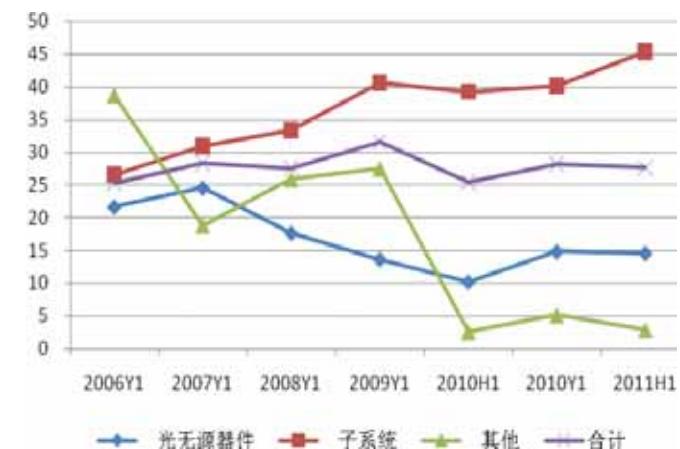
| | 2011H1 | 2010Y1 | 2010H1 | 2009Y1 | 2008Y1 | 2007Y1 | 2006Y1 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 光无源器件 | 44.23% | 38.53% | 39.38% | 31.00% | 34.61% | 29.74% | 36.95% |
| 光学子系统 | 46.14% | 55.30% | 54.20% | 63.66% | 61.21% | 64.22% | 58.35% |
| 其他 | 9.63% | 6.17% | 6.42% | 5.34% | 4.18% | 6.04% | 4.69% |

来源：公司年报，国金证券研究所

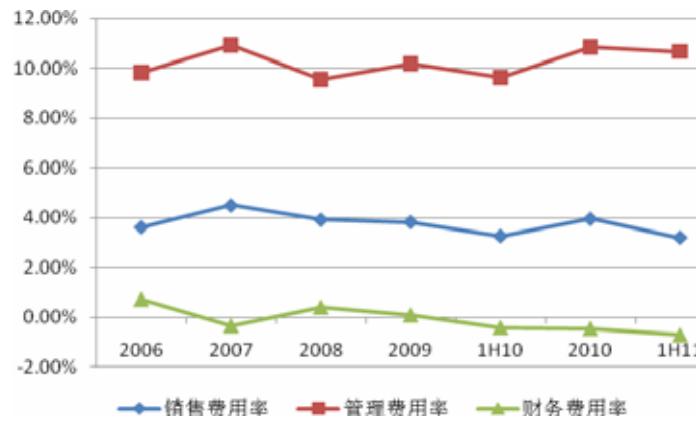
- 尽管综合毛利率水平下降，但净利润增速仍高于主营业务收入。主要归因于政府补助 1029.6 万元，较上年增加 743.7 万元。政府补助包括财政部创新基金 463 万元、科技保费补贴 1277.4 万元、项目专项基金 4312.8 万元。

图表6：无源光器件占比升至 44.23%


来源：公司年报，国金证券研究所

图表7：产品结构变化导致综合毛利率下降


- 新业务方面，公司在运营商和专网市场大力推进 OLP 和 OLM 产品，取得了电信、移动、电力、铁路、矿务等市场的拓展。
- 报告期内公司三项费用率为 13.16%，较 2010 年的 14.37%有所下降，主要是销售规模扩大导致营业费用率的下降。销售费用由于销售额增加而下降 0.76 个百分点，财务费用则由于公司利息收入增加、支出下降而下降了 0.26 个百分点。公司管理费用的增长仍主要源于研发费用，预计公司未来 3 年管理费用中研发成本仍将维持较高水平。

图表8：三项费用率分析


来源：公司年报，国金证券研究所

确定看好未来三年成长

- 我们认为公司业务仍将受益于 3G 和 FTTH 的建设未来三年将维持高速增长趋势。其中光无源器件受中国电信提出的宽带中国、光纤城市战略规划推动，预计将保持 30%以上的收入复合增长率。另一方面，预计未来传输网产品市场需求增长将加快，光纤放大器和子系统等相关产品将成为公司未来的主要业绩增长点，保守估计 40%以上的复合增长率。考虑到毛利率

高的业务收入将触底反弹，预计全年的毛利率水平应较上半年有所回升。此外，公司 OLP,OLM 等培育类产品以及在专网市场的前景也是重要看点。

■ 长期来看，公司的拐点在于在战略规划、业务梳理、管理和激励机制方面的转型；短期来看，2011 年公司收入增速下降主要是市场需求和业务结构的不匹配、以及公司整体搬迁对产能的影响等短期因素，因此我们认为从长/短期因素、股权激励保障以及光通讯行业前景四方面综合来看，光迅科技无疑是国金通信组主推的“中华峰光”中业绩弹性最大的标的，详细分析请见<宽带中国专题之二：布局光通信，首推中华烽光>。

业绩预测及投资建议

■ 我们维持对公司 2011、2012 年的业绩预期。预计公司 11-13 年实现营业收入 11.06 亿、15.84、21.26 亿，分别增长 21.00%、43.18% 和 34.23%，实现 EPS 分别为 0.97 元、1.362 元和 1.812 元，分别增长 23.39%、40.38% 和 33.04%。我们给予 2012 年 PE35X，对应目标价 47.66 元。

图表9：公司收入走势预测（百万元）



图表10：公司 EPS 走势预测 (元)



来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|----------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 强买 | 0 | 1 | 2 | 2 | 11 |
| 买入 | 0 | 0 | 1 | 2 | 9 |
| 持有 | 0 | 0 | 0 | 2 | 4 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 卖出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0 | 1.00 | 1.25 | 1.70 | 1.71 |

来源：朝阳永续

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 |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61356534
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：(8610)-66215599-8792
传真：(8610)-61038200
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-33089915
传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室