

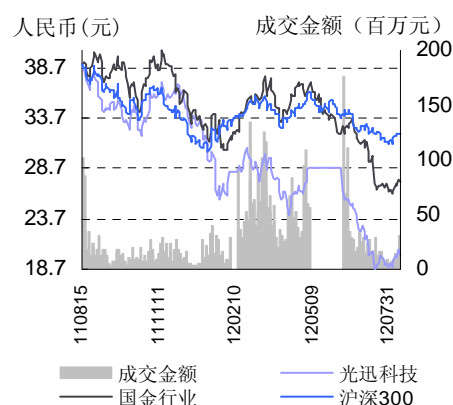
光迅科技 (002281.SZ) 通信系统设备行业
评级: 增持 维持评级
业绩点评

市价(人民币): 19.99 元

目标(人民币): 20.68 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)	31.98
年内股价最高最低(元)	39.01/18.70
沪深 300 指数	2399.75
中小板指数	5120.53


相关报告

1. 《合并电信器件公司点评: 优势互补, 强强联合》, 2012.6.11
2. 《格局转换, 需求变化, 动力不足》, 2012.2.28
3. 《产能搬迁完成 收入大幅增长符合预期》, 2011.10.31

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

景气持续下行, 拐点仍待 WTD 并表
公司基本情况(人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.793	0.698	0.549	0.680	0.809
每股净资产(元)	6.46	6.97	7.27	7.70	8.25
每股经营性现金流(元)	0.43	0.47	1.23	1.09	1.04
市盈率(倍)	57.89	46.33	37.78	30.50	25.65
行业优化市盈率(倍)	30.51	22.00	20.94	20.94	20.94
净利润增长率(%)	21.72%	-11.94%	-21.35%	23.88%	18.89%
净资产收益率(%)	12.27%	10.02%	7.56%	8.84%	9.80%
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

- 光迅科技 2012 年上半年实现收入 4.52 亿元, 同比下降 10.92%。同期公司实现归属净利润 4930 万元, 同比下降 24.58%。

经营分析

- 行业景气下行、运营商投资结构变化是业绩下滑的主要原因: 今年上半年五大电信设备商利润普遍下滑, 光器件厂商的采购价格也被严重打压。根据运营商披露的投资计划, 今年光传输相关投资将侧重于城域网和接入网, 相应的光器件需求结构与公司当前业务以光纤放大器、波分复用器等骨干传输网相关器件和模块的结构不匹配也是公司业绩下滑的一大原因;
- WTD 并表仍需时日: 当前 WTD 并表仍需报请国资委批准及证监会对重组方案完成审批, 因此预计 WTD 在近年内完成并表的难度较大, 或难以对业绩产生正面贡献。我们认为光迅科技和 WTD 合并在产品线丰富化、需求结构性改善具有直接效应, 在销售费用和管理费用节省方面则需要观察整合执行情况; 合并后的新光迅客户集中度进一步提升, 尽管下游客户议价能力已经很高; 在研发方面, 我们认为无论整合前后的光迅还是 WTD 其研发支出均有相对刚性, 这与其武邮出身、国企背景密不可分, 也是其竞争力的一部分, 因此短期内难以改观。

盈利调整

- 若公司年内完成 WTD 并表, 预计 2012、2013 年的归属净利润将分别达到 1.47 亿、1.78 亿, 同比增速分别为-9.55%和 20.80%, 对应增发全面摊薄后 EPS 分别为 0.78 元(2012 年)和 0.94 元(2013 年)。
- 若公司年内不能完成 WTD 并表, 预计 2012、2013 年的归属净利润将分别达到 0.88 亿、1.09 亿, 同比增速分别为-21.35%和 23.88%, 对应增发全面摊薄后 EPS 分别为 0.55 元(2012 年)和 0.68 元(2013 年)。

投资建议

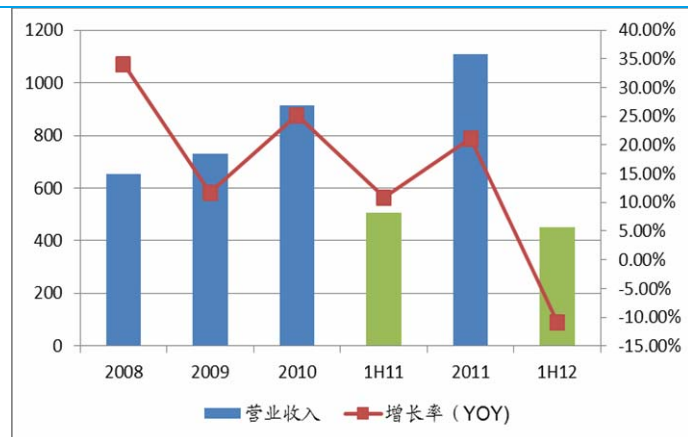
- 目前股价对应合并后全面摊薄后 EPS 分别为 25.63x12PE 和 21.27x13PE, 估值较高。我们给予目标价 20.68~21.06 元, 对应 27x12PE 和 22x13PE, 维持公司“增持”评级。

2012 年光迅科技中期业绩

业绩一览

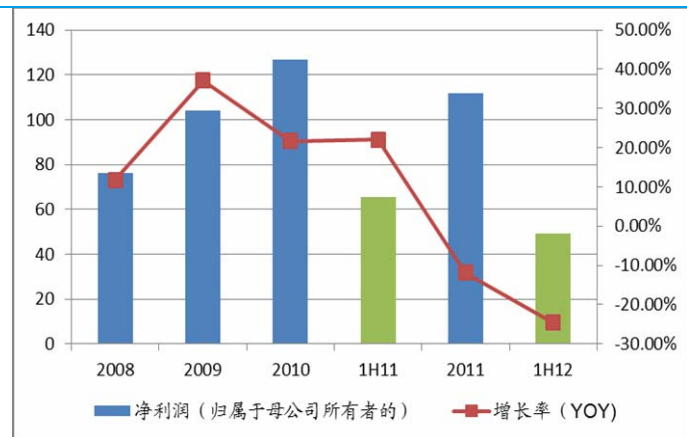
- 光迅科技 2012 年上半年实现收入 4.52 亿元，同比下降 10.92%。同期公司实现归属净利润 4930 万元，同比下降 24.58%。如扣除非经常性损益，公司当期净利润同比下降 65.24%。

图表1：光迅科技收入及其增速（左轴：收入，单位百万元，右轴：增速，单位%）



来源：国金证券研究所 公司公告 不包括 WTD

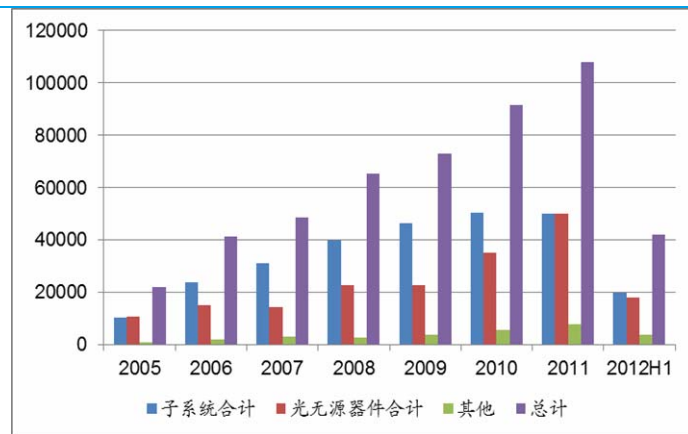
图表2：光迅科技净利润及其增速（左轴：收入，单位百万元，右轴：增速，单位%）



分业务分析

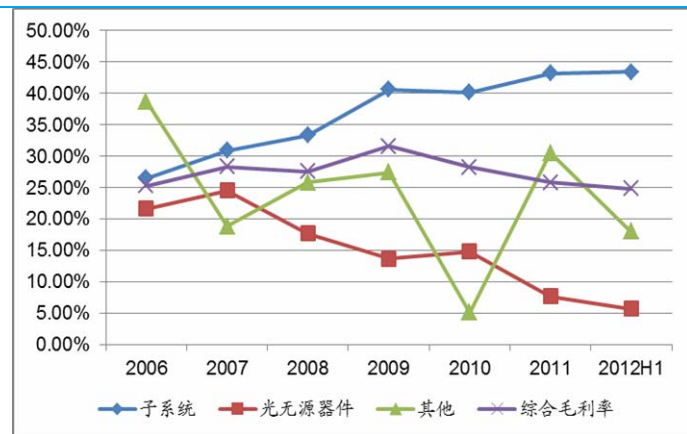
- 子系统业务：上半年实现收入 2 亿元，同比下滑 12.67%。子系统业务毛利率 43.39%，较去年同期下降 1.94 个百分点。公司子系统业务中光纤放大器等于长途传输网密切相关的产品受运营商投资结构调整影响，收入下滑较大；
- 光无源器件：上半年实现收入 1.81 亿元，同比下滑 17.5%。光无源器件毛利率 5.7%，较去年同期下降 8.9 个百分点。公司无源器件业务受集成器件、光纤连接器等低端产品下滑影响较大，我们预计这一趋势将继续延续。

图表3：光迅科技各项业务收入及其增速（单位：万元）



来源：国金证券研究所 公司公告 不包括 WTD

图表4：光迅科技各项业务毛利率



毛利率分析

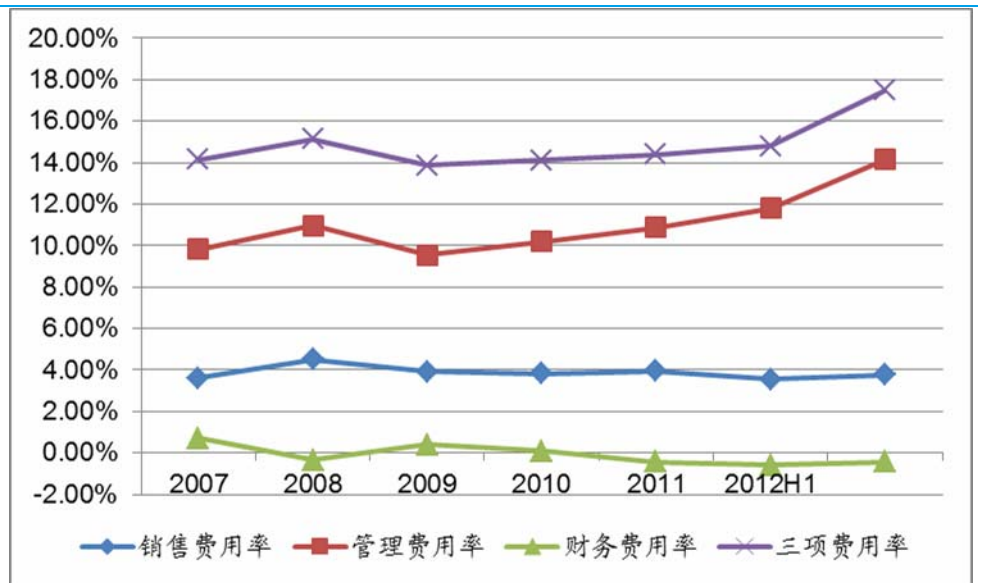
- 综合毛利率：24.81%，去年同期 27.65%，
 - 子系统业务：子系统业务毛利率 43.39%，较去年同期下降 1.94 个百分点。

- 光无源器件业务：光无源器件毛利率 5.7%，较去年同期下降 8.9 个百分点。

费用率分析

- 销售费用：今年上半年产生销售费用 1705 万，同比增长 5.4%，销售费用率 3.37%，较去年同期的 3.18% 提高了 0.19 个百分点。
- 管理费用：今年上半年产生管理费用 6386 万，同比增长 17.98%。管理费用率 14.14%，较去年同期的 10.67% 提高了 3.47 个百分点。
- 财务费用：今年上半年产生财务费用 -193 万，同比减少 45.94%。财务费用本身数额较小，对当期损益影响不大。

图表5：光迅科技三项费用率



来源：国金证券研究所 公司公告 不包括 WTD

其他

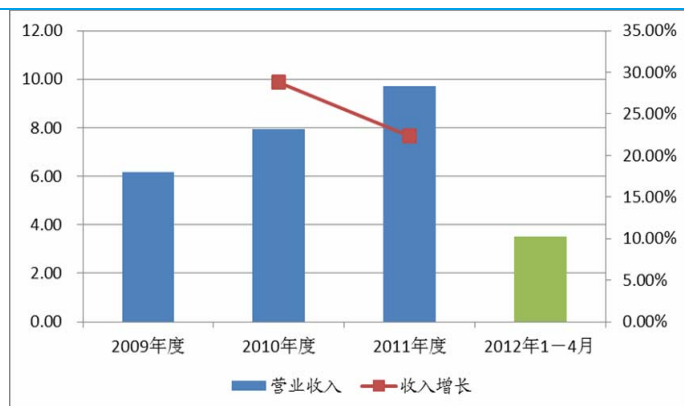
- 政府补助：今年上半年收到政府补助 3288 万，较去年同期增加 2258 万，占当期归属净利润的 45.8%。

2012 年武汉通信器件公司（WTD）1~4 月业绩

业绩一览

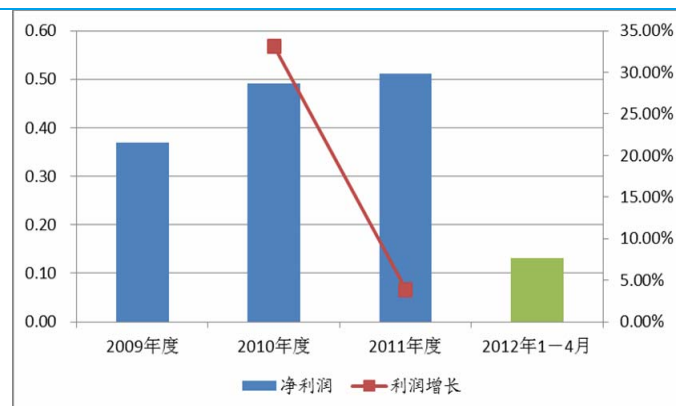
- 2012 年 1~4 月，WTD 完成销售收入 3.52 亿元，净利润 1305 万余元，分别达到其 2011 年全年数额的 36.18% 和 25.54%。同时根据光迅科技发布的 WTD 盈利预测，1~4 月完成的销售收入和净利润分别占其 2012 年全年预测数额的 31.94% 和 31.71%。

图表6: WTD 收入及其增速 (左轴: 收入, 单位亿元, 右轴: 增速, 单位%)



来源: 国金证券研究所 公司公告

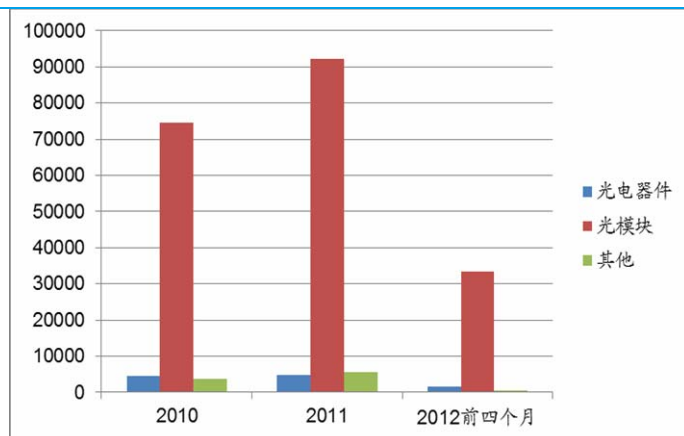
图表7: WTD 净利润及其增速 (左轴: 收入, 单位亿元, 右轴: 增速, 单位%)



分业务分析

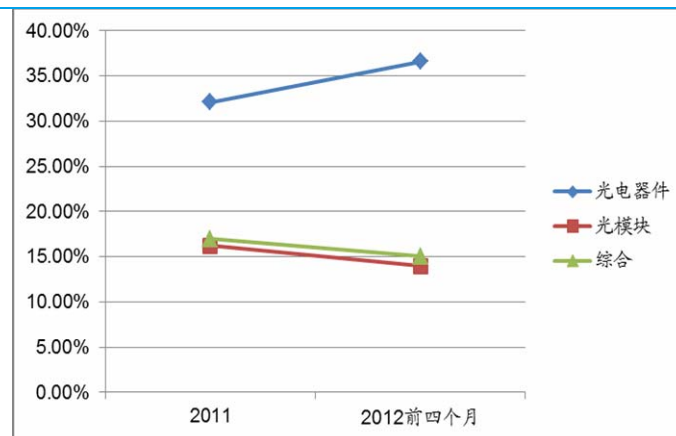
- 光电器件: 今年前 4 个月完成收入 1558 万, 相当于去年全年的 32.8%。毛利率 36.6%, 去年全年 32.1%;
- 光模块: 今年前 4 个月完成收入 3.35 亿元, 相当于去年全年的 36.3%。毛利率 13.98%, 去年全年为 16.2%;

图表8: WTD 各项业务收入 (单位: 百万元)



来源: 国金证券研究所 公司公告

图表9: WTD 各项业务毛利率



客户结构

- 今年前四个月华为、烽火、中兴、爱立信、上贝等前 5 大客户收入 2.6 亿元, 占全部收入的 74.03%;
- 从披露文件上看, 华为、烽火、中兴、爱立信、上贝、大唐多次出现在前五大客户名单上, 2010~2012 年前四个月前五大客户收入占比分别为 65.95%、75.14%、74.03%。其中上述三期中华为占其收入比重分别为 37.85%、50.05%和 52.98%, 客户依存度极高。关联公司烽火通信其中上述三期中占其收入比重分别为 8.74%、11.3%和 9.04%。

毛利率分析

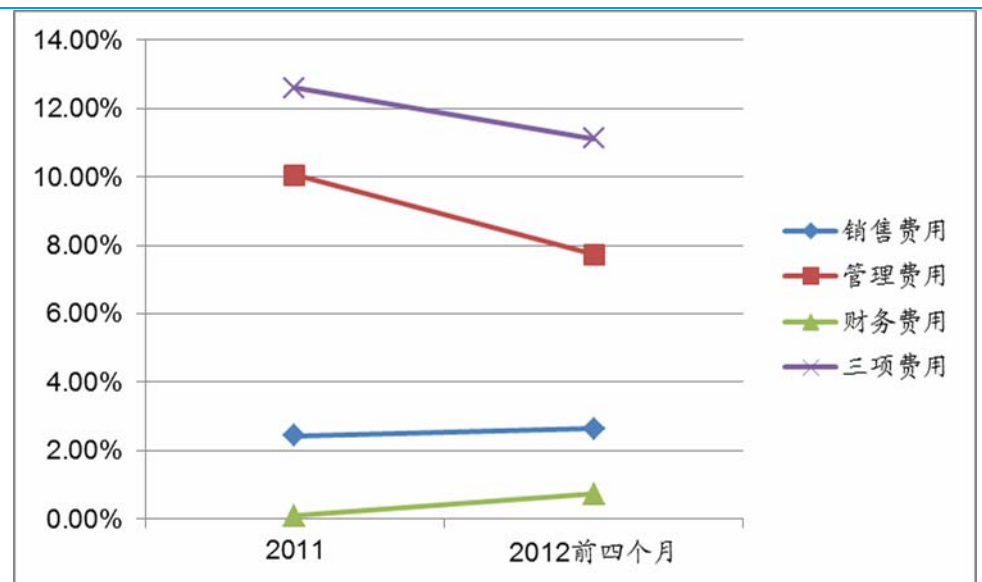
- 综合毛利率: 今年前 4 个月综合毛利率 15.03%, 较去年全年的 16.98%下降了 1.95 个百分点。

- 光电器件：今年前 4 个月毛利率 36.6%，较去年全年的 32.1%上升了 4.5 个百分点；
- 光模块：今年前 4 个月毛利率 13.98%，较去年全年的 16.2%下降了 2.2 个百分点；

费用分析

- 销售费用：今年前四个月产生销售费用 927 万，占 2011 年全年该项费用的 39.04%，占预测 2012 年全年该项费用的 31.5%。当期销售费用率 2.64%；
- 管理费用：今年前四个月产生管理费用 2718 万，占 2011 年全年该项费用的 27.8%，占预测 2012 年全年该项费用的 25.79%。当期管理费用率 7.74%；其中研发支出 2157 万，占其当期收入的 6.14%。
- 财务费用：今年前四个月产生财务费用 259 万，对当期损益影响较小；

图表10: WTD 三项费用率



来源：国金证券研究所 公司公告

其他

- WTD 历年收到政府补助金额占其当期归属净利润比重较高。2010、2011、2012 前四个月年度分别收到 1730 万元、1139 万元、168 万元，分别占其当期归属净利润的 40.4%、22.3%、12.87%。

整体评价

- 光迅科技专攻无源器件、WTD 专攻有源器件，两者在产品上互补性较强。合并后，新的光迅将拥有覆盖长途传输网、城域网、接入网、分配网，包括光纤放大器（EDFA、拉曼）、光检测器（PIN、TIA）、波分复用器（滤波片型、AWG、WSS）、色散补偿器件、光接收器/转发器（XFP、1*9、2*9、SFP、SFP+、xPON）、光模块（TOSA、ROSA、BOSA）的产品线。

- WTD 收入结构中以有源光模块为主，毛利率低于光迅科技子系统业务的 43.39%，但 WTD 由于产品结构收益光纤到户进程，需求持续扩张，收入情况相对较好。
- 整合后的业务及其竞争优势分析：我们认为整合后的新光迅并不会产生显著的产品和技术竞争优势。老光迅和 WTD 产品重叠性低，但协同性和产品技术促进效应也难以通过合并实现。合并后的新光迅，相对老光迅在产品需求方面有所改善（WTD 有大量直接收益接入网和城域网建设的业务），但在客户集中度方面并未有改善，因此其竞争力难以产生质的变化。
- 首先可以从客户集中度角度观察合并后新光迅的业务竞争力。WTD 客户结构更加集中，华为一家占比超过 50%，前五大客户占比 60%~70%，光迅科技则相对分散。但考虑需求扩张因素，我们认为由于光纤入户带来的接入网建设需求持续扩张，PON 招标价格竞争趋缓，WTD 短期内面临的毛利率压力相对光迅科技更小，但长期风险不容乐观。整合后的新光迅，华为一家的收入占比可能超过 30%，前五大客户的收入占比也可能接近或超过 50%，客户集中度相对老光迅进一步上升，产品整体需求形势的改善和客户集中度提高并存，毛利率风险并没有明显改善的趋势。
- 其次可以从销售费用角度观察合并后新光迅的业务竞争力。光迅科技和 WTD 均为大客户直销模式，销售费用率较低，光迅上半年该项费用率 3.37%，WTD 该项费用率 2.64%。若比较同时光通信板块的日海通讯（2012 年上半年销售费用率 12.20%，根据 2011 年年报即使排除运输费和安装费销售费用率依然以 6.82% 高于光迅科技和 WTD，说明 ODN 集采由于部分需求在省市级公司实现，买家实质上相对分散，与光器件行业集中面向主设备商有所不同），可见由于客户采购体制原因（运营商 ODN 设备采购集采比例相对较低，大量采购在省市分公司进行，而设备商采购元器件则高度集中），光元器件及模块厂商在议价方面的地位并不高，也是其毛利率风险较高的一个佐证。除合并无法实现议价权提升外，我们认为光迅科技和 WTD 的客户高度重叠，合并后销售费用的实际节省只能通过人员裁减和部门合并体现，相关的执行情况需要跟踪观察。
- 再次，可以从研发费用方面观察合并后新光迅的业务竞争力。光迅科技 2011 年年报、WTD 今年前三季度财务数据显示其研发费用率分别为 9.27%、6.14%。另一方面，由于每年都收到大量研发补贴，我们可以从研发费用支出扣除相关政府补贴观察其研发费用的支出情况。2011 年、2010 年光迅科技研发支出扣除政府补贴后占其销售收入的比重分别为 7.38% 和 5.21%，同期 WTD 则分别为 7.28% 和 3.94%，行业景气在 2011 年的下行并未促使研发费用削减，合并后的情况仍待今年继续观察。但我们认为光迅科技、WTD 均系武邮出身，在承担大量国家级课题的同时，既有相应的技术路径优势并获取了相应的政府补贴，也决定了其研发费用的相对刚性（支撑其行业地位并获取补贴）。
- 综上所述，我们认为光迅科技和 WTD 合并在产品线丰富化、需求结构性改善具有直接效应，在销售费用和管理费用节省方面则需要观察整合执行情况；合并后的新光迅客户集中度进一步提升，尽管下游客户议价能力已经很高；在研发方面，我们认为无论整合前后的光迅还是 WTD 其研发支出均有相对刚性，这与其武邮出身、国企背景密不可分，也是其竞争力的一部分，因此短期内难以改观。

盈利预测

- 若公司年内完成 WTD 并表，预计 2012、2013 年的归属净利润将分别达到 1.47 亿、1.78 亿，同比增速分别为 -9.55% 和 20.80%，对应增发全面摊薄后 EPS 分别为 0.78 元（2012 年）和 0.94 元（2013 年）。

- 若公司年内不能完成 WTD 并表，预计 2012、2013 年的归属净利润将分别达到 0.88 亿、1.09 亿，同比增速分别为-21.35%和 23.88%，对应增发全面摊薄后 EPS 分别为 0.55 元（2012 年）和 0.68 元（2013 年）。
- 我们所做的盈利预测分析详见后页表。

图表11：光迅科技盈利预测

光迅科技	2009年度	2010年度	2011年度	2012年1-4月	2012E	2013E	2014E
营业收入	73048.43	91435.75	110724.53	29196.00	95413.69	98617.31	104307.51
利润总额	13045.85	14479.75	12785.82	1942.90	10037.94	12435.48	14784.87
净利润	11234.33	12682.46	11167.99	1600.56	8783.20	10881.05	12936.76
归属上市公司股东	11234.33	12682.46	11167.99	1600.56	8783.20	10881.05	12936.76
净利润增长		12.89%	-11.94%		-21.35%	23.88%	18.89%
电信器件公司	2009年度	2010年度	2011年度	2012年1-4月	2012E	2013E	2014E
营业收入	61734.53	79517.16	97287.45	35161.76	121609.31	152011.64	182413.97
利润总额	3694.13	4901.99	5512.20	1402.82	6534.05	7595.84	8476.96
净利润	3694.13	4919.40	5109.72	1304.92	5940.05	6905.31	7706.32
净利率趋势	5.98%	6.19%	5.25%	3.71%	4.88%	4.54%	4.22%
收入增速趋势		28.80%	22.35%		25%	25%	20%
净利润增长		33.17%	3.87%		16%	16%	12%
合并报表	2009年度	2010年度	2011年度	2012年1-4月	2012E	2013E	2014E
合并收入	134782.96	170952.91	208011.98	64357.76	217023.01	250628.95	286721.48
收入增长		26.84%	21.68%		4.33%	15.48%	14.40%
合并利润	16739.98	19381.74	18298.02	3345.72	16572.00	20031.32	23261.82
合并净利润	14928.46	17601.86	16277.71	2905.48	14723.25	17786.36	20643.08
净利增长		17.91%	-7.52%		-9.55%	20.80%	16.06%
合并股本	189.17	189.17	189.17	189.17	189.17	189.17	189.17
合并EPS	0.79	0.93	0.86	0.15	0.78	0.94	1.09
合并前EPS		0.79	0.70	0.10	0.55	0.68	0.81
增厚EPS幅度		17.39%	23.28%	53.59%	41.78%	38.26%	34.96%

来源：国金证券研究所

投资建议

- 目前股价对应合并后全面摊薄后 EPS 分别为 25.63x12PE 和 21.27x13PE，估值较高。我们给予目标价 20.68~21.06 元，对应 27x12PE 和 22x13PE，维持公司“增持”评级。

风险提示

- 客户压价带来的毛利率风险、整合风险。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	1	1	1	3	8
增持	2	2	2	6	10
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.67	1.67	1.67	1.68

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 2010-09-14	增持	36.50	41.55 ~ 47.48
2 2011-02-25	增持	44.98	58.50 ~ 58.50
3 2011-04-24	增持	37.14	48.00 ~ 48.00
4 2011-08-11	增持	36.75	48.00 ~ 48.00
5 2011-10-31	增持	34.02	40.86 ~ 40.86
6 2012-02-28	增持	29.05	N/A
7 2012-06-11	增持	26.41	30.00

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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：

买入：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
增持：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 5% – 20%；
中性：预期未来 6 – 12 个月内变动幅度在 -5% – 5%；
减持：预期未来 6 – 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

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

电话: (8621)-61038271

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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

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: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B