

2010年03月22日

光迅科技 (002281.SZ)

市场数据(人民币)

市价(元)	37.88
已上市流通A股(百万股)	40.00
总市值(百万元)	6,060.80
年内股价最高最低(元)	40.18/16.00
沪深300指数	3302.63
中小板指数	5986.05
2008年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《三网融合引爆光通信需求,公司仍待产能释放》, 2010.2.25
- 2 《稳定增长的光电子器件领头羊》, 2009.8.11

分析师:陈运红

(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

——业绩超出预期，上调预测

公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.567	0.633	0.651	0.876	1.229	1.680
净利润增长率	76.50%	11.79%	37.07%	34.55%	40.28%	36.66%
先前预期每股收益(元)				0.811	1.159	
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.802	1.069	N/A
市盈率(倍)	N/A	N/A	51.00	43.23	30.82	22.55
行业优化市盈率(倍)	64.77	30.61	48.43	48.43	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A	N/A
PE/G(倍)	N/A	N/A	1.38	1.25	0.77	0.62
已上市流通 A 股(百万股)	N/A	N/A	40.00	40.00	40.00	40.00
总股本(百万股)	120.00	120.00	160.00	160.00	160.00	160.00

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- **业绩增速超出公司快报预计**：光迅科技 2009 年度实现营业收入及归属于母公司净利润分别为 7.30 亿和 1.04 亿，同比分别增长 11.72% 和 37.07%，实现每股收益 0.65 元。业绩增速超出公司此前业绩快报的 29.17%，主因是所得税费用计算上的差异。公司同时宣布拟每 10 股派发现金红利 2.5 元：
 - ◆ **产能布局的结构性调整导致综合毛利率的大幅提升是净利润增幅远超收入增幅的主要原因**：子系统业务收入占比上升至 63.66%，同时毛利率大幅提升 7.29 个百分点，从而带动公司综合毛利率上升 3.96 个百分点至 31.57%；
 - ◆ 光通信市场需求高速增长，公司产品供不应求，收入仅增长 11.72% 的原因仍是受困于产能瓶颈，公司通过持续推进非核心产品外包，转移能力扩充重点产品产能，对产能布局作结构性调整，同时通过规模采购和流程优化有效的提高自产产品的毛利率。公司同时宣布在美国硅谷成立分公司，以更好的拓展北美市场和加强采购成本控制能力；
 - ◆ 报告期内公司三项费率为 14.10%，较 08 年的 13.86% 略有提升，其中主要是管理费用上升 19.14%，主因经营规模的扩大和研发投入，销售费用增长 9.14%，财务费用则下降 72.63%。此外所得税费用上升 74.38% 主因利润总额的大幅增长。
- **业绩预测及投资建议：维持买入评级**。我们维持对公司盈利的增速预测，但由于 09 年基数升高而上调了未来几年业绩。预计公司 10-12 年实现营业收入 8.37 亿、10.25 亿和 13.02 亿，分别增长 14.62%、22.40% 和 27.07%，实现 EPS 为 0.876 元、1.229 元和 1.680 元，分别增长 34.55%、40.28% 和 36.66%。目前股价对应 10 年 PE43.23X 和 11 年 PE30.82X，公司做为国内光器件市场龙头，未来 5 年将直接受益于三网融

合推动下光通信领域的超预期投资，旗下光传感器系列产品则将直接受益于国家对传感网的大力投入，我们看好公司中长期发展趋势，并维持对公司的买入评级。

图表目录

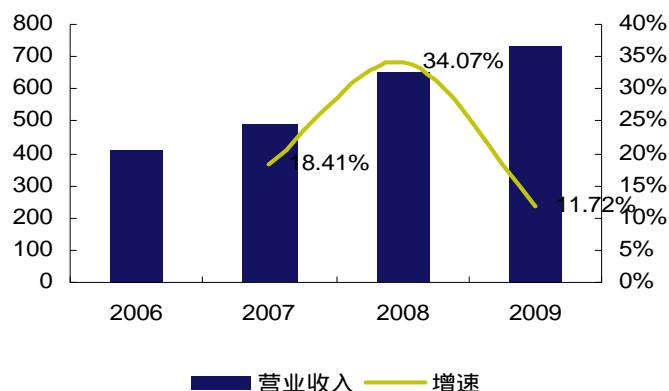
图表 1：09 年营业收入增长 11.72% (百万元)	3
图表 2：09 年净利润增长 37.07% (百万元)	3
图表 3：子系统收入占比上升至 63.66%	3
图表 4：公司综合毛利率上升 3.96 个百分点	3
图表 5：公司对主要客户销售额走势 (百万元)	4
图表 6：公司业绩驱动因素分析	4
图表 7：主要费用与收入占比趋势分析	4
图表 8：公司收入走势预测 (百万元)	5
图表 9：公司 EPS 走势预测 (元)	5
图表 10：三项报表预测	6

2009 年公司业绩点评

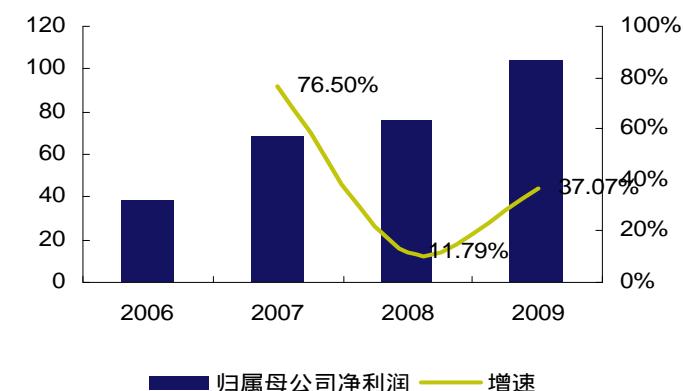
业绩增速超出公司快报预计

- 光迅科技公布 2009 年度报告，实现营业收入及归属于母公司净利润分别为 7.30 亿和 1.04 亿，同比分别增长 11.72% 和 37.07%，实现每股收益 0.65 元。业绩增速超出公司此前业绩快报的 29.17%，主因是所得税费用计算上的差异。公司净利润增幅远超收入增速的主要原因是产能布局的结构性调整导致综合毛利率的大幅提高。公司同时宣布拟每 10 股派发现金红利 2.5 元。

图表1：09 年营业收入增长 11.72% (百万元)



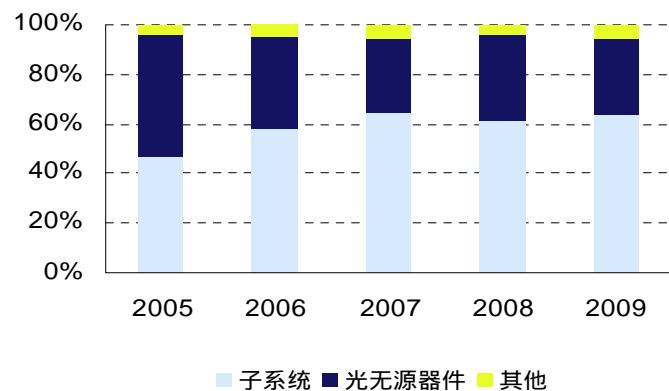
图表2：09 年净利润增长 37.07% (百万元)



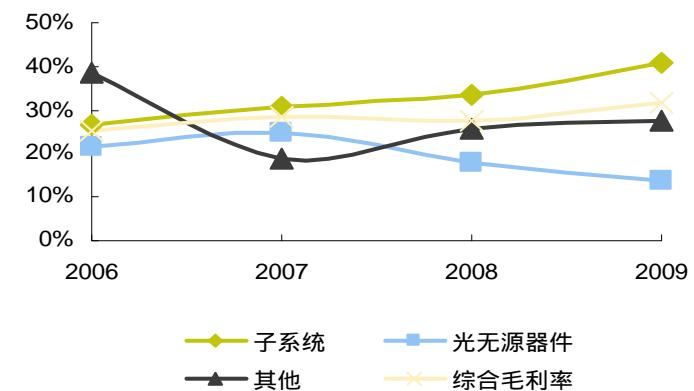
来源：公司年报，国金证券研究所

- 公司净利润增幅远超收入增幅的主要原因是产能布局的结构性调整导致综合毛利率的大幅提升：子系统业务收入占比上升至 63.66%，同时毛利率大幅提升 7.29 个百分点，从而带动公司综合毛利率上升 3.96 个百分点至 31.57%：
 - 光通信市场需求高速增长，公司产品供不应求，收入仅增长 11.72% 的原因仍然是受困于产能瓶颈，公司通过持续推进非核心产品外包，转移能力扩充子系统类重点产品产能，对产能布局作结构性调整，同时通过规模采购和流程优化有效的提高了这部分产品的毛利率。公司同时宣布在美国硅谷成立分公司，以更好的拓展北美市场和加强采购成本控制能力；
 - 公司子系统业务收入 4.65 亿，同比增长 16.09%，毛利率也大幅上升 7.29 个百分点达到 40.62%，光无源器件收入 2.26 亿，同比增长 0.25%，毛利率则从 17.68% 下降到 13.70%。

图表3：子系统收入占比上升至 63.66%

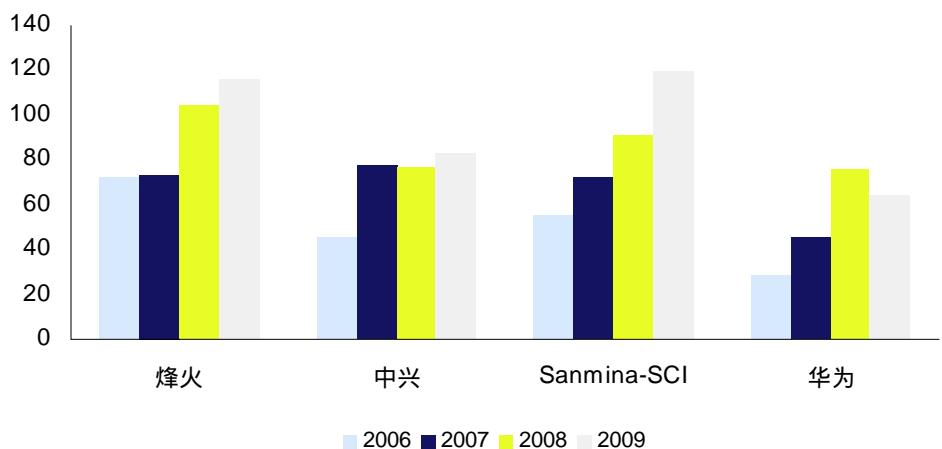


图表4：公司综合毛利率上升 3.96 个百分点



来源：公司年报，国金证券研究所

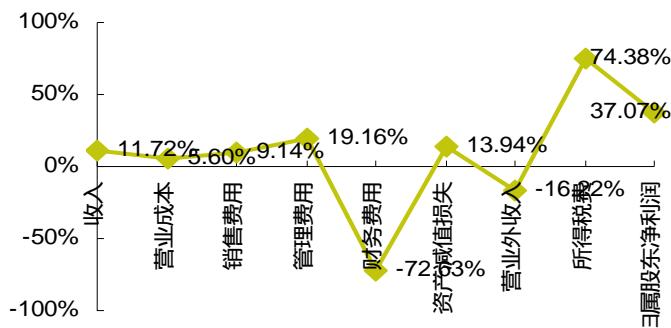
图表5：公司对主要客户销售额走势（百万元）



来源：公司年报，国金证券研究所

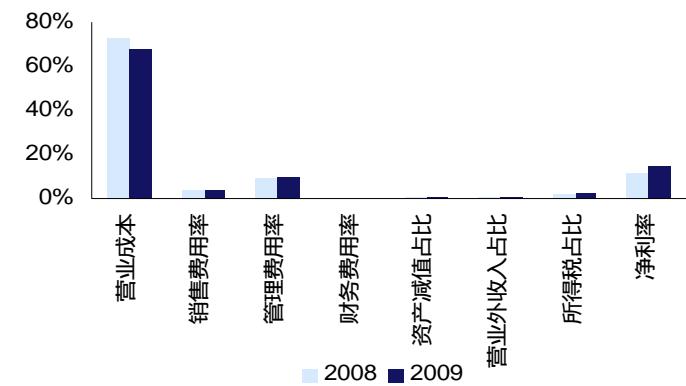
- ♦ 报告期内公司三项费率为 14.10%，较 08 年的 13.86%略有提升，其中主要是管理费用上升 19.14%，主因经营规模的扩大和研发投入，销售费用增长 9.14%，财务费用则下降 72.63%。此外所得税费用上升 74.38%主因利润总额的大幅增长。

图表6：公司业绩驱动因素分析



来源：公司年报，国金证券研究所

图表7：主要费用与收入占比趋势分析



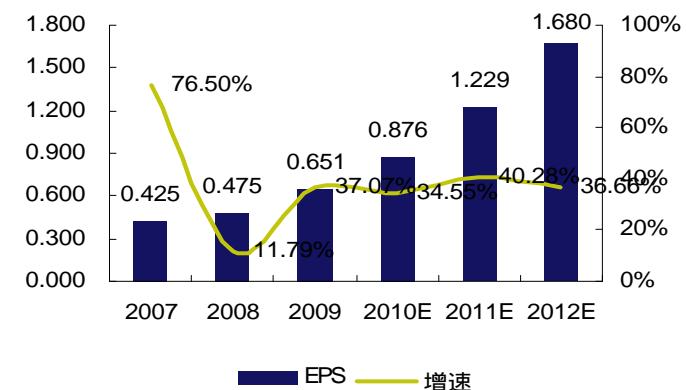
业绩预测及投资建议

- **业绩预测及投资建议：维持买入评级。**我们维持对公司盈利的增速预测，但由于 09 年基数升高而上调了未来几年的业绩。预计公司 10-12 年实现营业收入 8.37 亿、10.25 亿和 13.02 亿，分别增长 14.62%、22.40% 和 27.07%，实现 EPS 为 0.876 元、1.229 元和 1.680 元，分别增长 34.55%、40.28% 和 36.66%。目前股价对应 10 年 PE43.23X 和 11 年 PE30.82X，公司做为国内光器件市场龙头，未来 5 年将直接受益于三网融合推动下光通信领域的超预期投资，旗下光传感器系列产品则将直接受益于国家对传感网的大力投入，我们看好公司中长期发展趋势，并维持对公司的买入评级。

图表8：公司收入走势预测（百万元）



图表9：公司EPS走势预测（元）



来源：国金证券研究所

图表10：三项报表预测
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	488	654	730	837	1,025	1,302
增长率	34.1%	11.7%	14.6%	22.4%	27.1%	
主营业务成本	-350	-473	-500	-560	-661	-822
% 销售收入	71.7%	72.4%	68.4%	66.9%	64.5%	63.2%
毛利	138	181	231	277	364	480
% 销售收入	28.3%	27.6%	31.6%	33.1%	35.5%	36.8%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-3	-4	-5
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-22	-26	-28	-31	-36	-44
% 销售收入	4.5%	3.9%	3.8%	3.7%	3.6%	3.4%
管理费用	-53	-62	-74	-92	-110	-138
% 销售收入	10.9%	9.5%	10.2%	11.0%	10.8%	10.6%
息税前利润 (EBIT)	61	90	125	150	212	293
% 销售收入	12.6%	13.8%	17.2%	18.0%	20.7%	22.5%
财务费用	2	-3	-1	11	12	14
% 销售收入	-0.3%	0.4%	0.1%	-1.3%	-1.2%	-1.1%
资产减值损失	0	-6	-7	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	63	81	117	160	224	307
营业利润率	12.9%	12.4%	16.1%	19.1%	21.9%	23.6%
营业外收支	3	4	4	3	4	5
税前利润	66	86	121	163	228	312
利润率	13.5%	13.1%	16.5%	19.4%	22.3%	23.9%
所得税	2	-10	-17	-22	-31	-43
所得税率	-3.5%	11.2%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
净利润	68	76	104	140	197	269
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	68	76	104	140	197	269
净利率	13.9%	11.6%	14.3%	16.7%	19.2%	20.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	68	76	104	140	197	269
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	18	26	23	20	27	29
非经营收益	-1	4	1	1	-4	-5
营运资金变动	-22	-56	-62	-17	-34	-70
经营活动现金净流	64	50	66	145	186	223
资本开支	-46	-24	-38	-140	-45	-25
投资	1	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-45	-24	-38	-141	-45	-25
股权募资	0	0	619	0	-35	0
债权募资	20	-20	-30	-80	0	1
其他	-37	-34	-43	-2	-40	-40
筹资活动现金净流	-17	-54	546	-81	-75	-39
现金净流量	2	-29	574	-77	66	159

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	85	56	630	552	618	777
应收款项	110	216	290	320	378	468
存货	134	172	247	230	263	315
其他流动资产	10	15	32	36	42	51
流动资产	339	458	1,199	1,138	1,301	1,612
% 总资产	79.7%	83.6%	92.3%	83.7%	84.2%	86.8%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	59	63	72	185	199	192
% 总资产	13.9%	11.6%	5.5%	13.6%	12.9%	10.3%
无形资产	25	25	25	34	43	52
非流动资产	86	90	101	222	244	246
% 总资产	20.3%	16.4%	7.7%	16.3%	15.8%	13.2%
资产总计	425	548	1,299	1,360	1,545	1,857
短期借款	50	70	47	0	0	0
应付款项	128	169	250	242	300	373
其他流动负债	19	28	23	71	77	86
流动负债	198	268	320	313	376	459
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	13	21	33	0	0	0
负债	211	288	353	313	376	460
普通股股东权益	214	260	947	1,047	1,169	1,397
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	425	548	1,299	1,360	1,545	1,857

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.567	0.633	0.651	0.876	1.229	1.680
每股净资产	1.786	2.169	5.916	6.543	7.304	8.734
每股经营现金净流	0.531	0.415	0.414	0.906	1.160	1.396
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.250	0.250	0.250
回报率						
净资产收益率	31.73%	29.20%	11.01%	13.39%	16.83%	19.23%
总资产收益率	15.99%	13.86%	8.02%	10.31%	12.73%	14.47%
投入资本收益率	24.01%	24.29%	10.88%	12.39%	15.66%	18.05%
增长率						
主营业务收入增长率	18.41%	34.07%	11.72%	14.62%	22.40%	27.07%
EBIT增长率	28.06%	47.55%	38.67%	19.96%	41.17%	37.91%
净利润增长率	76.50%	11.79%	37.07%	34.55%	40.28%	36.66%
总资产增长率	4.92%	28.98%	136.94%	4.66%	13.62%	20.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	63.7	54.7	62.1	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	131.2	118.0	152.8	150.0	145.0	140.0
应付账款周转天数	74.6	48.4	74.1	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	44.1	34.2	30.2	53.4	41.6	30.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.22%	5.66%	-61.58%	-52.77%	-52.89%	-55.56%
EBIT利息保障倍数	-37.5	34.1	173.0	-14.1	-17.5	-20.3
资产负债率	49.60%	52.53%	27.14%	23.02%	24.36%	24.76%

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	0	0	0	0
买入	0	1	1	1	6
持有	0	1	1	1	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.50	2.50	2.50	2.44

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 2010-02-25	买入	36.36	40.57 ~ 46.36

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



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。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率的说明：

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的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。