

2010-04-22

信息技术业/通信及相关设备

公司研究 / 深度研究

光迅科技 (002281)

光器件引领公司未来

中性/ 首次评级

股价：RMB38.33

分析师

王小松

SAC 执业证书编号:S1000209110223

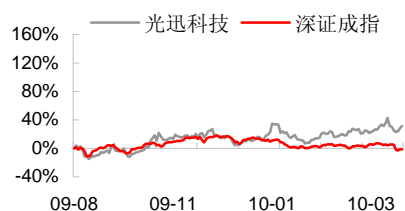
0755-82125054 wangxs@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	160
流通 A 股(百万股)	40
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	1568

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

- 光器件是光通信系统最重要的组成部分。光器件作为光通信产业链的上游，由通信系统设备制造商集成后用于运营商传输网络和接入网络建设。公司主要产品分为子系统和光无源器件两个光器件系列。
- 需求推动光器件行业进入持续成长期。第一：工信部等 7 部门近日发布《关于推进光纤宽带网络建设的意见》，明确要求运营商加快光纤宽带建设，未来 3 年光纤宽带投资规模达到 1500 亿。第二、“三网融合”的推进将加速有线电视网络双向改造。有线电视网络改造会以光纤到户为目标，将重复电信运营商光纤宽带建设之路，直接催生新的光器件市场需求。第三、宽带建设已上升到国家战略高度，由美国 FCC 的《国家宽带计划》、工信部的《意见》可见。我们预计海外宽带建设将于下半年逐渐启动。
- 公司将直接获益于光器件市场的成长。第一、公司是国内光器件领域的龙头企业，将凭借技术优势和客户关系优势分享行业成长。第二、公司目前产能已饱和，需通过外购或外包部分配件以满足市场需求。公司募投项目有望于 2011 年中达产，将解决公司产能瓶颈，提升市场份额。第三、光器件市场已成为全球化的市场，生产基地不断向国内转移，市场份额不断向优势企业集中，公司获益于此。
- 估值与投资建议。预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.79、0.96、1.34 元，对应 PE 分别为 48.5X、39.8X 和 28.6X。我们看好行业前景和公司成长空间，但是公司目前估值充分，短期不具吸引力，首次给予“中性”评级。公司股权激励实施，以及运营商和有线电视加速宽带建设将带来投资时机。
- 风险提示。运营商落实工信部《意见》慢于预期，以及公司募投项目产能消化慢于预期。

经营预测与估值

	2009A	2010Q1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	730.5	217.9	840.1	1050.1	1417.6
(+/-%)	11.7	0.0	15.0	25.0	35.0
归属母公司净利润(百万元)	104.2	24.8	126.5	154.1	214.7
(+/-%)	37.1	0.0	21.4	21.8	39.3
EPS(元)	0.65	0.16	0.79	0.96	1.34
P/E(倍)	60.2	252.7	48.5	39.8	28.6

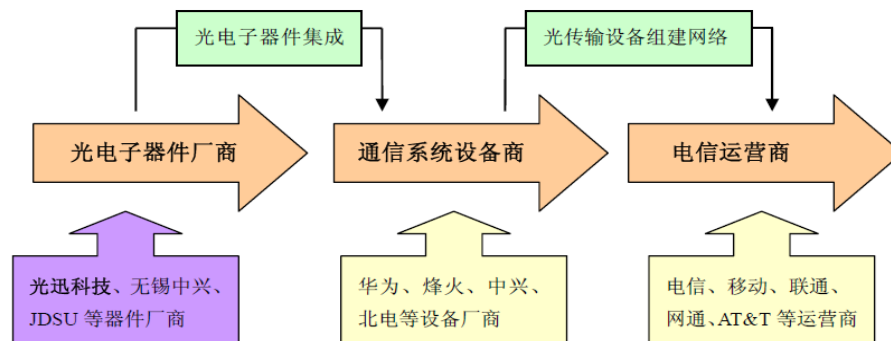
资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

需求推动光器件行业进入持续成长期。	3
电信运营商宽带建设带动光器件进入景气周期	3
电信运营商已启动 FTTx 规模建设	3
传输网升级承接光器件的市场需求	5
工信部要求并支持运营商加快宽带建设，将加速光器件市场成长	5
运营商宽带建设对光器件需求规模的估算	6
有线电视网络改造催生新的光器件市场需求	6
政府部门首次明确“三网融合”推进时间表	6
广电部门将会加快有线电视网络改造	6
有线电视网络双向改造对光器件的需求规模估算	7
海外光通信市场复苏带动巨大的光器件需求	7
海外光纤宽带建设规模巨大且不断增长	7
欧美发达国家光纤宽带建设将陆续启动	8
公司将获益于光器件市场的持续成长	9
技术优势和客户优势奠定公司市场地位	9
募投项目解决公司产能瓶颈并提升公司市场份额	10
公司受益于光器件生产基地向中国大陆转移并向优势企业集中	11
盈利预测	11
主要假设	11
营业收入增长假设	11
毛利率假设	12
盈利预测	12
估值分析	12
相对估值	12
估值结果分析	12
风险提示	13

公司是国内光电子器件领域的龙头企业。光电子器件是光传输设备的基础元器件，为光通信系统最重要的组成部分，也是光通信产业链的上游。光通信产业链下游主要是通信系统设备制造商以及运营商。公司主要产品分为子系统和光无源器件两个系列，主要用于光通信系统中的光传输和光接入设备。

图 1 光通信产业链



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

需求推动光器件行业进入持续成长期。

电信运营商宽带建设带动光器件进入景气周期

用户需求的扩张、竞争战略、成本下降以及政策支持将推动运营商加快新一轮以光通信为核心的宽带建设，主要包括 FTTx 的接入网建设和传输网升级。

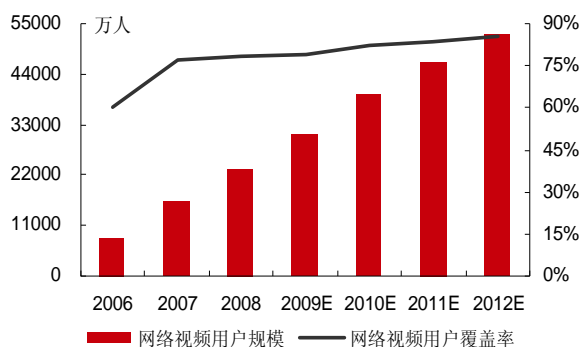
电信运营商已启动 FTTx 规模建设

用户需求扩张和供给瓶颈促使运营商不断推进 FTTx 建设

用户对通信带宽流量和速率需求的持续性增长与我国目前宽带下行速率太低成为矛盾，这是促进运营商进行 FTTx 建设的主要动力。

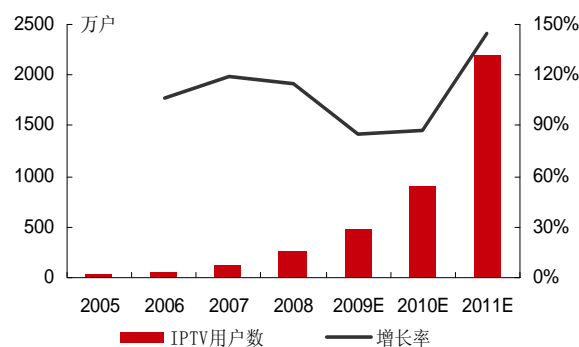
2009 年我国网民总数已超过 3.38 亿，互联网宽带接入户数超过 1 亿。用户对互联网应用也将逐渐从广度应用拓展至深度应用，已不再只满足于新闻浏览、搜索引擎等普通应用，网络视频、IPTV、高清电视、P2P、Wi-Fi 接入等高流量消耗的网络应用会成为主流并逐渐普及。

图 2 我国网络视频用户规模将逐年扩大



资料来源：iResearch，华泰联合证券研究所

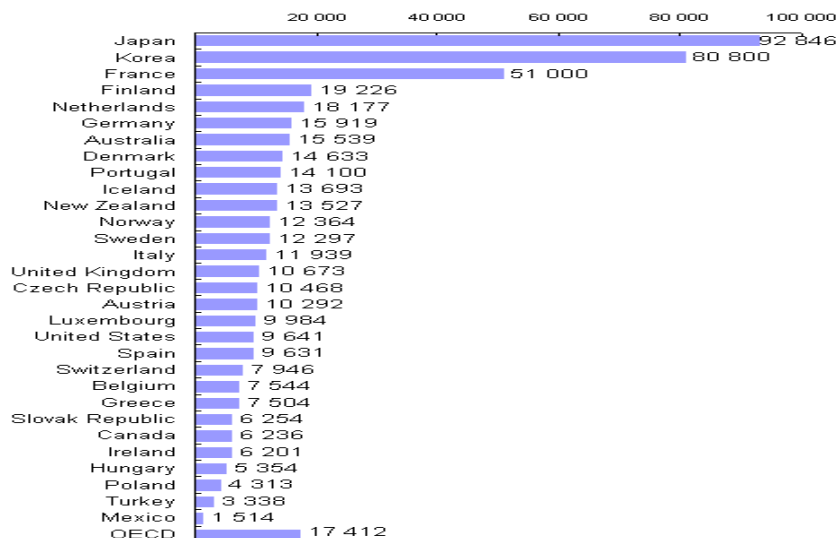
图 3 预计未来两年我国 IPTV 迎来快速发展期



资料来源：流媒体网，华泰联合证券研究所

然而我国尚以 ADSL 网络接入为主，互联网宽带下行速率大多不超过 4Mbit/s，以 512Kbit/s-2Mbit/s 为主，这不仅不能满足用户日益增长的流量和速率需求，并且亦远远落后于世界互联网发达国家。CNNIC 数据显示，2007 年主要国家的平均网络下行输率已经达到 17.4Mbit/s，日本已经超过 90Mbit/s。

图 4 OECD 主要国家互联网下行带宽 (Kbit/s)，国内以 512Kbit/s-2Mbit/s 为主



资料来源：CNNIC、华泰联合证券研究所

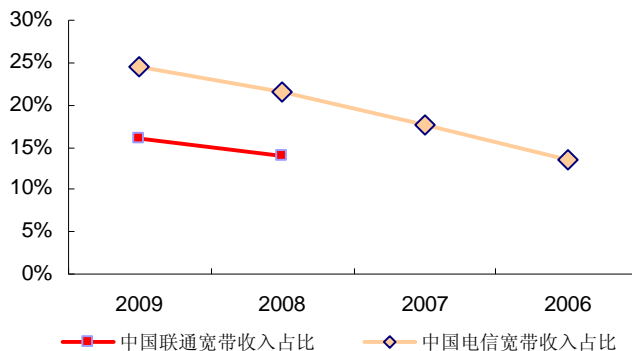
成本降低使运营商规模建设 FTTx 成为可能

随着技术的不断成熟，运营商对 FTTx 设备的规模集中采购，FTTx 的建设成本将持续大幅降低。目前 FTTH 每线成本最低可以降至 1000 元左右，而 FTTB+LAN 模式的每线成本可以控制在 500-600 元，已经降到和单独铺设 ADSL 相等的价格，FTTx 相对于 ADSL 的性价比优势突出。另外铜的价格持续维持高位，并且稀缺性会导致铜价长期向上，加之光纤光缆的低价格优势，这也是驱使运营商大规模推进“光进铜退”的诱因。

电信运营商近期 FTTx 建设计划

宽带接入已经成为电信运营商的战略性业务，也是收入增长最快的业务，在电信主营业务收入中所占的比例越来越高。为了继续保持宽带接入市场稳步增长，宽带提速仍是电信运营商今后几年的重要基础工作。

图 5 中国联通、中国电信宽带网络收入占比



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

表 1 电信运营商 FTTx 建设计划

运营商	计划
中国联通	宽带提速工程与 3G 并重的战略。 2009 年 6 月启动 FTTx 集中采购项目, 招标规模超过 1100 万线。截止 2009 年底, 2M 以上用户达到 83.2%; 计划 2010 年达到 4M, 2011 年达到 8M。 已有 400 万 FTTx 端口。
中国电信	计划加快“光进铜退”, 用 3 年~5 年时间实现城市地区铜缆长度控制在 500 米的目标; 城市商务楼宇光缆的通达率力争每年提高 10%, 2009 年年底, 东、中和西部省公司应分别达到 90%、80%和 70%以上。 2009 年 12 月启动 FTTx 首次集采招标, 2010 年第一季度建设量将达 300 万线; 第二次集采招标近期启动。力争 2010 年基站自有光缆接入率达到 95%。
中国移动	

资料来源: 公司公告、华泰联合证券研究所整理

传输网升级承接光器件的市场需求

上一轮互联网周期中, 国内基本完成了骨干网和城域网的光纤光缆改造。随着 FTTx 的普及和 3G 业务拓展带动数据需求迅速增加, 运营商必须对城域网和骨干网进行扩容升级改造。未来传输网的升级方向主要是大容量 40G 传输、基于全光网 IP 化趋势的 PTN 组网、以及智能化光网络。

目前, 中国电信已完成对 40G 长途传输和 IP 现网测试; 中移动已于 2009 年底开始实施大规模 PTN 网络招标部署。此外, 欧美、日本的大部分主流运营商均已开始规划和建设 40G 长途骨干网和城域骨干网, 其中 AT&T、NTT、TransTelecom、Telefonica、Verizon 等运营商已经建设了一定规模的 40G 网络。

工信部要求并支持运营商加快宽带建设, 将加速光器件市场成长

4 月 8 日, 工信部等七部委发布《关于推进光纤宽带网络建设的意见》, 强调电信运营商要加快宽带建设, 各部委亦会对宽带建设规划、土地使用、宽带应用、宽带产品研发生产等领域进行政策支持。

表 2 《关于推进光纤宽带网络建设的意见》主要内容

类别	详细内容
目标	以需求为导向, 亦光纤尽量靠近用户为原则, 加快光纤宽带接入网络部署 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
措施	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 优先采用光纤宽带方式加快农村信息基础设施建设, 推进光纤到村 同步提升骨干网传输和交换能力, 提高骨干网互联互通水平 2011 年, 光纤宽带端口超过 8000 万 城市用户接入平均达到 8Mbps, 农村用户接入达到 2Mbps, 商业楼宇用户基本
具体指标	实现 100Mbps 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 3 年内新增宽带用户超过 5000 万。

资料来源: 工信部、华泰联合证券研究所整理

运营商宽带建设对光器件需求规模的估算

基于工信部的投资指标，假设 2010-2012 年投资占比分别为 30%、40%、30%，则电信运营商每年宽带投资 450 亿、600 亿、450 亿。

根据经验假设，宽带投资中光纤光缆约占到 10%-15%，光传输设备占比约为 55%-60%，其他为施工、运营支撑约占 30%。而目前光器件约占到传输设备的 25% 左右。未来随着光器件向集成化和智能化发展，光器件占传输设备的比重还会进一步提高。

因此，我们可估算 2010 年-2012 年，宽带建设对光器件的需求规模可达到 60 亿、80 亿、60 亿左右。若考虑到 2012 年之后，互联网渗透率和 FTTx 覆盖率还会进一步提升，这部分产生的市场需求规模仍然庞大。

有线电视网络改造催生新的光器件市场需求

政府部门首次明确“三网融合”推进时间表

2010 年 1 月 13 日，国务院常务会议决定加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合。会议首次明确“三网融合”推进时间表：2010 年至 2012 年重点开展双向进入试点；2013 年至 2015 年，全面实现三网融合发展。

2010 年 5 月确定试点城市和试点方案，6 月有望正式推出。

表 3 国务院关于“三网融合”政策的变迁

时间	政策	部门	主要内容
2010.1.13	国务院常务会议决定加快推进电信网、广播电视网、互联网三网融合	国务院办公厅	首次明确“三网融合”推进时间表；同时提出“三网融合”阶段性计划 and 目标。
2009.5.19	关于 2009 年深化经济体制改革工作意见的通知	国务院办公厅	由工业和信息化部、广电总局、发展改革委、财政部负责落实国家相关规定，实现广电和电信企业双向进入，推动“三网融合”取得实质性进展。
2009.4.15	电子信息产业调整和振兴规划	国务院办公厅	落实数字电视产业政策，推进“三网融合”。
2008.1.1	关于鼓励数字电视产业发展若干政策的通知	国务院办公厅	以有线电视数字化为切入点，加快推广和普及数字电视广播，加强宽带通信网、数字电视网和下一代互联网等信息基础设施建设；推进“三网融合”，形成较为完整的数字电视产业链。
1999.9.17	关于加强广播电视有线网络建设管理意见的通知	国务院办公厅	继续遵守电信部门与广播电视部门分工的规定：电信部门不得从事广播电视业务，广播电视部门不得从事通信业务。

资料来源：广电总局、工信部、中央政府门户网站、华泰联合证券研究所

广电部门将会加快有线电视网络改造

广电部门一直积极推动有线电视网络改造，应对“三网融合”带来的竞争。

我们认为广电部门对有线电视网络双向改造会加速，其进展也将快于之前市场预期：第一、有广电部门只有完成有线电视网络的整合和改造的基础建设后，才可能在内容和增值服务等领域与电信运营商展开竞争。只有三年过渡时间，广电必须加快双向改造进度。第二、宽带用户的 ARPU 值、互动电视的 ARPU 值、IPTV 的 ARPU 值均是普通有线电视用户的 2 倍以上，而开展这些业务的前提就是对有线电视网络进行双向

改造。第三、以美国为例，有线电视宽带用户占总用户的比例约为 50%，广电部门开展宽带接入具有天然优势。

表 4 广电部门关于有线电视网络改造目标和要求

时间	政策	目的	主要目标
2009.7	关于加快广播电视有线网发展若干意见	加快省网整合和双向改造	2010 年底，全国大中城市城区有线网络双向覆盖率要达到 60%以上； 2011 年底，大中城市城区双向覆盖率要达到 95%以上，其它城市双向覆盖率达到 50%以上； 2012 年底，全国城市有线网络双向覆盖率要力争达到 80%以上
2008.12	国家高性能宽带信息网暨中国下一代广播电视网自主创新合作协议	开发建设 NGB 骨干网	有线无线相结合、支持“三网融合”业务的、全程全网的广播电视网 骨干网速率达到每秒 1000Gbit/s； 接入网用户端速率达到每秒 100Mbit/s

资料来源：广电总局、华泰联合证券研究所

有线电视网络双向改造对光器件的需求规模估算

截止 2009 年底，我国有线电视用户总计 1.73 亿，已完成双向改造约 3000 万户，占比约为 17%。基于上述广电部门的目标以及“三网融合”的加速作用，我们估测 2010 年-2012 年，有线电视双向改造将分别完成 2000 万户、4000 万户、3000 万户。

目前有线电视网络双向改造方式包括基于 HFC 的 Cable Modem、基于以太网的 EPON+EOC、以及 FTTx 等方式，平均每户改造成本大约 300 元左右。其中传输设备占比约为 50%，光器件占传输设备的比重约为 25%。

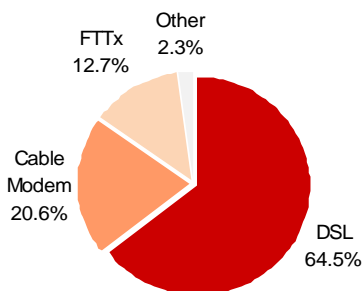
我们估算 2010-2012 年，有线电视改造对光器件的需求分别为 7.5 亿、15 亿和 11 亿左右。若考虑剩余农村城郊有线电视和新增有线电视用户改造，以及后续骨干网建设和城域网升级等，我们认为广电部门对光器件的需求会持续较长时间。

海外光通信市场复苏带动巨大的光器件需求

海外光纤宽带建设规模巨大且不断增长

全球宽带上网技术仍以 xDSL 为主，占用户数占比接近 65%；其次是 Cable Modem，占比 20.71%；FTTx 仅占 12.76%。随着宽带用户数的不断增加以及各类消耗流量应用的普及，未来全球 FTTx 需求规模庞大。

图 6 全球宽带上网 FTTx 比例很低，市场空间巨大

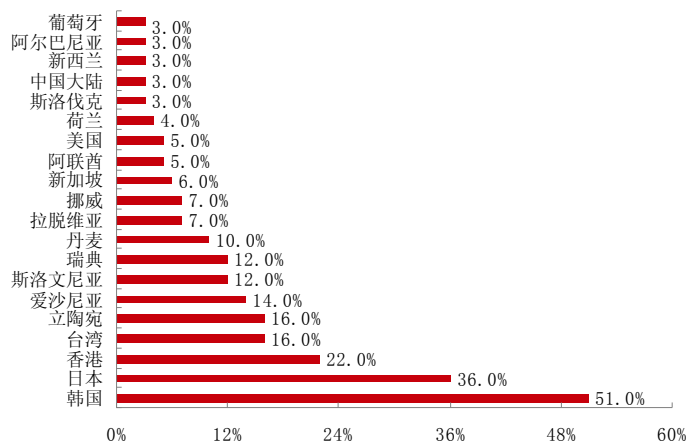


资料来源：Point Topic、华泰联合证券研究所

欧美发达国家光纤宽带建设将陆续启动

我们认为欧美发达国家宽带建设将于下半年陆续启动并将持续较长时间。欧美发达国家的光纤宽带普及率以及接入速度已落后于亚太地区。用户对流量和速率需求的快速提升，以及国家的竞争战略，使得欧美发达国家政府在光纤宽带建设方面面临较大压力。根据 Point Topic 和北美 FTTH 大会数据，亚洲地区 FTTx 用户数占全球用户数比例最高，约为 84.06%；北美次之，欧洲特别是英国、法国、德国 FTTx 用户占比不及 1%。

图 7 亚太地区光纤宽带普及率领先于欧美国家



资料来源：Strategy Analytics、华泰联合证券研究所

假设未来 3-5 年，全球 FTTx 比例由现在 12.7% 提高到 50%，宽带用户由现在 4.3 亿增长到 10 亿（网民将超过 25 亿），按照 FTTx 每线成本 600 元计算，未来的投资规模将达到 1275 亿人民币。按照传输设备占 FTTx 比重 50%、光器件占传输设备比重 25% 计算，光器件需求规模亦在 160 亿人民币。此外，剩余宽带用户光纤化改造、宽带渗透率提升带来的新增光纤宽带用户，以及传输网升级所产生的光器件需求亦会达到相当规模并维持更长时间。

表 5 发达国家“宽带投资”计划（截止 2009 年底）

国家	宽带投资计划
美国	2009.2，经济振兴计划中拟投资 72 亿美元用于宽带和无线互联网接入。 2010.3，FCC 制定《国家宽带计划》，计划 2020 年，至少 1 亿家庭实现接入速率达到 100Mbps。
葡萄牙 I	政府与网络运营商于 2009 年 1 月就开发下一代网络达成了协议，电信网络运营商将享有最高 8 亿欧元信用贷款用于投资新网络；欧盟可能提供的发展基金也将用于宽带部署。
英国	政府计划对下一代宽带网络项目提供资金资助，并在管制政策上给予更多激励。2012 年保证所有用户接入速率达到 2Mbps。
新西兰	政府将投资 15 亿新西兰元（约 8.4 亿美元）用于光纤高速宽带网推广计划。
澳大利亚	政府计划投资 430 亿澳元（约合 344 亿美元），在全国建设新的 FTTH 宽带网络。
新加坡	政府宣布“新一代全国宽带 FTTH 光纤网络”将于 2009 年 9 月开始铺设，这次 FTTH 光纤网络铺设计划将涉及 5.6 万个住宅单位和 1000 个非住宅单位。

资料来源：华泰联合证券研究所整理

表 6 欧美主要运营商 FTTx 建设规划

运营商	FTTx 建设规划
美国 Qwest	用户共计 1100 万，FTTN 已经覆盖 300 万用户。Qwest 表示其 FTTN 建设有望实现在美国中西部 14 个州的一半以上家庭覆盖。
美国 Verizon	计划到 2010 年发展 1800 万 FTTP 用户。
英国电信	预计到 2010 年 3 月份，英国电信 FTTx 用户数将达到 1 百万户；超高速光纤宽带长期计划的第一阶段目标是到 2012 年，将 FTTx 覆盖到英国 40% 的用户——大约 1000 万家庭用户。
法国电信	计划到 2012 年，实现 FTTH 覆盖 1000 万家庭，达到 400 万用户
荷兰 KPN	截止 2009 年 3 季度，KPN 拥有 46 万 FTTH 用户。计划在 2012 年年底前在荷兰实现 110 万到 130 万用户的 FTTH 网络覆盖。
瑞士电信	瑞士电信 2008 年 12 月宣布未来 6 年将在 FTTH（光纤到户）方面投资 28 亿瑞士法郎，在 2009 年度联通 10 万 FTTH 用户。
俄罗斯 Vimpelcom	计划 2011 年在 300 个城市部署光纤接入网 FTTx

资料来源：华泰联合证券研究所整理

公司将获益于光器件市场的持续成长

技术优势和客户优势奠定公司市场地位

公司是国内光器件行业的龙头，具有很强的技术优势。公司背靠大股东邮电科研院所，通过在光器件领域多年的积累，已拥有丰富的产业链资源和研发项目资源：拥有以光纤放大器与子系统、微光学无源器件、纤维光学器件、平面集成光波导器件为核心的基工艺和产品技术平台，是国内唯一一家有能力对光纤放大器和子系统、光无源器件和平面集成光波导器件进行全方位研究开发的高技术企业，可以实现由部件、基础器件到模块、子系统的多层次研究开发。

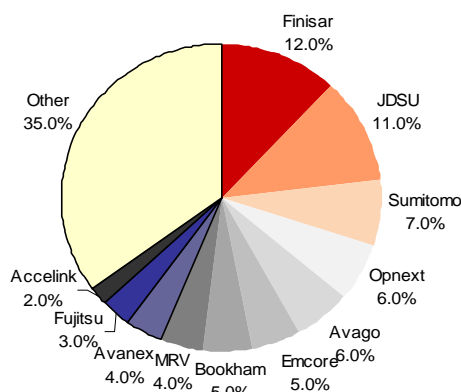
表 7 公司市场地位居前,技术优势突出

产品	市场排名（以 2008 年销售额计）
波分复用器	国内第一，占全球市场份额的 10%
光纤放大器	国内第一，占全球市场份额的 8%
技术类别	数量(截止 2008.12.31)
国内发明专利	已授权 45 项,已申请未授权 34 项
国内使用新型	已授权 42 项,已申请未授权 8 项
国际专利	已获美国授权 4 项,已申请未授权 2 项
核心专有技术	20 项

资料来源：讯石、公司公告、华泰联合证券研究所

在国内 100 多家从事光器件研究、生产的机构中，公司亦是少数几家具有自主研发能力、全球市场排名靠前的厂商。

图 8 2008 年光迅科技即 Accelink 市场份额居全球 11 位



资料来源：讯石、华泰联合证券研究所

公司与国内三大传输设备厂商华为、中兴、烽火的供应关系稳定，未来将借助中兴、华为、烽火在全球光通信设备市场份额的提升而扩大市场份额。此外，公司产品已获得阿尔卡特-朗讯、诺基亚-西门子、爱立信、Sanmina-SCI、Opvista、日立等国际厂商的认证。这些客户的需求亦是公司潜在的市场。

表 8 公司主要客户销售收入占比

客户名称	2009 年销售收入占比	2008 年销售收入占比	2007 年销售收入占比
烽火通信	15.90%	15.96%	14.93%
华为	8.77%	11.53%	9.35%
中兴	11.34%	11.73%	15.96%
Sanmina-SCI	16.30%	13.86%	14.76%

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

募投项目解决公司产能瓶颈并提升公司市场份额

募投项目达产将会解决产能瓶颈。公司目前主要产品光纤放大器和波分复用器产能已达到饱和。去年底和今年初，国内光器件行业整体出现产能饱和，使得外包产能亦出现不足。公司通过调整产品结构，放弃部分毛利率相对较低的产品，因此 2009 年营业收入增速略低于市场预期，而毛利率则高出预期，由 2009 年前三季度的 29.99% 提高到 31.57%。

公司计划募投项目于 2011 年底竣工达产。而我们认为快速成长的市场需求会加速公司募投项目进展，有望于 2011 年中陆续达产。

表 9 公司募投项目产能扩张情况

	产品名称	2008 年产量	新增产能	达产后总产能
子系统	光纤放大器（台）	21534	20000	41534
	智能子系统（台）	21794	19200	40994
	ROADM 功能模块（台）	16	600	616
无源器件	波分复用器（通道）	270347	120000	390347
	微光学无源器件（只）	271678	124000	395678
	光集成器件（PLC）通道	382428	450000	832428

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

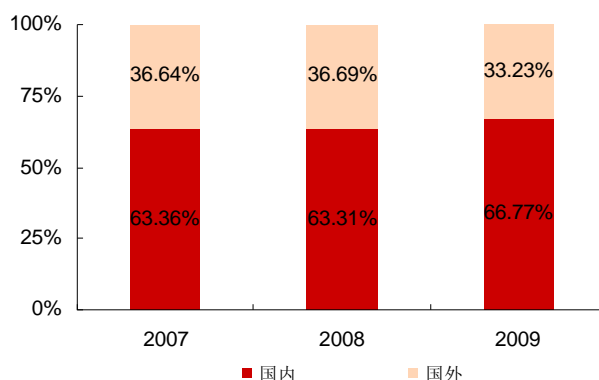
公司受益于光器件生产基地向中国大陆转移并向优势企业集中

光器件市场已是国际化市场，并且正呈现出生产基地向国内转移、市场份额向优势企业集中的趋势。如 JDSU、Bookham 在深圳设独资企业，Oplink 和 AFOP 分别在珠海和东莞设有独资企业，而根据讯石数据，2008 年国内生产的光器件已占全球 25% 的市场份额，而国内本土企业的销售额约占全球 15% 的市场份额。再如 2006 年 DSU 收购 Test-Um、Metconnex，Bookham 收购 Avalon Photonics，EMCORE 收购 K2 Optronics，OCP 收购 GigaComm 等；近期又有行业排行第七的 Bookham 和排行第九的 Avenex 合并为 Oclaro，光迅科技的市场份额也提升到全球第十。

这种产业变迁和竞争结构改变的驱动力在于：第一，能够把握国内庞大的市场需求。第二、能够充分利用国内完善的产业链以及大量的低成本人才储备。第三、可通过规模效应降低各厂商的研发成本和生产成本。第四、降低竞争程度有利于维持获利水平。

公司将会从这种趋势中获益。第一、公司具备较强的海外市场开拓能力。公司来自海外市场的业务收入占比超过 30%，同时已在美国设立子公司并计划在欧洲设立办事处，欲进一步加大海外市场拓展。第二、国内光器件市场需求的成长会快于海外市场，公司能够发挥本土优势，把握国内市场机遇迅速形成规模优势。第三、成功登陆资本市场，使公司资金充裕，能够加大研发投入力度，不断缩小与国外龙头的技术差距。公司已计划增加 2010 年研发费用支出。第四、市场地位、技术水平和资金实力，使得公司有机会通过并购等方式实现外延式扩张，做大规模并提升市场地位。

图 9 公司海外收入比重较高



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

盈利预测

主要假设

营业收入增长假设

讯石数据显示，近几年全球光器件市场稳定增长，2008 年全球光器件销售额达到 48 亿美元。我国光器件行业亦发展迅速，产值占全球比重不断提升。2008 年中国境内生产的光器件占全球的 25%。

庞大的存量市场，以及国内电信运营商和有线电视改造在未来 3 年产生的巨大的增量需求，使我们有理由相信国内光器件行业未来 3 年甚至更长时间都将处于良好的成长期。

基于此，我们预测公司 2010-2012 年营业收入增速分别为 15%、30%、30%。

毛利率假设

光器件行业处于景气周期，使得其毛利率有望保持稳定。受募投项目固定资产折旧影响，我们认为 2010 年和 2011 年毛利率可能略有下降。2012 年，产量扩张将摊薄折旧，会使毛利率回升。我们预计 2010 年-2012 年毛利率分别为 31%、31%、32%。

盈利预测

我们预计公司 2010-2012 年可实现营业收入 8.4 亿、10.5 亿和 14.2 亿元，归属母公司股东净利润分别为 1.26 亿、1.54 亿和 2.15 亿元，EPS 分别为 0.79 元、0.96 元和 1.34 元。

估值分析

相对估值

公司当前股价为 38.33 元，对应 2010-2012 年 PE 分别为 48.5X、39.8X 和 28.6X，估值水平处于通信设备中端，处于光通信板块顶端。

公司 PEG 亦处于较高水平。我们预测公司未来 5 年净利润复合增长率为 28.79%，其 $PEG=48.5/28.79=1.68$ 。

表 10 通信设备公司估值对比

代码	简称	最新价格	每股收益（元）		市盈率 PE	
			09E	10E	09E	10E
600198	大唐电信	20.14	0.14	0.30	139.75	67.59
002316	键桥通讯	33.36	0.37	0.50	90.64	66.38
600345	长江通信	16.50	0.21	0.20	80.47	82.09
300050	世纪鼎利	134.22	1.99	2.79	67.62	48.12
002313	日海通讯	46.35	0.69	1.02	67.00	45.53
002089	新海宜	23.16	0.36	0.65	64.71	35.78
600498	烽火通信	34.09	0.64	0.84	53.48	40.58
002115	三维通信	28.52	0.59	0.82	48.33	34.63
600105	永鼎股份	15.89	0.43	0.66	36.95	24.02
600487	亨通光电	37.30	1.03	1.33	36.08	27.98
000063	中兴通讯	41.38	1.30	1.75	31.91	23.70
002194	武汉凡谷	20.83	0.69	0.79	30.12	26.39
600522	中天科技	26.33	1.01	1.22	26.15	21.61
中指					53.48	40.58
均值（wind 行业分类）					40.55	32.25

资料来源：wind、华泰联合证券研究所；股价为 2010.4.21 收盘价

估值结果分析

我们看好行业的前景和公司的成长空间，但是认为公司的估值水平处于通信设备行业中端，处于光通信板块顶端，短期内估值充分，不具有吸引力。

我们认为公司的投资时机应该在股权激励实施后，以及电信运营商和有线电视改造加速启动的阶段。因此，首次给予“中性”评级。

风险提示

电信运营商宽带建设慢于工信部《意见》要求。

有线电视运营商受制于资金不足,使得双向改造慢于预期。

公司募投项目新增产能消化慢于市场预期。

体制问题导致公司对骨干激励不到位、对市场变化应对不及时。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1199	1208	1242	1613	营业收入	730	840	1050	1418
现金	630	610	493	613	营业成本	500	580	725	964
应收账款	139	157	192	254	营业税金及附加	3	3	3	5
其他应收款	4	3	4	6	营业费用	28	32	40	54
预付账款	32	27	36	50	管理费用	74	90	111	148
存货	247	250	320	431	财务费用	1	-8	-6	-2
其他流动资产	147	161	197	260	资产减值损失	7	0	1	1
非流动资产	101	160	352	306	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	61	128	323	281	营业利润	117	143	176	248
无形资产	25	24	23	22	营业外收入	4	4	4	4
其他非流动资产	15	8	6	4	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1299	1368	1594	1919	利润总额	121	147	180	252
流动负债	320	269	339	450	所得税	17	21	26	37
短期借款	47	0	0	0	净利润	104	126	154	215
应付账款	141	125	162	222	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	132	145	178	228	归属母公司净利润	104	126	154	215
非流动负债	33	26	27	28	EBITDA	133	151	209	301
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.65	0.79	0.96	1.34
其他非流动负债	33	26	27	28	主要财务比率				
负债合计	353	295	366	478	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	160	160	160	160	营业收入	11.7%	15.0%	25.0%	35.0%
资本公积	572	572	572	572	营业利润	44.3%	22.0%	22.9%	40.8%
留存收益	214	341	495	710	归属于母公司净利润	37.1%	21.4%	21.8%	39.3%
归属母公司股东权益	947	1073	1227	1442	获利能力				
负债和股东权益	1299	1368	1594	1919	毛利率 (%)	31.6%	31.0%	31.0%	32.0%
现金流量表					净利率 (%)	14.3%	15.1%	14.7%	15.1%
单位: 百万元					ROE (%)	11.0%	11.8%	12.6%	14.9%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	28.2%	25.0%	19.8%	25.2%
经营活动现金流	66	98	108	128	偿债能力				
净利润	104	126	154	215	资产负债率 (%)	27.1%	21.6%	23.0%	24.9%
折旧摊销	15	16	38	56	净负债比率 (%)	13.29%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	1	-8	-6	-2	流动比率	3.75	4.49	3.66	3.59
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.98	3.56	2.72	2.63
营运资金变动	-62	-41	-80	-142	营运能力				
其他经营现金流	8	4	1	1	总资产周转率	0.79	0.63	0.71	0.81
投资活动现金流	-38	-79	-230	-10	应收账款周转率	6	6	6	6
资本支出	38	79	230	10	应付账款周转率	4.93	4.37	5.06	5.03
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.65	0.79	0.96	1.34
筹资活动现金流	549	-39	6	2	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.41	0.61	0.67	0.80
短期借款	-24	-47	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	5.92	6.71	7.67	9.01
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	40	0	0	0	P/E	58.86	48.49	39.81	28.57
资本公积增加	572	0	0	0	P/B	6.48	5.71	5.00	4.25
其他筹资现金流	-40	8	6	2	EV/EBITDA	42	37	27	18
现金净增加额	574	-20	-117	120					

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com