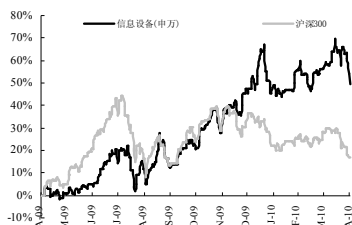



TMT – 信息技术
Technology, Media, Telecom
2010 年 5 月 9 日
市场数据

当前价格 36.08 元
 总市值 57.43 亿
 总股本 1.6 亿
 流通股本 4000 万
 大股东 武汉邮电科学研究院
 网址 www.accelink.com


邱虹天
+86 755 83025661
qiuht@jyzq.cn
执业证书编号
邱虹天: S0530209090077
光讯科技 (002281)
--光无源器件行业龙头
投资建议: 短期中性 长期增持

单位: 百万	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	487.69	653.84	730.48	903.74	1118.23
增长率		34.1%	11.7%	23.7%	23.7%
净利润	68.00	76.01	104.19	139.12	167.22
增长率		11.8%	37.1%	33.5%	20.2%
每股收益(元)	0.57	0.63	0.78	0.87	1.05

- 我们认为随着人们对宽带消费需求的增加,电信网、广电网以及公司网的扩建对于传输设备的需求也会增加,从而带动光器件行业的发展。光讯科技的研发实力能够保证公司的产品线不断丰富,同时公司的光器件产品能不断向子系统升级,从而最终提升公司的市场占有率和盈利能力。
- 全球光网络市场的增长点主要在非洲、印度、俄罗斯等新兴市场地区,2010 年国内的电信运营商相比 2009 年对光网络的支出会略有下降。根据中国移动和中国联通 2010 年的投资计划,资本支出大约减少 18% 左右,对光传输网络的投资下降幅度为 13% 左右。
- 公司目前正积极提高公司的研发效率,会考虑多种手段包括通过并购的方式来掌握上游关键元器件的研发技术,比如光纤放大器中的 pump laser 及风扇等关键元器件生产制造技术。
- 公司产能的扩大,企业的技术开发的升级以及股权激励的完成,这些都会带来公司业绩的爆发,我们认为最重要的还是公司治理结构的完善,这可以使得管理层更有动力提升公司的价值。
- 公司 09 年的每股收益为 0.78 元,我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年的全面摊薄 EPS 分别为 0.87 元、1.05 元和 1.29 元,未来公司的成长性值得期待,参考 A 股可比公司当前的估值水平,给予公司 10 年 40 倍 PE,公司合理估值为 34.8 元。我们给予短期中性、长期增持的投资评级。
- 风险: 国内电信设备开拓海外市场的风险,国内光通讯设备行业的波动以及公司进行上下游整合带来的管理风险。

公司介绍

武汉光迅科技股份有限公司是中国最大光通信器件供货商，是目前中国唯一一家有能力对光电子器件进行系统性、战略性研究开发的高科技企业，是中国光电子器件行业最具影响的实体之一。公司的下游是电信设备商和电信运营商，光迅科技主要为下游客户提供光传输设备中的关键原器件和子系统产品。

■ 公司的主要产品

公司的产品主要可以分为子系统、光无源器件和其他，其中子系统包括光纤放大器、光线路保护子系统等，光无源器件包括波分复用器、连接器等。

图表 1 光纤放大器



资料来源：公司网站

图表 2 波分复用器



资料来源：公司网站

根据 ICCSZ 公司的统计，以 2008 年销售额计，公司为国内第一、全球第十一位的光电子器件制造商，其中光纤放大器销售额居国内第一位，波分复用器销售额居国内第一位。

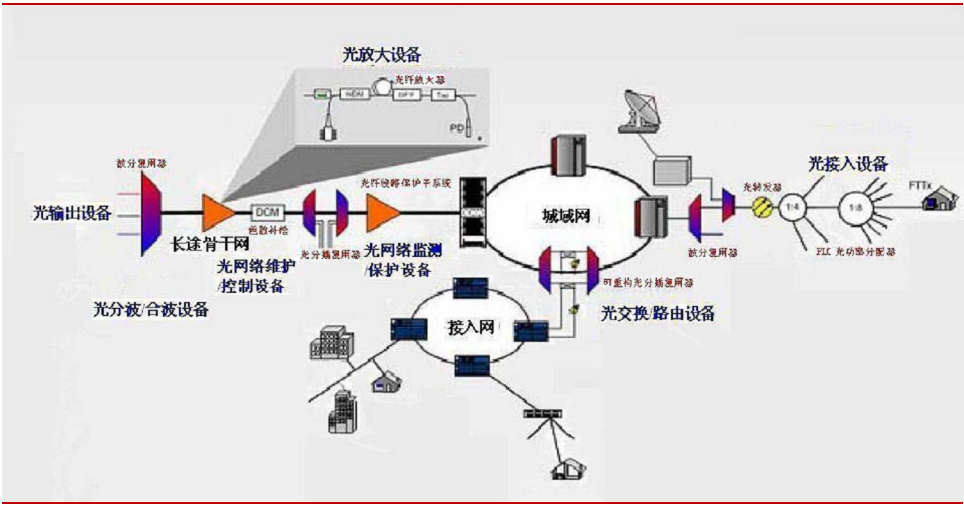
公司目前正在积极研发子系统里面的核心零部件，比如光纤放大器里面的 pump laser 和风扇器件，无源器件大量使用的 PLC 芯片等。公司正努力通过多种途径来提高公司的研发效率，其中包括考虑通过

并购的方式来掌握上游关键元器件的生产技术。

■ 公司为设备商提供元器件

公司的产品主要应用在光传输网络中，如图表 3 所示，光波分复用器、光放大器、光网络保护子系统等设备均是现代光传输网络不可或缺的器件。

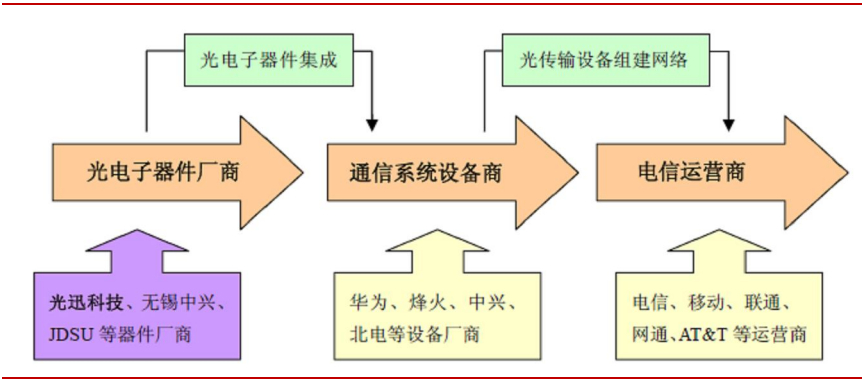
图表 3 公司产品在网络中的应用情况



资料来源：招股说明书

公司的客户主要是下游的电信设备商，通过为设备制造商提供元器件以及子系统，公司的产品销售到运营商。

图表 4 公司在通信产业链中的定位



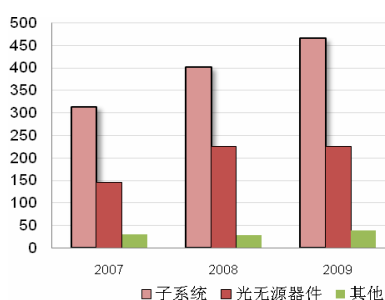
资料来源：招股说明书 金元证券

公司在世界范围内与全球各通信系统设备商均建立了良好的合作关系，目前，公司产品已通过了阿尔卡特-朗讯、爱立信、诺基亚-西门子、北电、Opvista 等二十多家企业的产品认证，公司的客户既包括了国内华为技术、烽火通信、中兴通讯三大主要通信系统设备商，也包括了阿尔卡特-朗讯、诺基亚-西门子、爱立信、北电、Sanmina-SCI、Opvista、ADVA、日立、Tellabs、Ciena 等国际厂商。公司产品的技术水平、质量均获得了客户的认同，客户订单逐年增加。2009 年，光迅科技继 2006 年和 2007 年之后，再次获“中兴通讯股份有限公司年度全球最佳战略合作伙伴奖”。

■ 公司业绩持续增长

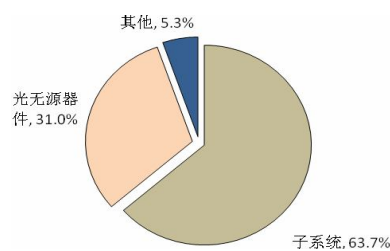
公司近年来各类产品收入均保持持续增长态势，子系统是公司最大的收入来源，也是毛利率最高的产品。

图表 5 近三年公司产品结构



数据来源：公司报告 金元证券

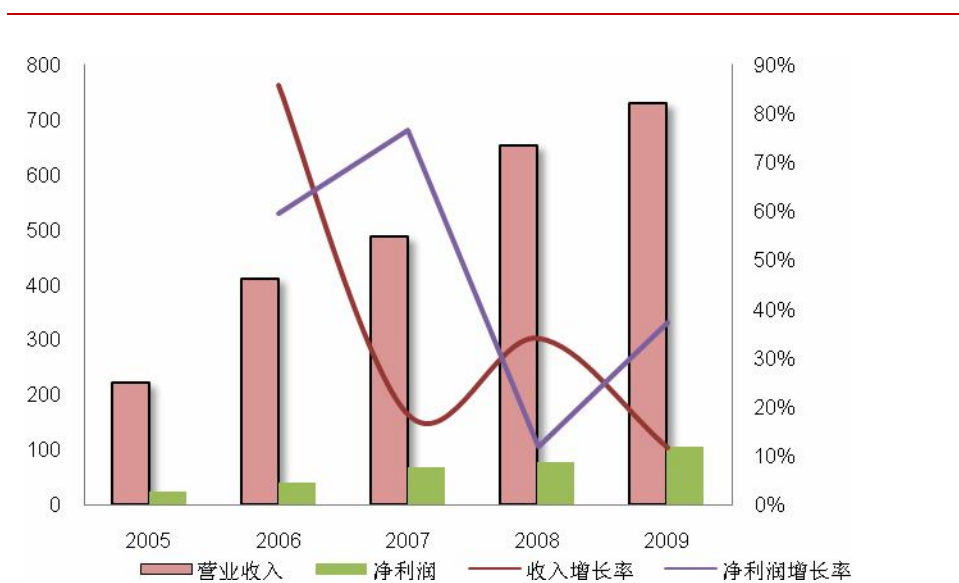
图表 6 2009 年公司收入比例



数据来源：公司报告 金元证券

近三年公司产品的结构维持比较稳定的比例。以 2009 年产品结构为例，如图表 6 所示，子系统占公司总收入的 63.7%，无源器件占到了 31%，其他产品占 5.3%。公司最大的客户是同属于武汉邮科院下面的烽火通信，但是对烽火通信的销售 2009 年仅占公司销售收入的 15.9%，显示出公司在光器件市场上的竞争力很强，没有单一依靠单一客户的风险。

图表 7 公司近年来财务表现



数据来源：公司报告 金元证券

公司近年来的收入和净利润都非常稳定地增长，在风险程度很大的光器件行业中难能可贵，这当然与后面的大股东-武汉邮科院的大力支持是分不开的。武汉邮科院强大的研发实力的支持、资金支持和政策支持，使得光讯科技能够没有太多的盈利压力，从而很稳健地走到国内光器件的龙头第一的位置。当然这种体制对未来公司的进一步发展也有一定的制约影响。怎么样改善公司的治理结构，考验着公司大股东乃至国资委的智慧。

公司的募投项目是光纤放大器和光无源器件的扩产。目前来看，产能瓶颈将会在 2010 年得到初步缓解并在 2011 年得到较彻底解决。因此，在行业需求维持在高位的前提下，结合公司在行业的市场地位，我们看好公司在近几年的业绩表现。

光网络市场稳步增长

光网络的需求主要来自于三个方面：1、电信运营商在骨干城域网

正常升级的需要催生光通信设备需求，比如对于 Dark Fiber 的重新利用，速率由 10G 的 DWDM 升级到 40G 的 DWDM（中国电信已经在做这方面的测试）；2、来自于需求端的压力。互联网海量带宽需求迫使运营商拓展带宽，推动接入网的光纤化改造，FTTx 进程带动电信运营商在光通信设备上的巨大开支；3.三网融合迫使广电行业进行巨额网络改造及建设投资。以上三个方面的因素使得未来光通信设备市场还是会维持一个持续繁荣的状态。

■ 宽带的需求在上升

由于 IPTV、TriplePlay 和视频需求等宽带 IP 业务的迅速发展，对光传送网络带宽的需求变得越来越大。以有线宽带业务为例，目前，有线宽带业务的带宽需求如图表 8 所示：

图表 8 宽带业务的带宽需求

业务	下行带宽	上行带宽
高清晰度电视	6-20Mbit/s	0.5-1Mbit/s
标准清晰电视	1.5-3Mbit/s	0.5-1Mbit/s
视频点播	1.5-3Mbit/s	0.5-1Mbit/s
IPTV	2-8Mbit/s	0.5-1Mbit/s
可视电话	1-8Mbit/s	1-8Mbit/s
视频会议	1-8Mbit/s	1-8Mbit/s
宽带上网	0.5-2Mbit/s	0.5-1Mbit/s
在线游戏	256kbit/s	256kbit/s

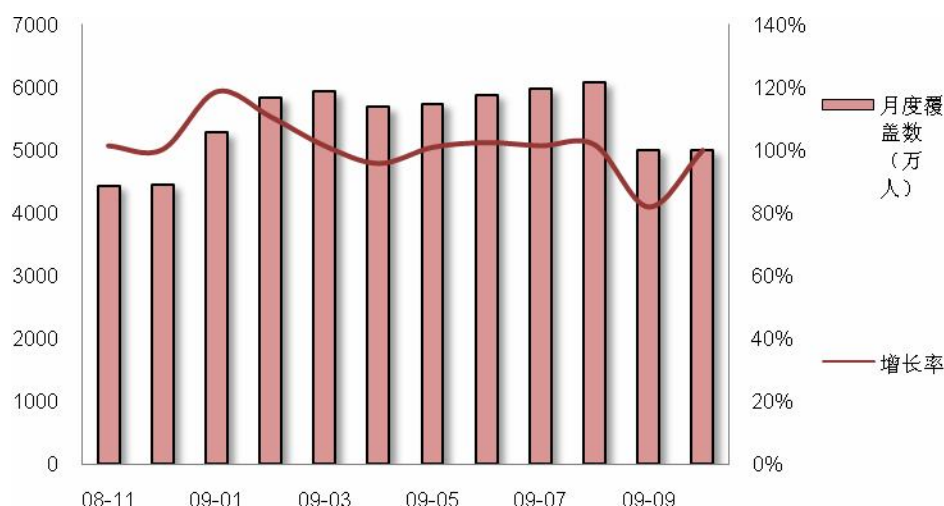
数据来源：金元证券整理

目前，宽带进一步发展还存在着瓶颈，512Kbit/s 的 ADSL 所谓的“宽带”还是主流的接入技术，而用户的良好体验还需要“业务、网络、终端”三个方向共同推进。在业务方面，日益成熟的互联网应用和以 iPhone(手机上网)、Android 为代表具有良好用户体验的智能手机，还有数据卡终端的出货量也飞速增长，单单华为一家设备商的数据卡由 2005 年不足 500 万的出货量将增长到 2010 年的 8000 万。各种终端的宽带介入已经促使业务和应用呈现爆炸式增长的势头。根据电信专家预测，在网络方面，未来 10 年整个网络的流量将增加 75 倍，其中移动宽带的流量增长将超过 2000 倍，这对承载各种互联网流量的光网络将是

一个巨大的挑战。

根据艾瑞 iUserTracker 的监测数据，截止到 2009 年 10 月中国网络视频月度覆盖数超过 2.3 亿人，用户覆盖率达到 83.3%，即每 5 个网民中就有近 4 个是网络视频用户。

图表 9 中国 P2P 资源网站月度覆盖数



数据来源：艾瑞 金元证券

中国网络电视台(CNTV)与央视网将于今年 6 月 30 日正式合二为一，而接下来 CNTV 还酝酿改版成纯视频网站。广电系统全面介入视频网站领域，内容极大地丰富，观众对于视频内容的需求会进一步调动起来。

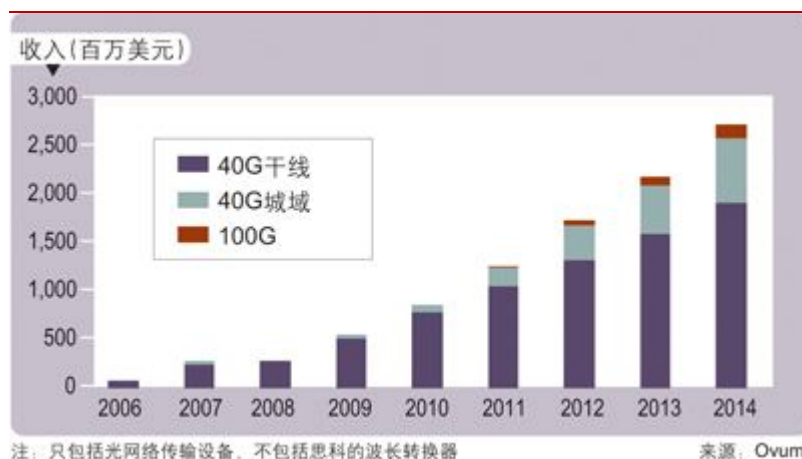
■ 全球光网络的需求在上升

根据 Dell' Oro 最新数据，2009 年第三季度全球光网络市场营收低于 30 亿美元，比第二季下降 4 个百分点。

分地区来看，北美地区需求保持稳定，并连续两个季度保持增长。而亚太区仍然是全球光网络设备最大的市场，占 40% 左右的市场份额。

预计光网络市场今后每年将平稳增长。城域 WDM, MSSP, 40Gbps 传输等城域设备的需求增长将是 2010 光网络增长的主导力量。尽管 DWDM 长距离市场需求在 2010 仍然疲软，但是 DWDM 40Gbps 传输的需求正逐步增长。

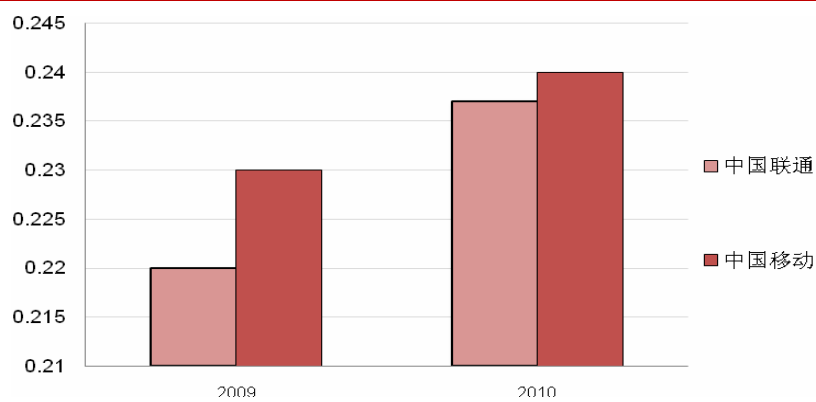
图表 10 40/100G 全球预测



数据来源: Ovum 金元证券

全球光网络市场的增长点主要在非洲、印度、俄罗斯等新兴市场地区, 2010 年中国电信对光网络的支出会略有下降。2009 年为中国的 3G 元年, 总体上三大运营商均加大了投资力度, 在资本支出方面, 中国联通为 1124 亿元, 中国移动为 1294 亿元, 中国电信为 380 亿元 (比上年减少 104 亿元)。2010 年, 这种高投资将不复存在, 根据各大运营商 (中国电信除外) 的预测, 2010 年的资本支出, 中国联通将减少为 735 亿元, 中国移动减少为 1230 亿元。传输网络的投资预计也将下滑, 但是其下降的比例比总体投资比例会小很多, 因而运营商对传输网络的投资占总体投资的比例会上升, 如图 7 所示, 中国联通和中国移动对传输网络的投资比例均从 2009 年的 22% 和 23% 上升到 2010 年的 23.7% 和 24%。

图表 11 两大运营商对光传输的投资占总投资比重



数据来源: 公司公告 金元证券

■ 国内政策支持光网络发展

工业和信息化部 2010 年 4 月 8 日发文--《关于推进光纤宽带网络建设的意见》指出,电信企业要按照国家有关规定和技术规范开展光纤宽带网络建设,积极采取多种模式,以需求为导向,以光纤尽量靠近用户为原则,加快光纤宽带接入网络部署。加快光纤宽带网络建设,提升信息基础设施能力。到 2011 年,光纤宽带端口超过 8000 万,城市用户接入能力平均达到 8 兆比特每秒以上,农村用户接入能力平均达到 2 兆比特每秒以上,商业楼宇用户基本实现 100 兆比特每秒以上的接入能力。3 年内光纤宽带网络建设投资超过 1500 亿元,新增宽带用户超过 5000 万。这里的投资计划与运营商未来三年的投资计划基本上是吻合的。

根据中国移动和中国联通 2010 年的投资计划,整体的投资数额是下降的,但是光传输网络的投资稳中有升,所占投资比重也是上升。国内通信设备投资仍旧保持稳定,移动网络建设及光通信设备投资占运营商资本开支较大比重,光通信设备销售数量保持增长。

根据中国电信的计划,中国电信将逐步实行光纤到户,实现百兆接入到家庭,千兆接入到政企,通过实现网络的宽带化、IP 化、智能化、融合化等举措推进传统电信网络向新一代宽带综合网络转型。以广东电信为例,从 2005 年开始,广东电信开始实施“光进铜退”战略,积极将光纤向用户端推进;从 2008 年开始,广东电信进行光纤到小区、光纤到楼的建设,新建小区和住宅楼宇全部实现光纤通达,具备提供高达 20M 的接入带宽能力;旧有小区和住宅楼宇的光纤通达率也逐步提高;从 2009 年开始,广东公司开始规模建设 FTTH, FTTH 区域内具备为家庭客户提供高达 100M、企业客户高达 1G 的接入带宽能力。

股权激励方案正在制定

光讯科技与烽火通信同为武汉邮科院下面的子公司,烽火通信已经在 2009 年 4 月份通过了股权激励的方案,其股权激励方案是授予激励对象的股票期权为 236 万份,对应的标的股票数量为 236 万股,占当前公司总股本 41,000 万股的 0.576%,行权价格是 17.76 元。不可否

认的是，烽火通信现在的股权激励方案的力度不大，还有进一步上升的空间。

光讯科技目前正在制定股权激励方案，据介绍公司应该也会参照烽火通信之前的股权激励方案。公司目前的总股本是 16,000 万股，如果按照与烽火通信一样的比例的话，其股票期权数量应该是 92 万份。我们认为这是最低限度的标准，未来实施的方案很可能要高于这个标准。我们认为对于国有体制下的公司，治理结构的完善是最重要的，因为这可以使得管理层更有动力来提升公司的价值。

盈利预测与估值

盈利假设：

- 1、社会对传输的带宽需求不断增加，光通讯产业保持较快地发展；
- 2、公司披露的募投项目要到 2011 年才能完全达产，目前公司正处在引进设备和建设新厂房的阶段，因此我们假设公司产能能够平稳地释放；
- 3、随着内部研发或者外购技术，公司的子系统能够不断升级，从而带动公司整体的盈利能力；

图表 12 收入预测

单位：百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
子系统	313.06	400.54	464.99	571.94	703.48	865.28
		27.9%	16.1%	23%	23%	23%
光无源器件	144.98	225.89	226.45	283.06	353.83	442.29
		55.8%	0.2%	25%	25%	25%
其他	29.47	27.38	38.99	48.74	60.92	76.15
		-7.1%	42.4%	25%	25%	25%
总收入	487.51	653.81	730.43	903.74	1118.23	1383.72
		34.1%	11.7%	23.7%	23.7%	23.7%

数据来源：金元证券

图表 13 盈利预测表

单位: 百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	487.69	653.84	730.48	903.74	1118.23	1383.72
营业成本	349.53	473.32	499.81	619.29	761.42	940.10
营业税金及附加	1.51	2.12	3.01	3.30	3.70	4.00
销售费用	21.97	25.60	27.94	40.67	46.97	55.35
管理费用	53.39	62.37	74.32	94.89	117.41	145.29
财务费用	-1.63	2.65	0.73	-10.50	-6.00	-2.00
资产减值损失	-0.20	6.50	7.40			
投资净收益	-0.05					
营业利润	63.07	81.29	117.28	156.09	194.73	240.98
加: 营业外收入	2.86	4.36	3.60	2.00	2.00	2.00
减: 营业外支出	0.26	0.07	0.01			
利润总额	65.68	85.58	120.87	158.09	196.73	242.98
减: 所得税	-2.32	9.56	16.68	18.97	29.51	36.45
净利润	68.00	76.01	104.19	139.12	167.22	206.53
每股收益(元)	0.57	0.63	0.78	0.87	1.05	1.29

数据来源: 金元证券

公司 2009 年的每股收益为 0.78 元, 我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年的全面摊薄 EPS 分别为 0.87 元、1.05 元和 1.29 元, 未来公司的成长性值得期待, 参考 A 股可比公司当前的估值水平, 给予公司 10 年 40 倍 PE, 公司合理估值为 34.8 元。我们给予短期中性、长期增持的投资评级。

风险

国内电信设备开拓海外市场的风险, 国内光通讯设备行业的波动以及公司进行上下游整合带来的管理风险。

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.