



实精特民  
用深色族

分析师: 隋阳 王晓艳  
执业证书编号: S0050109051588  
Tel: 010-59355981  
Email: suiy@chinans.com.cn  
地址: 北京市金融大街 5 号新  
盛大厦 7 层(100140)



### 信息设备

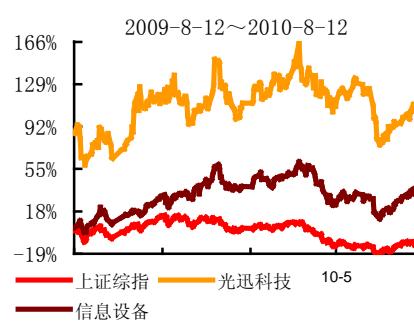
### 投资评级

本次评级:	谨慎推荐
跟踪评级:	调高
目标价格:	

### 市场数据

市价(元)	33.45
上市的流通 A 股(亿股)	0.40
总股本(亿股)	1.60
52 周股价最高最低(元)	24.8-42.65
上证指数/深证成指	2607.50/10806.62
2009 年股息率	0.00%

### 52 周相对市场表现



### 相关研究

《产能调整提升业绩》 2010-03-24

# 光迅科技 (002281.SZ)

## 静待产能释放

### 投资要点

- 公司上半年实现营业总收入 4.57 亿元, 较去年同期增长 19.60%。营业利润 5742 万元, 与去年同期基本持平。归属于上市公司股东的净利润 5357 万元, 同比增长 4.24%。上半年每股收益为 0.33 元。
- 公司收入增长主要受益于国内光网络市场的景气拉动, 国内业务收入同比增长 24.26%, 而海外业务收入(占比 28%)增速仅为 9.13%, 从目前及下半年订单情况来看, 海外市场有回暖迹象, 预计下半年海外业务增速有望回升, 成为下半年业绩提升的推动力。
- 利润增速低于收入增速主要由综合毛利率下降导致。公司上半年毛利率 25.46%, 较去年 28.71% 下降 3.25% 个百分点。毛利率下降主要系产品结构变化导致: 毛利率较高的子系统类产品收入同比微增 3.11%, 而光无源器件类产品增长 45.84%。低毛利产品占比提升拉低总体毛利率。
- 公司将长期受益于国内光网络市场高度景气周期, 但从今年上半年来看中低端产品发力受益相对明显。

- 1) 子系统类产品: 子系统是公司主导产品, 主要包括光纤放大器、光转发器及光纤线路保护子系统等。上半年子系统收入同比仅微增 3.11%, 主要受订单增长不足影响。光纤放大器主要应用于骨干网等光传输系统中, 用来实现光纤通信的长距离传输。而骨干网络扩容需求的增长相对有限, 影响了子系统的业绩提升。
- 2) 光无源器件类产品: 主要包括波分复用器、光连接器及光集成器件等。受益于光网络向接入网的延伸, 光无源器件类产品收入大幅

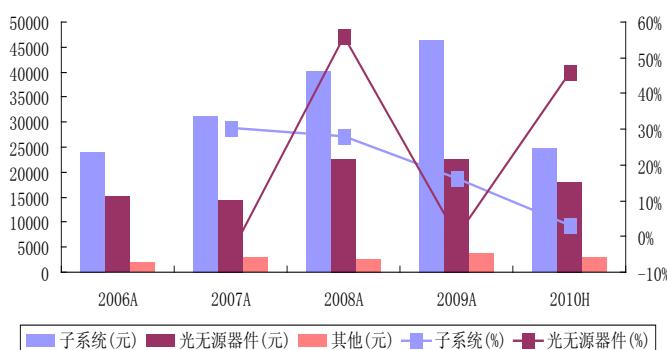
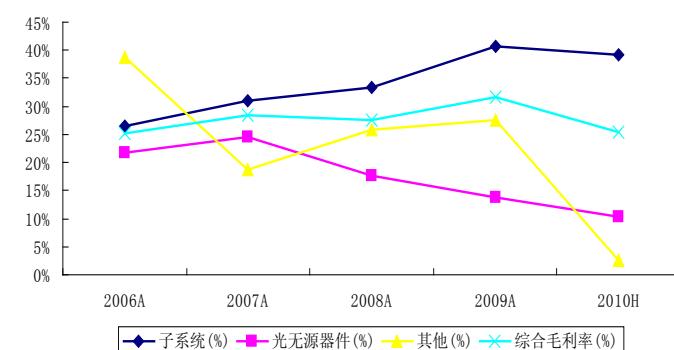
### 公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	730.48	936.42	1288.37	1637.45
增长率(%)	11.72	28.2%	37.6%	27.1%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	104.19	129.68	186.82	214.45
增长率(%)	37.07	24.5%	44.1%	14.8%
毛利率(%)	31.58	29.6%	30.6%	29.2%
净资产收益率(%)	11.01	12.2%	15.2%	15.1%
EPS(元)	0.78	0.81	1.17	1.34
P/E(倍)	51.37	40.34	28.01	24.40
P/B(倍)	5.90	3.69	3.19	2.76

来源: 公司年报、民族证券

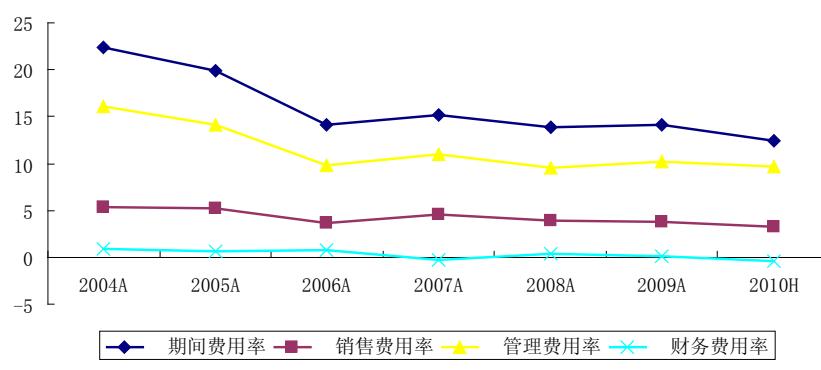
增长 45.84%，但毛利率继续延续了以往的下滑态势，从去年同期的 13.1% 继续降至 10.3%。下滑主要受两方面因素影响，一方面上半年增长主要来自于毛利较低的中低端类产品，另一方面由于产能限制，公司采取外包方式扩张产能从而拉低了利润率水平。

- 专网市场发展初露端倪。公司上半年在安全监控领域以及电力系统招标当中均有所斩获。长期来看电力、铁路、石油等领域都将建设独立于电信的光网络，其市场空间与发展潜力巨大。未来专网的发展将对传统电信市场带来有益补充。
- 目前公司产能瓶颈问题成为业绩提升的最大阻碍。募投项目目前进展顺利，预计将于明年初顺利投产，并有望于明年下半年达产。届时产能将大幅提升，子系统类等部分产品产能将实现翻倍，产能释放有助于公司抓住光网络市场爆发的历史机遇，大幅提升业绩。
- 我们预计公司 2010 年-2012 年每股收益 0.81 元，1.17 元和 1.34，对应市盈率分别为 40.34 倍、28.01 倍和 24.40 倍。我们给予公司“谨慎推荐”投资评级。

**图 1：公司分产品收入与同比增速**

**图 2：公司分产品毛利率与综合毛利率**


资料来源：公司公告，民族证券

资料来源：公司公告，民族证券

**图 3：公司期间费用率**


数据来源：公司公告，民族证券

**表 1：募投项目产能**

子系统类	2008 年产量	新增产能	项目实施后总产能
光纤放大器（台）	21,534	20,000	41,534
智能子系统（台）	21,794	19,200	40,994
ROADM 功能模块（台）	16	600	616
合计	43,344	39,800	83,144

光无源器件类	2008 年产量	新增产能	项目实施后总产能
--------	----------	------	----------

波分复用器（通道）	270,347	120,000	390,347
微光学无源器件（只）	271,678	124,000	395,678
光集成器件（PLC）（通道）	382,428	450,000	832,428
合计	924,453	694,000	1,618,453

资料来源：招股说明书 民族证券

**表 2：公司盈利预测假设**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>收入</b>						
子系统	31306	40054	46499	53474	74864	93580
光无源器件	14498	22589	22645	35100	47385	61601
其他	2947	2738	3899	5068	6588	8565
合计	48750	65382	73043	93642	128837	163745
<b>毛利率</b>						
子系统	31%	33%	41%	41%	39%	37%
光无源器件	25%	18%	14%	13%	18%	18%
其他	19%	26%	27%	25%	25%	25%
综合毛利率	28%	28%	32%	30%	31%	29%
<b>增长率</b>						
子系统(元)	30%	28%	16%	15%	40%	25%
光无源器件(元)	-5%	56%	0%	55%	35%	30%
其他(元)	52%	-7%	42%	30%	30%	30%
收入	18%	34%	12%	28%	38%	27%
成本	14%	35%	6%	32%	36%	30%
毛利	32%	31%	28%	20%	42%	22%

资料来源：民族证券

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：万元	2008	2009A	2010E	2011E
<b>流动资产</b>	45824	119867	136197	160879
现金	5562	62983	75532	(21031)
应收账款	21441	28604	29431	60712
其它应收款	187	385	330	454
预付账款	1486	3212	2701	8899
存货	17168	24684	28203	111845
其他	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	9012	10061	14314	14484
长期投资	0	0	0	0
固定资产	8832	9708	13861	13861
其他	180	353	453	623
<b>资产总计</b>	54836	129928	150511	175364
<b>流动负债</b>	26751	31969	39065	46406
短期借款	7036	4685	4685	4685
应付账款	14157	23962	25247	34281
其他	5558	3322	9132	7439
<b>非流动负债</b>	2056	3294	5111	5809
长期借款	0	0	2307	2307
其他	2056	3294	2804	3503
<b>负债合计</b>	28807	35264	44176	52215
少数股东权益	0	0	0	0
股本	12000	12000	12000	12000
归属母公司股东权益	26030	94664	106335	123149
<b>负债和股东权益</b>	54836	129928	150511	175364

**利润表**

单位：万元	2008	2009A	2010E	2011E
<b>营业收入</b>	65384	73048	93642	128837
营业成本	45700	48865	65888	89464
营业费用	2560	2794	3652	5025
管理费用	6237	7432	9571	13168
财务费用	265	73	93	281
资产减值损失	650	740	614	844
<b>营业利润</b>	8558	12087	13967	20119
营业外收支	429	360	431	518
<b>利润总额</b>	8558	12087	13967	20119
所得税	956	1668	998	1438
<b>净利润</b>	7601	10419	12968	18682
EBITDA	10887	13957	14532	21181
EPS(元)	0.63	0.65	0.81	1.17

**主要财务比率**

	2008	2009A	2010E	2011E
<b>成长能力</b>				
营业收入	34.1%	11.7%	28.2%	37.6%
营业利润	30.3%	41.2%	15.5%	44.1%
归属母公司净利润	11.8%	37.1%	24.5%	44.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	30.1%	33.1%	29.6%	30.6%
净利率	11.6%	14.3%	13.8%	14.5%
ROE	29.2%	11.0%	12.2%	15.2%
ROIC	27.7%	11.8%	11.3%	14.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	52.5%	27.1%	29.4%	29.8%
流动比率	1.71	3.75	3.49	3.47
速动比率	1.07	2.98	2.76	1.06
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.19	0.56	0.62	0.73
应收账款周转率	3.05	2.55	3.18	2.12
应付账款周转率	3.23	2.04	2.61	2.61
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.63	0.87	1.08	1.56
每股经营现金	-0.01	0.22	1.18	-7.49
每股净资产	2.17	7.89	8.86	10.26
<b>估值比率</b>				
P/E	51.6	37.7	30.3	21.0
P/B	15.1	4.1	3.7	3.2
EV/EBITDA				

**现金流量表**

单位：万元	2008	2009A	2010E	2011E
<b>经营活动现金流</b>	(119)	2683	14177	(89863)
净利润	7601	10419	12968	18682
折旧摊销	1844	1417	904	1298
财务费用	265	73	93	281
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(10531)	(9793)	(302)	(110798)
<b>投资活动现金流</b>	(2297)	(2293)	(5488)	(1816)
资本支出	(2297)	(2293)	(5057)	(1298)
长期投资	0	0	0	0
其他	0	0	(431)	(518)
<b>筹资活动现金流</b>	(497)	57031	3860	(4884)
短期借款	7036	4685	4685	4685
长期借款	0	0	2307	2307
其他	(7532)	52346	(3132)	(11876)
<b>现金净增加额</b>	(2913)	57421	12548	(96563)

资料来源：公司报表、民族证券

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn