

**2010年8月12日**

胡嘉铭

James@e-capital.com.cn

目标价(元)

35.00

**公司基本信息**

产业别	通讯设备		
A股价 (10/08/11)	33.45		
深证成份指数 (10/08/11)	10806.63		
股价 12个月高/低	42.62/25.41		
总发行股数 (百万)	160.00		
A股数 (百万)	40.00		
A市值 (亿元)	13.38		
主要股东	武汉邮电科学研究院 (46.25%)		
每股净值 (元)	6.00		
股价/账面净值	5.575		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	14.12	-5.67	12.29

**近期评等**

出刊日期	前日收盘	评等
2010-9-23	26.60	中性

**产品组合**

子系统	54.2%
无源器件	39.3%
其它	6.3%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	17.23%
保险	7.51%
券商	4.88%
社保	3.85%

**股价相对大盘走势**

**年度截止 12月31日**

		2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	68	76	104	121	143
同比增减	%	76.49%	11.78%	37.07%	16.56%	17.35%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.567	0.633	0.651	0.759	0.891
同比增减	%	76.49%	11.78%	2.81%	16.56%	17.35%
A股市盈率(P/E)	X	59.03	52.81	51.37	44.07	37.55
股利 (DPS)	RMB 元	0	0	0.2	0.2	0.3
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.00%	0.60%	0.60%	0.90%

**光讯科技(002281.SZ)**
**Neutral 中性**
**国内市场增长较快，毛利率呈下降趋势**
**结论与建议：**

公司是国内领先的光无源器件厂商，受益于光通信产业的持续增长，以及募投项目产能的逐步释放，未来营收规模有望保持稳定增长。

由于下游系统厂商议价能力强，未来毛利率将呈下降趋势。预计公司2010、2011年实现净利1.21亿元和1.43亿远，YOY+16.56%和17.35%，每股EPS分别为0.76元和0.89元，2010年的P/E为44倍，估值偏高，给予中性投资建议。

- **中报净利润增长 4.24%：**2010上半年公司实现营收4.57亿元，YOY+19.6%，实现净利润5357万元，YOY+4.24%，2Q营收和净利润同比增长15.32%和2.75%，增幅较1Q略有回落，业绩表现符合预期。
- **营收增长主要来自国内：**公司营收增长主要来自国内市场，上半年国内收入3.28亿元，YOY+24.26%，营收占比达到71.8%。海外市场复苏迹象尚不明显，收入增幅仅为9.13%。公司在巩固国内市场重点客户的同时，公司也积极争取在海外市场获得更多的份额，目标是收入占比超过50%，但需要时间去落实。
- **高毛利率的子系统产品增长较慢：**分产品看，毛利率较高的子系统产品营收2.48亿元，YOY+3.11%，毛利率较低的光无源器件和其它产品增长较快，YOY+45.84%和58.65%。
- **综合毛利率下降 3.24 个百分点：**毛利率较低的光无源器件和其它产品营收占比提高，加之导致上半年公司综合毛利率下降3.24个百分点至25.48%。由于下游系统厂商议价能力强，公司产品价格面临较大压力，预计未来毛利率仍有下降空间。上半年期间费用支出增幅略低于营收增幅，期间费用率同比降低0.34个百分点。
- **新增产能逐步释放：**目前公司订单饱满，全年营收增幅在2成左右，募投新增产能项目2011年6月投产，预计当年可新增营收规模2亿元左右。公司的发展方向是从元器件向集成化、模块化产品发展，更多低承接系统厂商的外包业务，同时也计划向芯片等上游关键零组件发展。
- **盈利预测：**我们预计公司2010、2011年实现净利1.21亿元和1.43亿远，YOY+16.56%和17.35%，每股EPS分别为0.76元和0.89元，2010年的P/E为44倍，估值偏高，给予中性投资建议。

.....接续下页.....

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 StrongBuy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

#### 附一: 合并损益表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
营业额	488	654	730	891	1081
经营成本	350	473	500	635	781
销售费用	22	26	28	31	34
管理费用	53	62	74	80	94
财务费用	-2	3	1	1	2
营业利润	0	0	0	0	0
营业外收入	63	81	117	135	158
税前利润	66	86	121	141	165
所得税	-2	10	17	19	23
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	68	76	104	121	143

#### 附二: 合并资产负债表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	85	56	630	495	375
应收账款	86	110	139	222	289
存货	134	172	247	370	481
流动资产合计	339	458	1199	1438	1595
固定资产	59	61	61	106	181
非流动资产合计	86	90	101	156	231
资产总计	425	548	1299	1543	1776
流动负债合计	198	268	320	480	623
非流动负债合计	13	21	33	31	30
负债合计	211	288	353	511	653
股本	120	120	160	160	160
股东权益合计	214	260	947	1033	1123
负债及股东权益合计	425	548	1299	1543	1776

#### 附三: 合并现金流量表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
经营活动产生的现金流量净额	64	50	66	65	80
投资活动产生的现金流量净额	-45	-24	-38	-150	-150
筹资活动产生的现金流量净额	-17	-53	549	-50	-50
现金及现金等价物净增加额	2	-29	574	-135	-120

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券@持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。