



光迅科技(002281)

报告日期: 2010年11月24日

——产能扩张, 收入增长前景可期

基础数据

总股本(百万股)	160.00
流通A股(百万股)	82.00
B股(百万股)	0.00
H股(百万股)	0.00
流通A股市值(亿元)	73.60

公司评级

所属行业	通信设备
公司股价	46.00元
投资评级	增持

公司市场表现



相关报告

IT 通信行业研究员: 费瑶瑶
 执业证书编号: S0990209080062
 Email: feiyy@vsun.com
 联系电话: 0755-83007155

报告概要:

- ◇ 光迅科技前身是邮电部固定器件研究所, 目前最大股东是武汉邮科院, 持股比例为46.25%。武汉邮科院为国资委直属机构, 公司的最终控制人为国资委。光迅科技主要从事于光通信领域内光电子器件的研究, 产品主要包括子系统、光无源器件等, 销售规模位居全国第一、国际第十一。
- ◇ 三季报好于市场预期。2010年1-9月公司实现营业收入6.99亿元, 较去年同期增长20.27%, 实现归属上市公司股东的净利润1.05亿元, 较去年同期增加24.03%; 三季度单季度实现营业收入2.42亿元, 同比增长21.54%, 实现归属于上市公司股东的净利润0.51亿元, 同比增长54.72%, 其中营业外收入高达0.19亿元。
- ◇ 光电子器件的集成化和智能化使得光电子器件占设备比例逐步提高。光通信器件处于产业链的上游, 主要面临的客户是下游华为、中兴以及华为等电信及数据通信网络系统供应商, 需求主要来自于电信及数据通信网络管理商组网投资, 光通信器件商也将分享光通信需求的快速增长。在整个光通信网络建设中光电子器件占光传输设备总成本已从早期的15%左右提升至目前的25%以上, 未来随着光电子器件集成化和智能化的进一步提高, 光电子器件占光传输设备成本的比例将达到30%以上。
- ◇ 受益于国内设备商全球市场份额提升, 公司营收稳步提升。公司的客户主要为华为、中兴以及烽火等设备商, 占据了公司40%左右的营业收入, 与此同时公司也在积极的开拓北美、欧洲等海外市场, 公司产品已经逐步被阿尔卡特-朗讯、爱立信、诺西等认可, 2010年上半年海外营业收入的占比28.19%。随着国内设备商在海外市场的开拓, 尤其是新兴市场(印度事件的消除)等市场份额的优势, 公司将间接受益于新兴市场通信网络的建设, 公司营业收入将稳步提升。
- ◇ 市场规模位居全国首位, 技术领先。光电子器件行业产品种类繁多, 仅大的产品类型就有几十种, 光迅科技产品覆盖面较广, 包括光纤放大器、光连接器以及波分复用器等, 公司背靠武汉邮科院拥有较强的研发实力, 成功研发了FTTx高功率光纤放大器、手持式PON光功率器、集成了光纤线路保护器(OLP)和光缆检测系统的光缆综合维护平台等光网络运维优化产品, 竞争能力较强。
- ◇ 产能有望扩展, 收入增长前景可期待。公司于2009年8月登陆A股市场, 募投资金主要用于扩大光纤放大器和波分复用器的产能以及开拓ROADM模块与PLC等光电子器件的新技术、新业务方向。进入2010年运营商在整体投资放缓的基础上加大了在有线网络的建设, 公司产能瓶颈日益凸显。伴随着下一代互联网、智能光网络以及FTTX的加速布局, 以及政策引导的三网融合、智能电网以及物联网等, 光通信器件的需求迅速放大, 公司产能通过募投资金有望在2011年扩张, 从而分享光通信网络的长景气周期。
- ◇ 光迅科技是国内领先的光器件厂商, 预计2010年年底募集的产能有望释放, 我们预测2010年至2012年EPS分别为0.81元、0.95元、1.26元, 分别对应56、48、36倍PE, 较目前通信行业有较大的溢价, 考虑光通信对于光器件的旺盛需求, 首次给予“推荐”评级。
- ◇ 风险提示。产能扩展不及预期, 运营商延迟对于光通信投入等风险。

1、公司简介

光迅科技前身是邮电部固定器件研究所，目前最大股东是武汉邮科院，持股比例为46.25%。武汉邮科院为国资委直属机构，公司的最终控制人为国资委。光迅科技主要从事于光通信领域内光电子器件的研究，产品主要包括子系统、光无源器件等，销售规模位居全国第一、国际第十一；其中子系统产品主要有光纤放大器、光转发器、光纤保护子系统，无源器件类主要有波分复用器、光连接器、光结合器等；光纤放大器和波分复用器是公司最主要的产品，光纤放大器对光信号直接放大广泛的应用于光通信网络，以增光信号功率，可用于主干网、城域网以及接入网；波分复用器可合并以不同波长传输的光信号，完成波长的复用和解复用，可以在单根光纤中传输几十甚至上百个波长，以充分利用光纤的有效带宽。

2、行业趋势：光通信的长景气周期

光通信网络应用光纤电缆传输以光信号形式呈现的信息，光信号透过光纤系统及各个子系统在该等网络内传输。光信号经该等网络内各元器件之间而分束、清理、放大、隔离、路由或增强。市场格局也主要有网络运营商、网络系统供应商、光纤光缆供应商以及光学元器件、模块及子系统制造商。光通信器件处于产业链的上游，主要面临的客户是下游华为、中兴以及华为等电信及数据通信网络系统供应商，需求主要来自于电信及数据通信网络管理商组网投资，光通信器件商也将分享光通信需求的快速增长。

光电子器件的集成化和智能化使得光电子器件占设备比例逐步提高。随着集成制造技术水平的提高，光传输设备中单个电子元器件的成本占比下降，光电子器件占光传输设备总成本的比例越来越大，早期光电子器件占光传输设备的成本比例在15%左右，目前已占光传输设备的25%以上，未来随着光电子器件集成化和智能化的进一步提高，光电子器件占光传输设备成本的比例将达到30%以上。

受益于国内主流设备商的全球范围扩张，三分天下。通信光电子器件处于光通信产业的上游，是光传输设备的基础与核心，光电子器件的先进性、可靠性和经济性会直接影响到系统设备乃至整个网络系统的技术水平和市场竞争力。截止2009年底，我国通信光器件占全球市场份额约为五分之一，正成为全球光器件产业中最为活跃的市场。与此同时，国内系统设备商竞争力以及市场份额大幅提升，有助于带动整个光通信产业链的发展。其中，华为在3G、LTE方面构筑了世界第一的竞争力，2009年华为助力全球领先运营商TeliaSonera在挪威成功发布世界上第一个LTE商用网络；光传输、接入网也步入世界第一；截至2009年底，全球50强运营商有45家成为华为的客户，而2008年为36家，市场份额保持显著增长，华为现已成为全球无线接入市场第二大供应商。

图1：光通信产业链



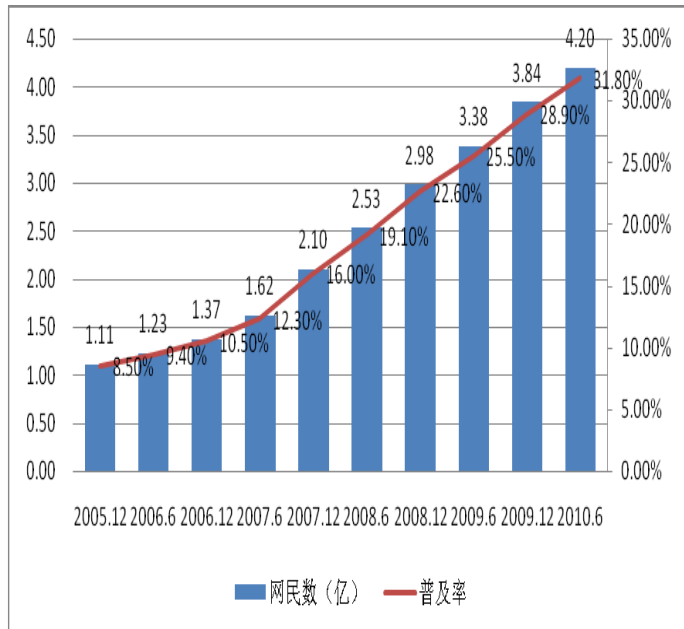
数据来源：英大证券研究所

国内带宽瓶颈加速宽带普及力度。宽带互联网目前主要面临以下挑战：一是互联网普及率的逐步提升，从ADSL到FTTx；二是消费者对高宽带业务应用程序、在线游戏、网络视频等的需求也显著提升；三是新技术、新业务种类的出现，宽带升级已刻不容缓，三网融合、云计算以及物联网将使得宽带面临海量的信息、资讯，带宽目前容量难以为继。

截至2010年6月，总体网民规模达到4.2亿，突破了4亿关口，较2009年底增加3600万人。互联网普及率攀升至31.8%，较2009年底提高2.9个百分点，并预计未来5年使中国互联网普及

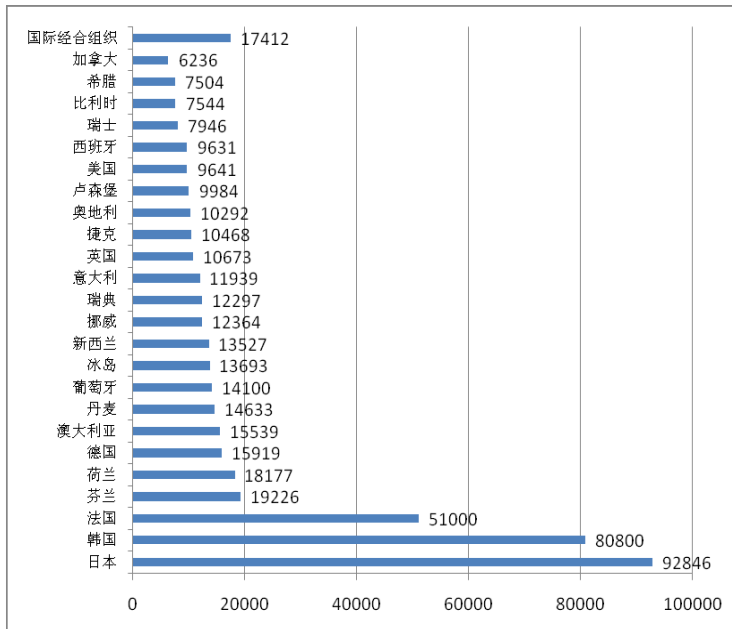
率提高至45%。在互联网普及率逐年提升的同时，我国的网速却远落后于国际平均水平，随着互联网用户的增长带宽瓶颈日益凸显。根据国际经合组织统计，主要国家的平均网络下行输率已经达到17.4MB，日本已经超过90MB，而中国以ADSL网络接入为主，大多数下行输率还不到4MB。

图2：截止2010年上半年，我国网民数以及普及率



数据来源：CNNIC,英大证券研究所

图3：国际经合组织主要国家互联网下行宽带 (Kbit/s)



数据来源：CNNIC,英大证券研究所

带宽压力，政策导向运营商加大了宽带布局。7月1日备受关注的三网融合首批试点城市出炉，网络宽带升级已迫在眉睫，电信业的布局和业务已经尝试多年，宽带建设已是阔步前行。实际上在试点方案出台前，工信部等七部委联合下发的105号文已提出，到2011年我国光纤宽带城市用户接入能力平均达到8Mb/s，农村用户接入能力平均达到2 Mb/s以上，商业楼宇用户基本实现100 Mb/s，将大力提升目前宽带接入水平；实际上去年年底以及今年年初，各运营商已经积极布局FTTx，解决制约宽带接入水平的“最后一公里”瓶颈，中国电信更是提出2010年底，全国70%以上城镇用户实现12 Mb/s宽带。中国电信9月份更是表示，下半年公司将新增50亿元资本开支，此外，2011年也将增加资本开支100亿元，这新增的150亿元开支将全部用于宽带业务，还表示将大力发展FTTx网络。

其他行业的需求也不容小觑。电力行业基于智能电网的光纤入户已经逐步试点，广电系统基于三网融合（双向）数字化改造等。

光纤入户是智能电网的内在要求，致力解决智能电网“最后一公里”的瓶颈，基于光纤复合低压电缆(OPLC)的FTTH方案逐步获得了国家电网的认可，并于6月在沈阳启动了电力光纤到户试点工程，并预计在国家电网14个网省公司20个是城市逐步试点，共覆盖约4.7万用户，市场需求空间广阔。

三网融合背景下，相对于电信运营商市场化竞争机制以及发达的网络建设，广电运营商必须加快数字化改造，目前有线用户双向化改造不足20%。广电总局为应对三网融合并加快有线网络向下一代广播电视网（NGB）演进，已经完成数字化整体转换的有线网络要加快网络双向化改造，尚未完成整体转换的有线网络，网络建设和改造要直接向双向化过渡。2010年底，全国大中城市城区有线网络的平均双向用户覆盖率要达到60%以上；2011年底，大中城市城区平均双向用户覆盖率要达到95%以上，其他城市平均双向用户覆盖率达到50%以上；2012年底，全国城市有线网络平均双向用户覆盖率要力争达到80%以上。

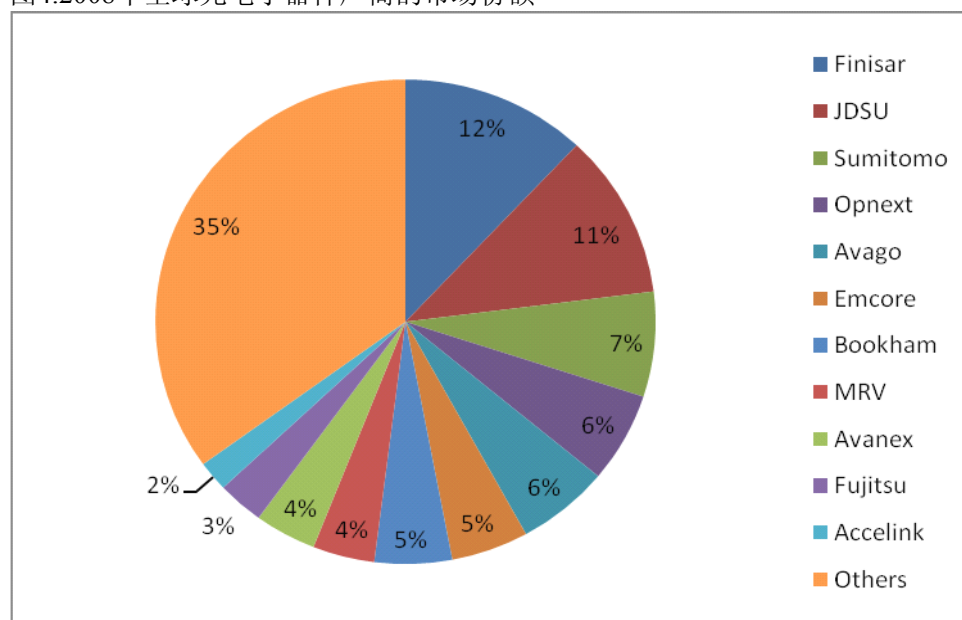
高速传输、智能网络挑战光器件商。随着高速带宽及总传输能力的持续增长，如10G转为更高的传输速率如40G及100G，据Ovum预测随着DWDM的部署从远程网络主干网转移至城域

网，快速发展产品市场的收益预期将由2009年的2.352亿美元增长至2014年10亿美元以上；对光网络智能型及灵活性的更高要求，ROADM及其相关元器件及模块的需求大增，据Ovum预测在城域网网络运营商对遥控、软件驱动、控制网络的需求下，对ROADM的需求预期将由2009年1.717亿美元增长值2014年的3.9亿美元以上。

3、公司优势：产能扩展，收入增长前景可期待

市场规模位居全国首位，技术领先。光器件行业整体看起来属于完全竞争状态，但已经具备了一定市场集中度，08年前5大光电子器件的市场占有率达到42%左右，其中最大的光电子器件厂商Finisar占12%左右，光迅科技作为国内最大的光器件商市场份额位居全球第八。光电子器件行业产品种类繁多，仅大的产品类型就有几十种，光讯科技产品覆盖面较广，包括光纤放大器、光连接器以及波分复用器等，公司背靠武汉邮科院拥有较强的研发实力，成功研发了FTTx高功率光纤放大器、手持式PON光功率器、集成了光纤线路保护器（OLP）和光缆检测系统的光缆综合维护平台等光网络运维优化产品，以及面向专网的超长距解决方案，集成了功放、线放、前向纠错（FEC）、拉曼放大器、色散补偿器等关键技术、产品。

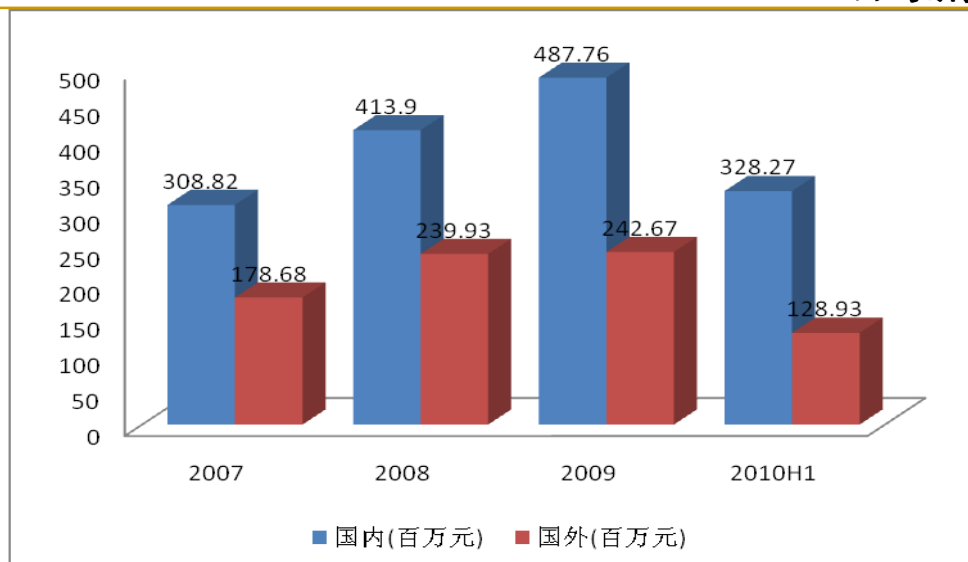
图4:2008年全球光电子器件厂商的市场份额



数据来源：招股说明书，英大证券研究所（图中Accelink为本公司，占全球份额2%以上）

受益于国内设备商全球市场份额提升，公司营收稳步提升。公司的客户主要为华为、中兴以及烽火等设备商，占据了公司40%左右的营业收入，与此公司也在积极的开拓北美、欧洲等海外市场，公司产品已经逐步被阿尔卡特-朗讯、爱立信、诺西等认可，2010年上半年海外营业收入的占比28.19%。随着国内设备商在海外市场的开拓，尤其是新兴市场（印度事件的消除）等市场份额的优势，公司将间接受益于新兴市场通信网络的建设，公司营业收入将稳步提升。

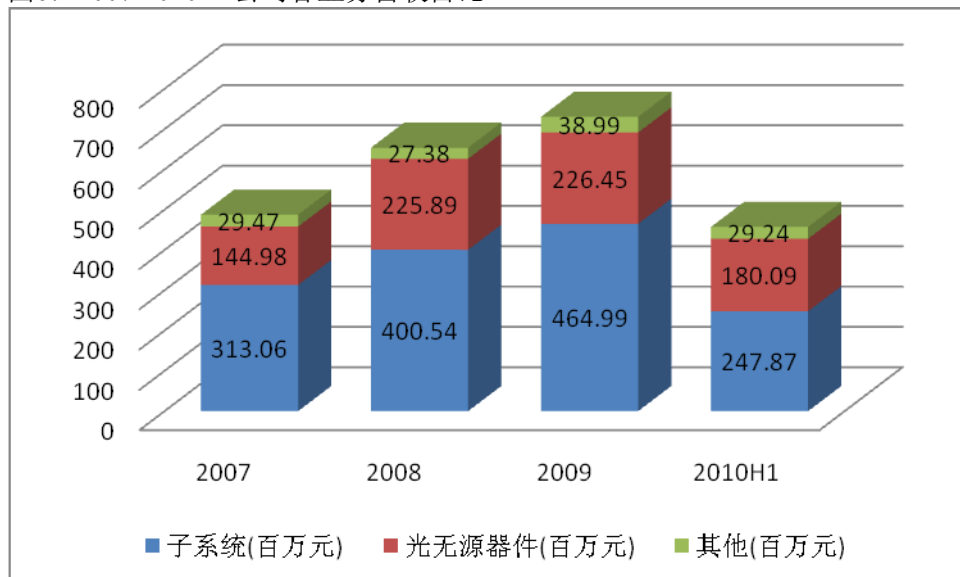
图5：2007-2010H1公司海外销售收入占比



数据来源：Wind，英大证券研究所

公司目前产品主要分为子系统和光无源器件，根据半年报披露子系统实现营收247.87百万元，同比增长3.11%，占比较年初下滑至54.20%；光无源器件实现营收180.09百万元，同比增长45.84%，占比提升至39.38%。根据Ovum-RHK公司预测，包括光纤放大器、ROADM 模块在内的子系统产品市场2006年至2010年的年复合增长率高达20%左右，其中ROADM 类器件产品的年复合增长率在30%左右；包括波分复用器、PLC 类器件在内的集成光无源器件产品的市场2006年至2010年的年复合增长率在10%以上，其中PLC类器件产品的年复合增长率高达20%以上。国内目前处于光通信建设的高峰期，主干网改造、光纤到户以及智能网络的建设，公司两类产品在产能无忧的前提下能维持略高于行业的增速。

图6：2007-2010H1公司各业务营收占比



数据来源：Wind，英大证券研究所

公司于2009年8月登陆A股市场，募投资金主要用于扩大光纤放大器和波分复用器的产能以及开拓ROADM模块与PLC等光电子器件的新技术、新业务方向。2006-2008年公司在产能逐步扩展之际，产销比一直高居不下，进入2010年运营商在整体投资放缓的基础上加大了在有线网络的建设，产能瓶颈日益凸显。伴随着下一代互联网、智能光网络以及FTTX的加速布局，以及政策引导的三网融合、智能电网以及物联网等，光通信器件的需求迅速放大，公司产能通过募投资金迅速扩大，有望在2011年正式投产，将分享光通信网络的长景气周期。

表1：公司产能迅速扩张

产品名称		2008年产能	新增产能	项目募集后产能
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
	合计	43334	39800	83144
光无源器件	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
	合计	924453	694000	1618453

数据来源：招股说明书，英大证券研究所

表2:2006-2008年公司产销比

主要产品名称		项目	2008	2007	2006
子系统	光纤放大器	产量（台）	21534	18571	15061
		销售量（台）	20674	18180	13105
		销售收入（万元）	28269	25148	20629
		产销率（%）	96.01	97.89	87.01
	光转发器	产量（台）	3828	2271	2440
		销售量（台）	3340	2362	2457
		销售收入（万元）	3857	2665	1510
		产销率（%）	87.25	104.01	100.70
光无源器件	波分复用器	产量（通道）	270347	183037	182023
		销售量（通道）	255887	174878	154890
		销售收入（万元）	7121	5064	6990
		产销率（%）	94.65	95.54	85.09
	光连接器	产量（台）	2099540	1062751	1300876
		销售量（台）	2050997	1079076	1231955
		销售收入（万元）	2636	1365	1683
		产销率（%）	97.69	101.54	94.70

数据来源：招股说明书，英大证券研究所

4、盈利预测及投资分析

光迅科技是国内领先的光器件厂商，预计2010年年底募集的产能有望释放，我们预测2010年至2012年EPS分别为0.81元、0.95元、1.26元，分别对应56、48、36倍PE，较目前通信行业有较大的溢价，考虑光通信对于光器件的旺盛需求，首次给予“推荐”评级。

表3：公司盈利预测

	2009	2010 年	2011 年	2012 年
营业收入				
子系统(百万元)	464.99	545.74	709.46	982.33
光无源器件(百万元)	226.45	340.18	510.27	612.32
其他(百万元)	38.99	54.48	70.82	119.86
合计	730.43	940.40	1290.56	1714.51
同比增长（%）	11.72%	28.74%	37.23%	32.85%
毛利率				
子系统(百万元)	40.62%	39.50%	40.00%	40.00%
光无源器件(百万元)	13.70%	12.00%	12.50%	12.50%
其他(百万元)	27.46%	3.00%	5.00%	5.00%
营业利润	117.21	133.46	173.88	223.43
净利润	104.19	129.51	151.20	200.97
同比增长（%）	37.07%	24.30%	16.73%	32.91%

每股收益（元）	0.65	0.81	0.95	1.26
---------	------	------	------	------

数据来源：英大证券研究所

5、风险揭示

产能扩展不及预期，运营商延迟对于光通信投入等风险。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

- ✧ 投资评级分为股票评级和行业评级。
- ✧ 以报告发布后的 6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

- ✧ 报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准