

分析师： 陈志坚 027-65799506 chenzj@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

烽火通信首期股权激励计划点评

事件描述

烽火通信今日发布公告，披露了《烽火通信科技股份有限公司首期股票期权激励计划（修订）》。此股票期权方案的主要内容为：

表：烽火通信首期股票期权激励计划主要内容

行权价	17.76 元		
行权条件	2010 年	ROE ≥ 8.2%	不低于同行业当年平均业绩（或 75 分位值）水平的较高者（同行业对标企业样本按照证监会公布的《上市公司行业分类指引》选取通信设备制造业[行业代码 G8101]全部上市公司）
	2011 年	ROE ≥ 10%	
	2012 年	ROE ≥ 10%	
	2013 年	ROE ≥ 10%	
期权数量	236 万份		
激励对象	童国华、鲁国庆、吕卫平、徐杰、何书平、熊向峰。。。合计 149 人		
股票来源	烽火通信向激励对象定向发行		

资料来源：公司公告

事件评论

第一，我们认为，烽火通信股权激励方案获批，表明公司激励机制拐点确立

烽火通信此次股权激励方案修订稿的推出，表明公司激励制度取得了革命性的突破。正如我们在 2008 年 8 月 15 日所发深度报告《烽火通信：双拐点交织，重演光通信辉煌》中指出的，国有体制的束缚和员工激励的不足，是烽火通信在中国光通信领域的地位日渐为华为、中兴赶超的主要原因之一。股权激励方案的推出，使公司管理层和核心员工的利益与公司经营业绩和二级市场表现高度相关，有利于烽火通信的长期良性发展。

第二，我们预计，公司未来将推出数量更大的股权激励计划

此方案美中不足的是期权数量过少。如公告所示，此计划拟授予的股票期权为 236 万份，仅占当前公司总股本 4.1 亿股的 0.576%，而此计划中，获授期权最多者也仅为 3.9 万份，数量明显不足。但我们认为，公司首期股权激励方案的意义不在于数量的多寡，其意义在于中央国资委认可了烽火通信通以员工持股方式强化激励，进而提升公司竞争力的经营思路。而首期方案的获批，也为后续股权激励方案的推出奠定了基础。我们判断，为了切实发挥股权激励制度的积极作用，公司后续将推出数量更大的股权激励方案。

第三，光通信行业拐点已经确立，烽火通信高增长可期

我们认为，中国光通信行业自 2006 年即已步入向上增长拐点，而烽火通信业绩也自 2006 年开始显现快速反转的迹象（详见我们于 2008 年 8 月 15 日所发烽火通信深度报告）。

展望 2009 年，我们认为，光通信行业增速将显著提升，而这主要是受 3G 和 FTTx 建设的驱动。

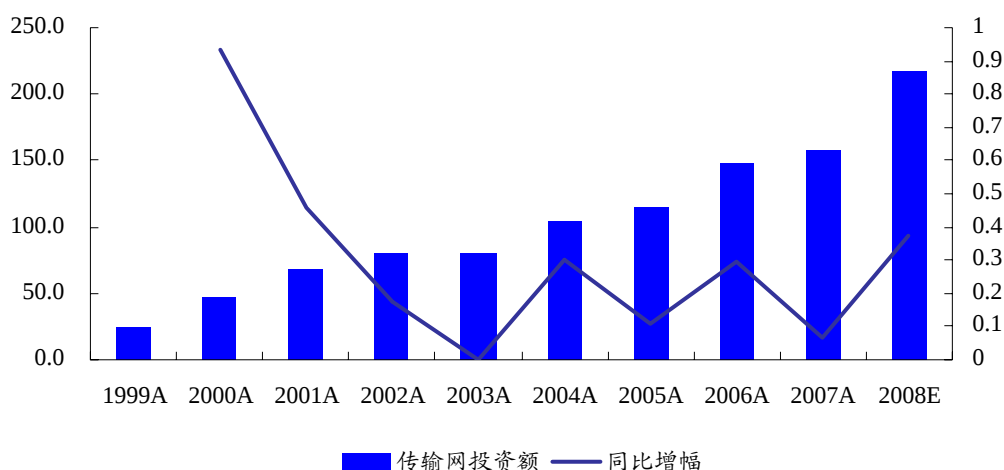
关于 3G:

长期以来，市场均错以为 3G 是对光通信的替代。但实际上，不管是移动通信（如 2G、3G）还是无线通信（如 WiFi、Wimax），归根结底只是一种接入方式，只是在基站与通信终端之间以无线电的方式形成信道的物理连接，而基站之间的互联，基站与交换机的连接无一例外，均是采用光纤通信的方式。

如图所示，为达到目前约 30 万基站的覆盖规模，中国移动自 1999 年以来历年的传输网投资总额为 1036.1 亿元。故我们判断，随着 3G 牌照的正式发放，中国电信和中国联通，欲分别达到中国移动这种覆盖效果，至少需新增 40 万个基站，而此新增基站数量已经超过了中国移动 10 年建设所达到的基站数。而基站之间的互联，无疑将催生一个巨大的光传输市场。

我们判断，2009 年，中国 SDH 等传统光传输系统的增速将在 50% 以上。

图：中国移动历年光传输网资本开支额（亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

关于 FTTx

2008 年是中国光纤到户产业化元年！当年，单中国电信一家的 FTTx 建设便突破了 500 万线。我们认为，中国电信之所以在 2008 年规模启动 FTTx 建设，主要源自以下三个因素驱动：

- 1、竞争。自电信业重组以来，三大运营商均定位于“全业务”运营，而全业务，归根结底就是移动加宽带，而宽带的终极解决方案又是光纤到户。在此背景下，中国移动推出了“万楼光纤”计划。此外，广电总局也与科技部签署了《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书》，筹划建设入户带宽高达 6060Mbit/s 的宽带网。在竞争对手咄咄逼人的态势下，中国电信势必强力应对。
- 2、技术。中国电信内部搁置了 EPON 与 GPON 的技术制式之争，确立了在当前以 EPON 发展光纤到户的建设思路。技术路径的明确，为中国电信规模上马 FTTx 扫除了障碍。
- 3、成本。在综合考虑铜价因素和 ADSL 的运维成本后，FTTx 解决方案的成本较 ADSL 技术更为低廉。

我们判断，2009 年，中国 FTTx 建设规模将超过 1000 万线，而烽火通信在此领域的收入可望超过 10 亿元人民币。

第四，重申对烽火通信“推荐”评级

基于光通信行业拐点与激励机制拐点双重驱动，我们看好烽火通信的长期投资价值。我们预计公司 2008 年，2009 年和 2010 年 EPS 分别为 0.38 元，0.52 元和 0.69 元，并重申对公司的“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	2347	2962	3996	5397	货币资金	1359	1913	1973	2109
营业成本	1629	2034	2762	3734	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	719	928	1234	1663	应收账款	1015	1150	1550	2099
% 营业收入	30.6%	31.3%	30.9%	30.8%	存货	1609	1103	1498	2026
税金及附加	16	20	28	37	预付账款	31	40	55	74
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	328	385	519	702	流动资产合计	4123	4325	5236	6523
% 营业收入	14.0%	13.0%	13.0%	13.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	258	296	400	540	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	11.0%	10.0%	10.0%	10.0%	长期股权投资	38	38	38	38
财务费用	-9	-12	-25	-29	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.4%	-0.4%	-0.6%	-0.5%	固定资产合计	717	744	763	860
资产减值损失	127	23	55	69	无形资产	91	86	82	78
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	103	0	0	0	递延所得税资产	2	3	7	8
营业利润	102	215	258	344	其他非流动资产	0	0	0	0

% 营业收入	4.3%	7.3%	6.5%	6.4%
营业外收支	76	30	80	108
利润总额	177	245	338	452
% 营业收入	7.6%	8.3%	8.5%	8.4%
所得税费用	21	29	41	54
净利润	156	215	297	398
归属于母公司所有者的净利润	105.7	154.1	212.7	285.0
少数股东损益	51	61	84	113
EPS (元/股)	0.26	0.38	0.52	0.69

现金流量表 (百万元)				
	2007A	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流净额	248	872	266	349
取得投资收益	104	0	0	0
长期股权投资	-36	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-85	-100	-100	-200
其他	193	0	0	0
投资活动现金流净额	73	-100	-100	-200
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增减	97	-207	-100	0
筹资成本	-79	-11	-7	-13
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流净额	17	-218	-107	-13
现金净流量	338	554	59	136

资产总计	4972	5197	6126	7507
短期贷款	207	0	0	0
应付款项	1217	1432	1944	2628
预收账款	597	592	799	1079
应付职工薪酬	72	101	137	185
应交税费	-71	0	1	1
其他流动负债	97	27	37	49
流动负债合计	2119	2152	2917	3943
长期借款	234	234	134	134
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	8	8	8	8

负债合计	2361	2394	3058	4084
归属于母公司权益	2334	2465	2646	2888
少数股东权益	277	338	422	535
股东权益	2611	2803	3068	3423
负债及股东权益	4972	5197	6126	7507

基本指标				
EPS	0.258	0.376	0.519	0.695
BVPS	5.69	6.01	6.45	7.04
PE	46.55	31.92	23.13	17.26
PEG	1.19	0.81	0.59	0.44
PB	2.11	2.00	1.86	1.70
EV/EBITDA	21.43	11.55	9.70	6.96
ROE	4.5%	6.3%	8.0%	9.9%

分析师介绍

陈志坚，清华大学工商管理硕士，华中理工大学通信工程学士，从事 TMT 行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。