

烽火通信(600498.sh)

光纤光缆、光通信系统推动公司业绩较快增长

李太勇 通信行业 首席研究员 亢辰 通信行业 研究助理
电话: 020-87555888-689 电话: 020-87555888-391
eMail: lty@gf.com.cn eMail: qc2@gf.com.cn

公司主营业务增长情况分析

未来 3 年光通信行业市场规模的较快增长, 公司光系统业务将直接受益, 未来 3 年增长率在 30% 左右, 2011 年光系统业务收入将达到 24.92 亿元。未来几年 FTTx 业务将在国内快速推广, 公司在 FTTx 业务具有很强竞争优势, 2008 年市占率超过 40%, 公司 FTTx 接入业务未来 3 年将保持快速增长, 2009-2011 年增长率分别为 56%、63%、30%, 2011 年收入规模达到 20.8 亿。2009 年光纤光缆行业处于景气高点, 公司光纤光缆业务出现量价齐升局面, 2009 年收入将达到 15 亿元左右, 同比增长 28%, 2010-2011 年该业务仍可保持一定增长, 增长率将超过 10%。整体来看, 预计 2009 年公司主营业务收入为 44.61 亿元, 同比增长 30.17%。

2009 年公司毛利率略有提高, 未来 3 年毛利率基本平稳

2009 年光纤光缆行业毛利率将有明显提升, 通信系统毛利率略有下滑, 整体分析, 公司 2009 年毛利率略有提高, 综合毛利率为 28.9%, 提高 1.3%。2010-2011 年公司整体毛利率基本平稳。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2009-2011 年净利润分别为 2.57 亿元、3.35 亿元、4.28 亿元, 净利润增长率为 46.64%、30.4%、27.78%, 复合增长率为 34.68%。EPS 分别为 0.63 元、0.82 元、1.04 元。考虑到未来 3 年光通信市场将保持较快增长, 公司绝大部分收入来自光通信, 直接受益于光通信市场繁荣, 同时光通信行业产业链较完整, 且在光通信行业具有一定竞争优势。我们给予公司买入评级, 目标价格为 20.88 元, 对应 2009 年 PE33 倍。

风险提示

公司业务相对单一, 如果竞争对手采用交叉补贴进行竞争, 光通信产品价格将明显下降, 会影响公司市场份额及盈利能力

公司评级

买入

当前价格(元) 17.40
目标价格(元) 20.88
前次评级 无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-5.6%	8.68%	77.07%
上证综指	11.21%	23.32%	6.54%

股票数据

总股本(万股) 41,000.00
流通 A 股(万股) 19,991.11
主要股东:

武汉邮电科学研究院
主要股东持股比例 61.24%
流通 A 股比例 48.76%

财务比率

ROE 7.13%
ROA 3.10%
资产负债率 50.68%
每股净资产(元) 6.00

2008 年报数据

公司光系统及FTTx接入设备将保持较快增长

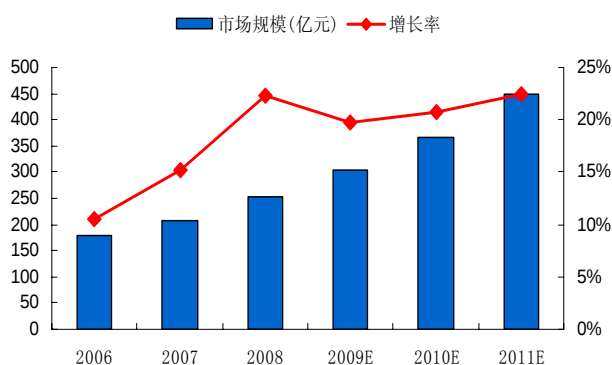
光通信行业规模未来3年将保持较快增长

国内运营商3G网络建设使电信运营商对光通信的需求大增，大规模基站建设将带来基站光纤拉远，基站回传对光设备的需求，同时随着3G业务的开展，未来数据业务需要带宽将是2G时代的数十倍，据中国电信预测，未来5年内，带宽将以每年50%以上的速度增长，带宽需求的快速增长必将需要更大容量高速率的光网络支撑，城域网与骨干网将不断扩容，带来MSTP、基于OTN智能光网络、DWDM、ASON等设备及相关解决方案需求的增加。村村通工程进行新型布网也推动光通信市场需求的明显增加。另外在通信网建设中，通信网新建带来原有网络功能不足，需要将原来网络升级，这样会带来滚动的需求增长。

我国光通信市场需求未来3年将保持较快增长，预计2009年市场规模将达到303亿元。未来3年复合增长率达到23%，2011年市场规模将达到448亿元。

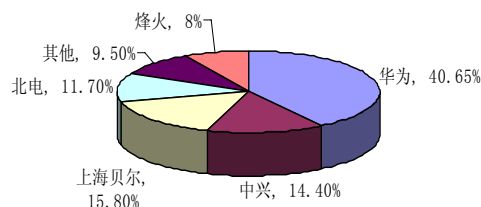
我国光网络设备市场仍然以国有品牌为主，从2008年规模分布来看，国有品牌占有率超过60%，由于2008年FTTx接入市场规模较少，光通信设备市场仍被国际大型主设备商占据，华为、中兴市场占有率较高，2008年中国光通信市场华为市场份额占比41%左右，中兴和上海贝尔各占15%左右，烽火通信占比8%左右。

图1：未来几年光通信行业市场规模预测



数据来源：赛迪顾问、广发证券发展研究中心

图2：2008年我国光网络传输设备各品牌占比



数据来源：赛迪顾问、广发证券发展研究中心

公司光系统产品受益于行业增长，未来3年增长率达30%

从光传输设备的市场需求来看，2009年与移动网配套的光传输设备是09年光传输设备市场的重要增长点。09年增长将来自接入层和汇聚层的设备，目前接入层与汇聚层传输技术以MSTP为主，可以完全满足目前3G的传输需要，未来随着网络IP化的发展，汇聚层和接入层移动传输网络将向PTN方向发展，核心层将向IP over WDM方向发展。

接入层带宽10倍增长带来现有骨干网络及城域网运营压力，带动运营商骨干网和城域网传输网络升级需求，40G波分产品及PTN等产品逐步进入规模商用阶段，我们认为2010年新产品贡献收入将明显增加。国内骨干网建设主要集中在2002-2007年，随着接入带宽的普遍增长，未来对城域与

骨干网传输带宽需求将保持成本的增长，城域与骨干网络面临较大的升级需求。骨干网升级将带动40G波分设备的需求。而网络IP化，智能化方向发展，将带动ASON、大容量OTN和PTN等职能光网络设备和分组传输设备的增长。公司相关产品及技术储备在业内处于领先或同等水平，其中产品技术交割如SDH升级为MSTP或者PTN具有明显优势。2010年将获得规模性收入。2009年受益于基站回传，2010年后骨干、城域网络升级带来具有竞争优势的40G波分、网络升级相关设备的需求量，公司光系统业务未来3年将保持30%左右的增长率。

公司FTTx业务将保持快速增长

我国宽带用户较快增长给FTTx提供良好增长环境；未来高带宽数据业务占比将提高，客观要求带宽提升；运营商竞争致固网提速，光纤接入将提速；FTTx接入成本逐步下降等都给FTTx带来规模应用机会。电信网络逐步与广电网络融合，中国电信在武汉推出ITV业务，包年TV播放业务，电话免费，比广电便宜一些，一方面能吸引用户选择该业务，另一方面也刺激广电将节点到用户的同轴电缆光纤化（广电网骨干网已光纤化），将扩展FTTx市场需求规模。信产部起草中国宽带战略方案已经上交发改委，如果审批通过，我国FTTx将出现更快的发展。

表 1: 我国主要 FTTx 接入方式价格分析

FTTH	1300 元/户	语音+数据
FTTB+LAN	300 元/户	语音+数据
FTTB+DSL	400 元/户	语音+数据

数据来源：广发证券发展研究中心

我们预计未来几年运营商FTTx投资规模将快速增长，特别是有固网资源的中国电信和中国联通。从运营商采购计划来看，中国电信2009年计划采购1600万线左右。6月12日，中国联通FTTx（光纤到户）设备集中采购项目正式启动，招标规模超过1100万线。2009年国内PON市场新增数量将达到1000万线，新增市场容量是2008年的2倍。

FTTx设备经过07-08年价格大幅下降后，未来价格下降幅度将放缓。另外，在大城市未来趋势将逐步以FTTH为主，例如，上海电信3年内达到100M带宽，用户占比达到80%以上，未来FTTH建设比例提升，FTTx单线价格将逐步上升趋势。我国FTTx生产厂商相对较多，中兴、华为、烽火、上海贝尔、UT、新邮通、海德满、格林威尔、长光、傲讯等都可以生产，烽火是FTTx领域的龙头企业，2008年市场占有率达到41%，随着运营商加大FTTx建设力度，各大设备商将加大FTTx的市场争夺，但我们认为烽火未来几年仍可以保持30%左右的市场份额。

从竞争情况来看，光系统市场分为两块，一个是现有设备更换及扩容的市场，该部分基本延续现有设备品牌，相对市场格局较稳定；二是运营商网络建设的新市场，因为面临设备站位问题，竞争非常激烈，有可能引发价格战，甚至设备免费赠送。我们认为未来市场竞争加剧及相应光器件降价，光通信设备价格仍处于下降通道。由于价格下降可以向上游光通信元件及电子元件厂商传导，我们认为光系统毛利率下滑有限。同时FTTx

规模性建设及未来高价格FTTH占比有所提高，公司光通信整体毛利率2009年为31%，下降0.7%；2010-2011年毛利率基本稳定，出现一定回升，毛利率分别为31.3%、31.5%。

图3：我国未来几年FTTx用户数量及增长率

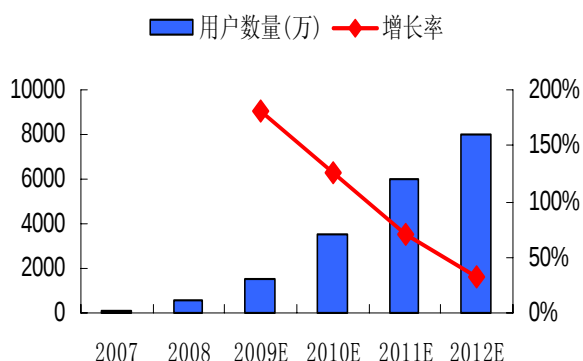
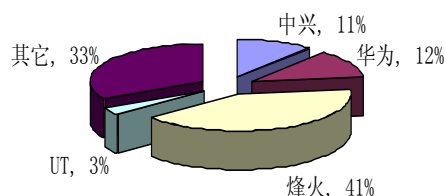


图4：2008年FTTx市场品牌占比情况



数据来源：广发证券发展研究中心

数据来源：广发证券发展研究中心

光纤光缆2009年受益于量价齐升

预制棒价格及公司合资预制棒项目

公司2009-2010年仍将以进口预制棒为主，光纤价格升及需求增加，增加了国际光棒的需求量，并且由于国内绝大部分光棒需要进口，今年进口光棒价格将在170美元左右，同比10%左右。

公司预制棒采取与日本藤仓共同成立合资公司进行生产。公司股权占合资公司的40%。预制棒项目将分二期进行，一期计划在2010年下半年达成，产能在135吨左右，二期到2012年产能将达到270吨左右。2011年计划销售额1.47亿元，2013年的计划销售额为2.95亿元。合资公司预制棒规模化生产对于公司光纤成本下降有一定帮助，但由于预制棒公司为日方控股，我们认为公司从合资公司获得预制棒价格与市价相差不会太大，预计价格比市价低5%左右，但是公司可以获得稳定的预制棒来源。我们预测中光棒价格以160美元/公斤进行预测。

从预制棒价格来看，日本住友供给深圳住友的预制棒价格长期为120美元/公斤，可以推测预制棒成本不高于120美元/公斤。由于藤仓与住友生产技术同为VAD+OVD方式，同时生产线在中国相关成本都有降低，预计制棒成本低于住友。我们认为预制棒成本在110美元左右。预制棒毛利率将超过40%，规模化生产后净利率将达到25%以上。

表2：合资预制棒公司带给公司收益预测

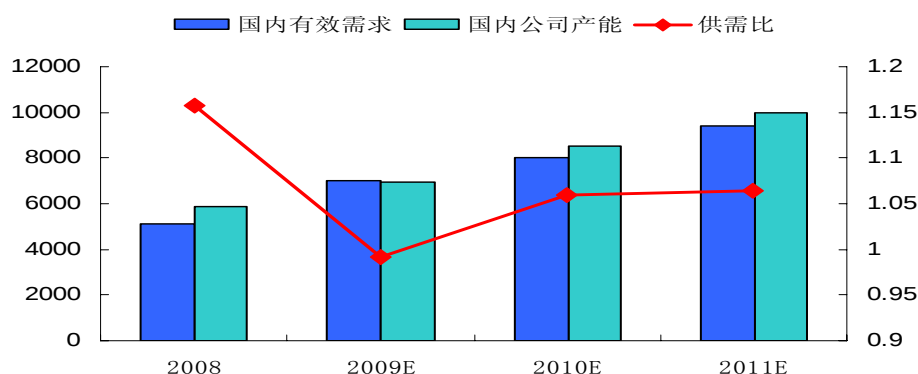
	2010	2011	2012	2013
产能	70	135	171.2	270
收入(万元)	7645.30	14744.50	18698.21	29489.00
净利润(万元)	1146.79	3885.35	4927.20	7770.70
净利润率	15.00%	26.35%	26.35%	26.35%
属于公司利润(万元)	458.72	1554.14	1970.88	3108.28

数据来源：广发证券发展研究中心

2009年光纤产能扩张后，明年光纤价格出现小幅回调

2009年受国内3G网络建设带动，光纤光缆行业需求出现明显增加，预计全年光纤有效需求量（含出口）将达到7000万芯公里。由于大多数光纤厂扩产需要下半年才能实现产能扩张，2009年国内光纤将出现供不应求局面，全年产量为6900万芯公里。我们认为2010-2011年受3G基站持续建设，FTTx规模性拓展及城域网、骨干网扩容刺激，光纤需求仍有增长空间，同时从2009年开始，运营商对大芯数光缆需求明显增加（2009年招标以24芯为主），同样距离带来光纤需求的明显增加。预计2010-2011年光纤需求可以保持15%左右的增长率，国内厂商2009年扩产在2010年后可以全年释放，我们认为2010年供过于求局面将重新出现，2010年供需比将达到1.06左右。

图5：未来几年过年光纤需求产能及供需比关系



数据来源：广发证券发展研究中心

2009年上半年各光纤厂产能出现缺口，订单已经排到2个月以后。国内供应不足导致国内光纤价格有一定比例提高，从各运营商今年招标结果来看，每芯公里从75元提价到86元左右。从以往招标经验来看，我们认为运营商今年将不会进行新的招标，2009年光纤价格可以维持。由于光纤光缆行业中，光纤光缆的大部分需求来自电信运营商，电信运营商的垄断地位致使光纤厂家在光纤价格决定上处于劣势地位。我们认为尽管2010年国内供过于求局面重新出现，但由于供需比例比2008年以前明显降低，而且国内需求稳定增长；尽管09年底关税取消，但由于国际产能扩充有限，进口数量增长将保持合理水平，国内竞争格局相对稳定。我们认为价格不会直接调回2008年水平，而是将为80元左右。

公司充分抓住需求增加进行了产能的扩张，原计划7月份扩产完毕，现在提前1个月投产，6月份新增的2塔4线已经开始释放产能，新增产能达到250万芯公里，现在公司共有20条拉丝线，单模光纤产能扩张到950万芯公里，加上多模光纤公司产能超过1000万芯公里。预计全年出货量能达到850万芯公里，销量同比增长近40%。

2009年光纤毛利率将出现明显提升

2009年光纤价格上调与预制棒价格上涨并存。根据前面预测，预制棒价格今年将上调10%左右，根据我们光纤价格与预制棒价格关系可以预

测，今年光纤毛利率将同比提高5%，达到30%左右。2010年我们认为预制棒价格与光纤价格将同时回调5%左右，光纤毛利率回调至27.5%左右。

表 3: 光纤价格、预制棒价格变化对公司毛利率的影响

毛利率变化		预制棒价格变化					
		-5%	0%	5%	10%	15%	20%
光纤价格	-10%	-32.5%	-48.1%	-63.8%	-79.4%	-95.1%	-110.7%
	-5%	-8.0%	-22.8%	-37.6%	-52.5%	-67.3%	-82.1%
	0%	14.1%	0.0%	-14.1%	-28.2%	-42.2%	-56.3%
	5%	34.0%	20.6%	7.2%	-6.2%	-19.6%	-33.0%
	10%	52.2%	39.4%	26.6%	13.8%	1.0%	-11.8%
	12%	59.0%	46.4%	33.9%	21.3%	8.7%	-3.9%
	13%	62.3%	49.9%	37.4%	24.9%	12.5%	0.0%
	15%	68.8%	56.5%	44.3%	32.0%	19.8%	7.5%

数据来源：广发证券发展研究中心

2009年光缆毛利率将上升5%

光缆是利用光纤及PE材料、钢带、石膏等材料做成。其成本构成与光缆里光纤芯数有关，芯数越大，光纤所占成本比例越高。以12芯光缆为例，其中光纤成本占40%左右，24芯光缆中光纤成本接近60%。2009年2季度开始光纤价格上调15%左右，而PE材料、钢材平均价格下降30%左右。整体来看，光缆成本下降5%左右。3G光缆需求的井喷导致今年光缆市场需求很旺盛，各光缆公司订单非常饱满，供货压力很大。考虑到今年光缆存在供不应求局面，产业链上光纤价格的上调，光缆厂家有价格上调的动力。但由于成本降低，光缆价格实质上调可能不大，我们预计几年光缆价格将维持2008年价格。但光缆毛利率有所一定上升，上升幅度在5%左右。从亨通光电2009年1季度运营数据可以得到验证(光纤价格只有部分调高)。我们认为全年维持该价格可能性较大。2010年供过于求现象出现，价格将根据原材料价格变动出现一定调节。

图6: 光缆主要构成情况

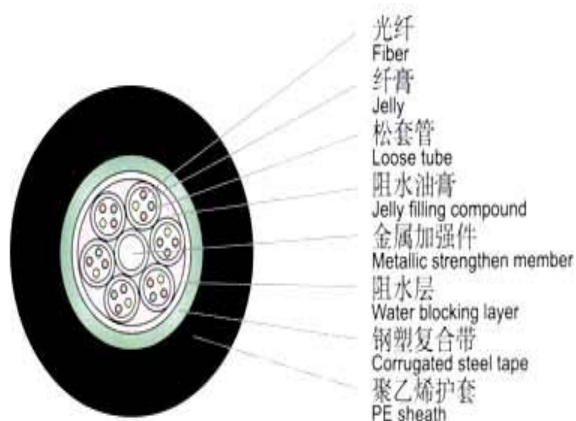
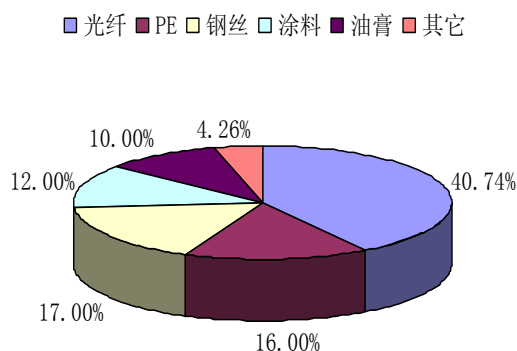


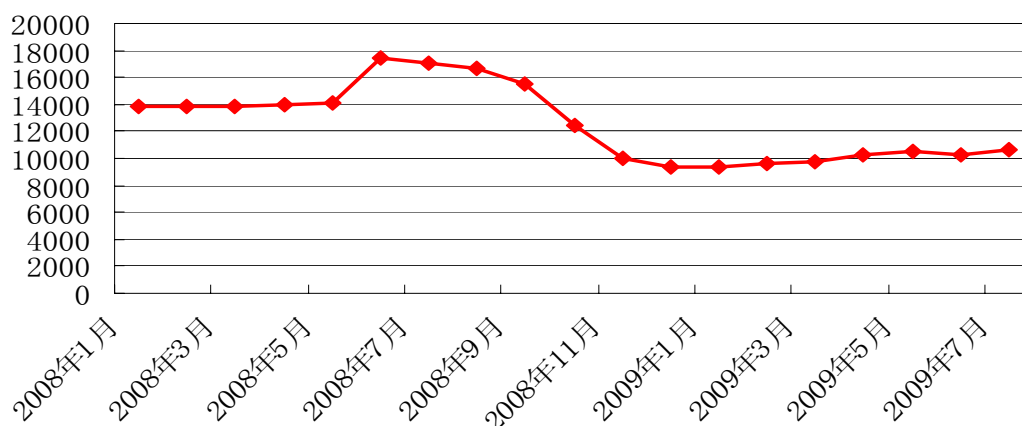
图7: 2008年12芯光缆成本构成



数据来源：广发证券发展研究中心

数据来源：广发证券发展研究中心

图8：2008年1月以来PE价格变化



数据来源：广发证券发展研究中心

公司2008年光缆销量折合超过600万芯公里。预计2009年公司拓展东北、西北地区的产能，产能将达到700万芯公里左右，增长15%。2010年公司将根据市场开拓情况，进行地区性产能扩张，预计产能扩张速度在5%-10%之间。

网络数据产品将保持稳定增长

公司网络数据业务由烽火网络、南京安网、南京星空通信等子公司提供，2008年收入占比在13%左右。数据网络产品90%以上产品下游客户为运营商。

烽火网络的主要产品为中低端交换机与路由器、光纤收发器、IP视频监控产品等。目前公司网络产品的主要销售对象为电信运营商，由于主要电信运营商内部管理网络及ICT业务推广中企业客户用的交换机和路由器，并不是电网网络使用的电信级的设备；未来几年受运营商加大对ICT业务的拓展，公司的交换机与路由器产品仍将获得稳定的增长。同时公司是中国电信千里眼（视频监控）行业解决方案的技术标准制定者之一，未来基于IP网络的视频监控行业将获得快速增长，公司视频监控类产品能获得稳定增长。

南京安网和南京星通通信等主要为特殊行业进行安全网络的系统集成及安全软件的开发，从信息安全行业的情况来看，未来几年该业务预计仍将保持持续的增长；另外，星空通信除了行业安全软件的开发外，还进行电信增值业务及行业应用软件开发等，目前南京星空通信是中国电信的行业应用开发联盟的主要合作厂商之一，3G网络发展后，未来电信运营商将继续加大移动行业应用的开发，未来前景乐观。

公司数据网络产品受益于行业增长，未来可以保持一定的增长，未来3年每年增长率在20%左右

盈利预测及投资建议

公司2009年公司光纤光缆出现量价齐升局面,光纤光缆收入出现快速增长,通信系统行业受益于光通信行业规模的较快增长,未来3年光系统增长率在30%左右,FTTx业务快速推广带来公司FTTx收入快速增长,2009-2011年收入分别为9.8亿元、16亿元、20.8亿元,同比增长55.6%、63%、30%。数据网络产品未来3年保持20%左右增长率,具体各行业收入及毛利率如表2所示。

表 4: 公司各子行业及毛利率预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	2347.09	3426.96	4460.74	5806.98	7260.10
通信系统	1082.33	1764.45	2454.79	3517.22	4572.39
光纤光缆及电缆	864.87	1162.19	1483.1	1662.5	1935.4
数据网络产品	336.16	434.21	521.05	625.26	750.31
进出口代理费	--	1.76	1.8	2	2
毛利率	30.61%	27.60%	28.90%	29.05%	29.15%
通信系统	36.59%	31.68%	31%	31.3%	31.5%
光纤光缆及电缆	20.14%	16.90%	20.20%	18.77%	17.97%
数据网络产品	39.46%	43.46%	43.50%	43.50%	43.50%
进出口代理费		100%	100%	100%	100%

数据来源: 公司定期报告、广发证券发展研究中心

我们预计公司2009-2011年营业收入为44.61亿元、58.07亿元、72.60亿元。净利润分别为2.57亿元、3.35亿元、4.28亿元,净利润增长率为46.64%、30.4%、27.78%,复合增长率为34.68%。EPS分别为0.63元、0.82元、1.04元。考虑到未来3年光通信市场将保持较快增长,公司绝大部分收入来自光通信,直接受益于光通信市场繁荣,同时光通信行业产业链较完整,且在光通信行业具有一定竞争优势。我们给予公司买入评级,目标价格为20.88元,对应2009年PE33倍。

表 5: 公司盈利预测表

单位: 万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	2347.09	3426.96	4460.74	5806.98	7260.10
收入增长率	22.13%	46.01%	30.17%	30.18%	25.02%
毛利率	30.61%	27.60%	28.90%	29.05%	29.15%
毛利率变化率	3.25%	-3.01%	1.30%	0.15%	0.10%
营业总成本	2348.91	3308.56	4141.37	5389.62	6726.73
营业成本	1628.59	2473.57	3171.71	4120.05	5143.62
营业税金及附加	16.17	25.45	30.54	36.65	42.14
销售费用	328.26	351.60	459.46	598.12	747.79
销售费用率	13.98%	10.63%	10.30%	10.30%	10.30%
管理费用	257.76	368.00	486.22	615.54	762.31

管理费用率	10.97%	11.12%	10.90%	10.60%	10.50%
财务费用	-8.84	-13.60	3.45	4.68	5.86
财务费用率	-0.38%	-0.40%	0.08%	0.08%	0.08%
资产减值损失	126.96	103.53	70.00	60.00	60.00
投资净收益	103.35	48.56	60.00	74.58	85.00
营业利润	101.54	166.96	0.00	0.00	0.00
加：营业外收入	77.20	62.12	60.00	60.00	60.00
减：营业外支出	1.27	2.75	2.00	2.00	2.00
利润总额	177.47	226.32	377.36	475.37	591.38
减：所得税	20.98	-8.36	49.06	61.80	76.88
所得税率	11.82%	-3.69%	13.00%	13.00%	13.00%
净利润	156.49	234.68	328.31	413.57	514.50
减：少数股东损益	50.80	59.42	71.30	78.43	86.27
归属母公司所有者净利润	105.69	175.27	257.01	335.14	428.23
净利润变化率	103.78%	65.84%	46.64%	30.40%	27.78%
股份数量	410.00	410.00	410.00	410.00	410.00
每股收益(元)	0.26	0.43	0.63	0.82	1.04

数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

风险提示

业务相对单一风险：公司业务主要以光通信产品为主，竞争对手中兴、华为均为全业务电信解决方案提供商，未来竞争中不排除上述厂商采取交叉补贴方式打击烽火这样的业务单一竞争对手。由于中兴、华为所占份额已经较高，上述竞争方式出现可能性较小，但我们仍然认为如果出现交叉补贴，将导致光通信产品价格明显下降，会影响公司市场份额及盈利能力。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

烽火通信(600498)行情走势



相关研究报告

烽火通信(600498.sh)	李太勇	2009-03-16
烽火通信(600498.sh)	李太勇	2008-03-10

广州

地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼
邮政编码	510075
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn
服务热线	020-87555888-390

上海

地址	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	200120

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。