

通信传输设备

赵军华

010-66276915

zhaojunhua@cjis.cn

光迅科技

002281

光器件行业国内龙头，未来增长路径清晰

投资要点：

合理价值区间： 16.31-18.05 元/股
建议询价区间： 14.68-16.25 元/股

基本资料

发行前股本(万股) 12000
拟发行股本(万股) 4000
发行后股本(万股) 16000

相关报告

- **受 3G 和 FTTx 两个因素的驱动，光器件行业未来仍将快速增长：**3G 和 FTTx 两个电信行业的重要技术发展方向，都将在提供高带宽的同时，对传输网络带来更高的需求。预计全球的光传输市场将保持 5% 的年复合增长率，使得光器件行业保持近 12% 的年复合增长率。而对于国内来说，预计移动未来将加大对固网宽带的投资，也将使得电信、联通跟进，从而为光通信行业带来发展良机。
- **光迅科技是国内的光器件行业龙头，背靠武汉邮科院在光通信领域的技术积累，未来竞争地位提升可期：**公司产品主要包括子系统和光无源器件两大类，主要应用在传输网设备。公司产品已经具备相当的竞争实力，销往欧美发达市场的收入占比达到近 27%，依靠成本优势和技术积累，预计公司的竞争地位仍有提升空间。
- **公司国内、海外两市场的收入未来仍将较快增长，复合增长率 20% 以上：**国内市场方面，子系统产品的行业增长率预计将达 15% 左右，公司通过市场份额提升能保持更快增长；无源器件产品通过募投项目将解决产能问题，且考虑无源器件的波分复用也将受到 FTTx 的拉动作用，未来增速预计更快。海外市场方面，受经济危机影响，公司海外收入在 2009 年受到一定影响，但伴随下半年海外市场的见底复苏，预计海外收入增速在 2011 年将恢复到 08 年水平。
- **公司未来毛利率受益于无源器件产品毛利率的回升，将出现稳中有升的态势：**预计公司子系统产品的毛利率将保持稳定，而无源器件在募投产能达产后，将减少外包成本，从而使得毛利率逐渐回升到 06、07 年水平，带动综合毛利率稳中有升。
- **盈利预测：**预测公司 2009 年-2011 年的收入增长率为 28.76%、17.55%、26.38%；毛利率为 27.28%、28.66%、28.61%；净利润增长率为 25.8%、29.01%、26.77%；按照发行后的总股本，预计 EPS 将达到 0.60 元、0.77 元、0.98 元。
- **合理价值区间 16.31-18.05 元，建议询价区间 13.05-14.44 元。**我们采用相对估值法，结合 A 股上市的三家光通信公司的估值，给出估值 18.05 元；采用 PEG 法，估算公司价值 16.31 元。最终认为公司的合理价值区间为 16.31-18.05 元。

风险提示：

海外市场的复苏可能低于我们的预期

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	654	842	990	1251
同比(%)	34.12%	28.76%	17.55%	26.38%
归属母公司净利润(百万元)	76	96	123	156
同比(%)	11.78%	25.80%	29.01%	26.77%
毛利率(%)	27.61%	27.28%	28.66%	28.61%
ROE(%)	29.2%			
每股收益(元)	0.63	0.60	0.77	0.98

资料来源：中投证券研究所

一、光迅科技的产品/区域结构

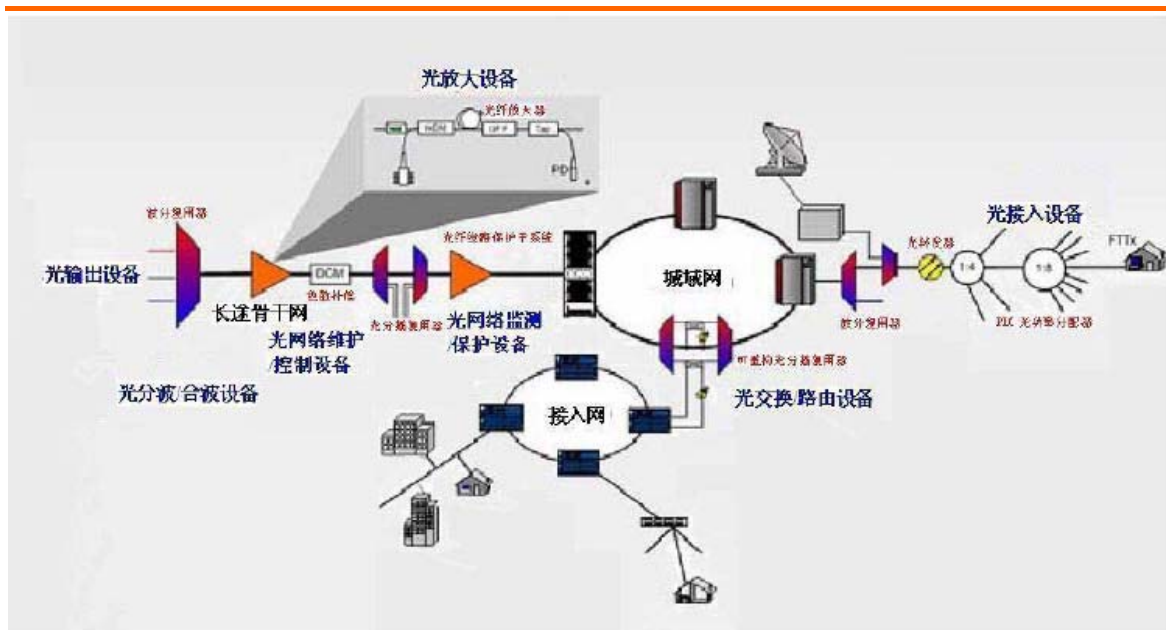
1. 光迅科技的产品应用领域以及产业价值链

产品应用领域

公司产品主要包括子系统和光无源器件两大类，子系统包括光纤放大器、光转发器及光线路保护子系统等产品，光无源器件主要包括波分复用器、光连接器及光集成器件等产品，其中光纤放大器和波分复用器为公司最主要产品。

光纤放大器主要用途是在光纤通信中对光信号直接放大，补偿光链路传输损耗，以实现光纤通信系统中的全光中继长距离、高速率传输，极大地降低了光传输中的单位带宽传输成本。波分复用器主要用途是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。光纤放大技术和波分复用技术的结合已成为高速、大容量、长距离光纤通信的首选技术，并在世界范围内得到了广泛的应用。

图表 1: 光迅科技产品的应用领域

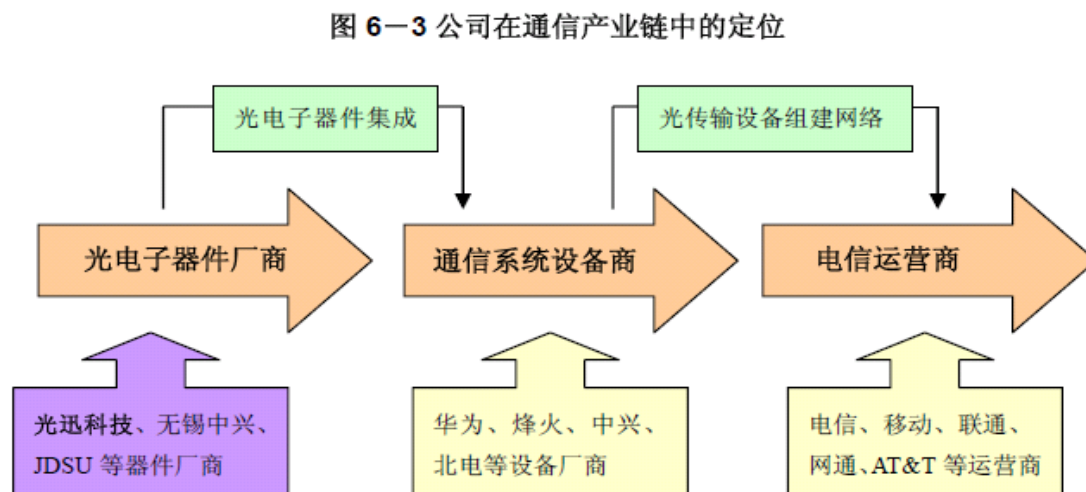


资料来源：公司招股说明书

产业价值链

在光纤通信的产业链上，光电子器件生产处于产业链的上游，该行业的下游主要是通信系统设备行业。光迅科技生产的光电子器件产品由通信系统设备厂商系统集成成为光传输设备，然后再由通信系统设备厂商提供给电信运营商，由电信运营商构建完整的通信网络后向消费者提供各种电信服务。

图表 2: 光迅科技所处的产业价值链



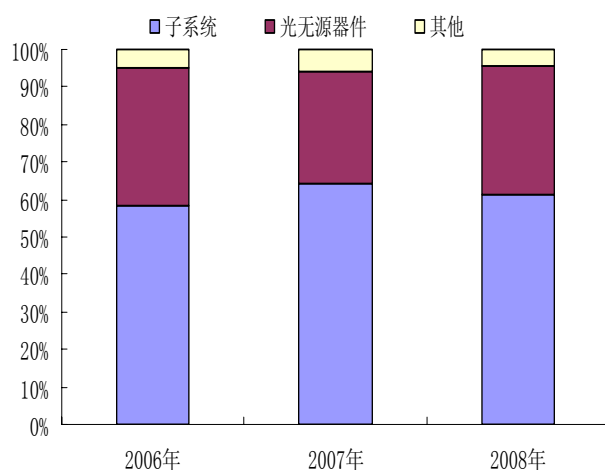
资料来源：公司招股说明书

2. 光迅科技的产品/区域结构

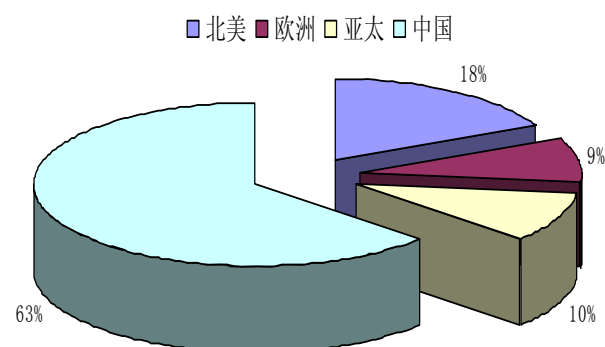
如下图所示，光迅科技的产品主要以子系统和光无源器件两类组成。以 2008 年而言，子系统收入占比达到 61.26%，其中，光纤放大器占比达到 43.24%；光无源器件收入占比达到 34.55%，其中，波分复用器占比达到 10.9%。

从区域构成来看，公司的销售区域已经跨越中国而实现国际化，公司销售到北美的收入占比达到 18.06%，销售到欧洲的收入占比达到 8.67%，销售到亚太的收入占比达到 9.97%。同时需要说明，公司销售给中兴通讯、华为的产品被统计为国内收入，但由于中兴、华为的销售实现了高度国际化，预计公司销售给这两家公司的产品也将部分被应用于国际市场。

图表 3: 光迅科技各年各产品收入结构

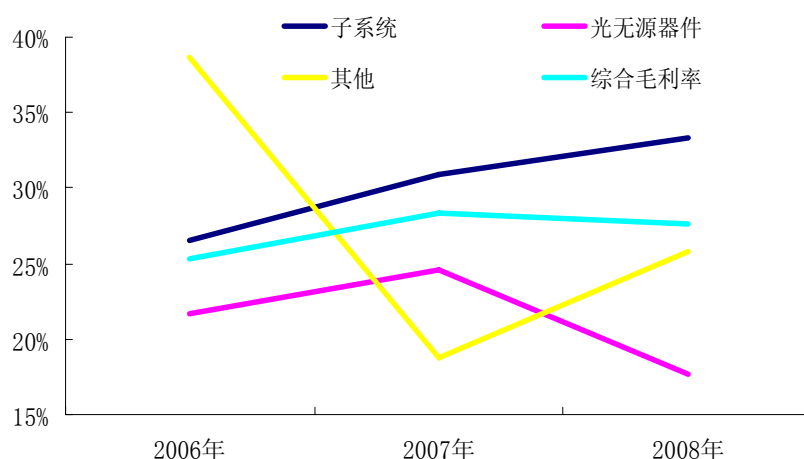


图表 4: 光迅科技 2008 年各区域收入结构



资料来源：公司招股说明书

图表 5: 光迅科技各产品毛利率各年变化



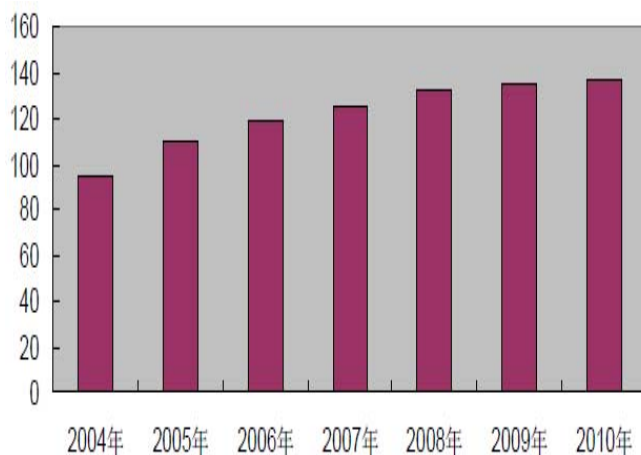
资料来源: 公司招股说明书

从公司产品的毛利构成看, 子系统类产品是公司最主要的毛利来源, 且该产品的毛利率也高于公司的综合毛利率; 其次则是光无源器件产品, 由于 2008 年公司受产能的限制而将部分无源器件产品外包, 从而部分降低了毛利率。

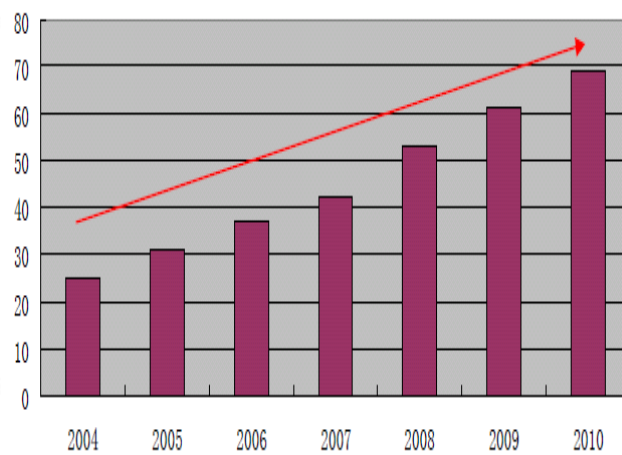
二、光迅科技的收入预测

1. 光器件行业的市场空间

图表 6: 全球光传输设备市场规模预测



图表 7: 全球光电子器件市场规模预测



资料来源: Ovum - RHK、ICCSZ

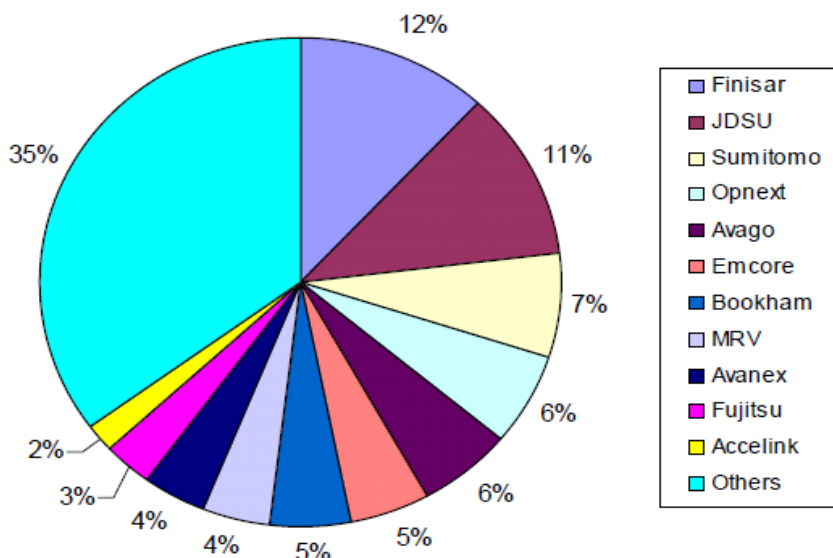
如上图所示, 全球光传输设备市场在 2006 年达到 119 亿美元, 比 2005 年增长 8.18%; 2007 年全球光传输设备市场规模达到 124 亿美元, 到 2010 年则将达到 135 亿美元以上, 未来将保持 5%左右的年复合增长率。

根据 ICCSZ 报告, 2007 年全球光电子器件市场的销售额为 42 亿美元, 至 2008 年全球销售额已达 48 亿美元, 较 2007 年增长 14.28%, 未来几年全球光电子器件行业销售额仍将保持较快的增长速度, 在 2010 年将达到 60 亿美元以上, 年复合增长率达到 12%。

2. 光器件行业的竞争格局

从光器件行业的竞争格局来看：首先，该行业处于全球化竞争，这不仅表现为光迅科技这样的国内公司参与国际市场的竞争，也同时表现为 Finisar、JDSU 等海外公司参与国内市场竞争；其次，该行业竞争相对充分，但近年来随着中小企业的退出和行业收购兼并的进行，行业的市场集中度呈上升趋势。

图表 8：2008 年全球光电子器件厂商的市场份额情况



资料来源：公司招股说明书

3. 光迅科技的收入预测

公司产品主要应用于传输层，接入层应用仍需观察

如上文的分析，公司的产品在光通信网络的传输层得到广泛应用，而接下来的问题是，公司的产品在接入层，尤其是在 FTTx 中将存在怎样的应用？

我们认为：光纤放大器在接入层可能应用较少，由于很难有远距离传输的情况存在，应用面较少，可能在光纤入村会有所使用，但用量可能不会大；波分复用器可能会有应用，因为在 FTTx 的技术应用路线中，也有波分复用这个技术路线；但最终仍将取决于成本是否能够降低到合适的程度，因为只有成本降低，才可能在与其它技术路线的选择中胜出，得到广泛使用。

国内传输网投资的驱动力仍强

从行业发展的驱动力而言，我们认为，传输网的投资有两个驱动力：无线、固网。

对于无线的驱动力而言，国内 2008 年底开始 3G 投资，2009 年达到阶段性顶点，预计由于无线驱动传输网投资的进展与此基本同步，2009 年达到相对高峰。下一波大规模的传输网建设将是 3G 用户达到一定规模，3G 应用已经比较丰富，预计在 2011 年之后。

对于固网投资驱动的传输网建设，骨干网目前容量无问题，城域网近年一直在做光进铜退，预计大规模的增长将受 FTTX 和 IPTV 业务的驱动，这预计在 2010 年后将逐渐展开。

总而言之，由于热点的始终存在，未来三年保持平稳增长问题不大，判断行业的复合增长率 20%以上。

光迅科技国内、海外两市场未来仍将较快增长

国内市场：预计移动将加大对传输网的投资，电信、联通则将稳步推进，子系统产品的行业增长率预计将达到 15%左右，而公司通过市场份额提升能够保持更快增长；公司无源器件产品在 2008 年通过外包，使得收入大增，预计募投项目将解决未来的产能问题；且同时考虑无源器件的波分复用也将受到 FTTX 的拉动作用，未来增速预计更快。

海外市场：受经济危机影响，公司海外收入在 2009 年受到一定影响，但伴随下半年海外市场的见底复苏，以及公司市场份额的提升，预计公司的海外收入增速在 2011 年将恢复到 2008 年的水平。

表格 1: 光迅科技 2009-2011 年收入预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
海外市场					
其中，北美	10339.97	11807.97	12162.20	13378.43	15385.19
增长率		14.20%	3.00%	10.00%	15.00%
其中，欧洲	5035.92	5668.61	5781.98	6244.54	7056.33
增长率		12.56%	2.00%	8.00%	13.00%
其中，亚太	2491.15	6518.57	7822.29	10168.97	13728.11
增长率		161.67%	20.00%	30.00%	35.00%
其中，中兴/华为海外部分	3900.04	5230.55	6015.13	7218.16	9383.61
增长率		34.12%	15.00%	20.00%	30.00%
国内市场					
其中，子系统	17327.68	22150.12	31010.17	35661.70	44577.12
增长率		27.83%	40.00%	15.00%	25.00%
其中，无源器件	8024.57	12491.95	19987.12	24983.90	33728.26
增长率		55.67%	60.00%	25.00%	35.00%
其他产品	1631.12	1515.21	1409.14	1310.50	1218.77
增长率		-7.11%	-7.00%	-7.00%	-7.00%
合计	48750.45	65381.87	84188.04	98966.19	125077.39
增长率		34.12%	28.76%	17.55%	26.38%

资料来源：公司招股说明书（单位：万元），中投证券研究所

三、光迅科技的毛利率和期间费用率预测

1. 毛利率预测

预计公司子系统产品的销售价格以及原材料的采购价格都将处于下降通道，但公司的毛利率则将保持稳定；对于光无源器件而言，公司 2008-2009 年采取外包形式，牺牲毛利率换取增长，但预计 2010 年募投的产能达产后，通过减少外包成本，毛利率将出现回升，逐渐回升到 06、07 年的水平。

表格 2：光迅科技 2009-2011 年毛利率预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
子系统	26.50%	30.93%	33.33%	34.83%	34.83%	34.83%
光无源器件	21.68%	24.56%	17.68%	15.68%	20.00%	20.50%
其他	38.69%	18.82%	25.84%	25.84%	25.84%	25.84%
综合毛利率	25.29%	28.30%	27.61%	27.28%	28.66%	28.61%

资料来源：公司招股说明书，中投证券研究所

2. 期间费用率预测

对于期间费用而言，预计规模效应存在使得销售费用率下降，但公司市场拓展力度的加大，将使得销售费用率降幅有限，从而总体持平；规模效应的存在，也将使得管理费用率有所下降；伴随公司募投资金的到位，预计公司的财务费用率也将有所下降。

表格 3：光迅科技 2009-2011 年期间费用率预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
销售费用率	3.61%	4.50%	3.91%	3.91%	3.91%	3.91%
管理费用率	9.82%	10.95%	9.54%	9.34%	9.34%	9.34%
财务费用率	0.72%	-0.34%	0.41%	0.20%	0.30%	0.30%

资料来源：公司招股说明书，中投证券研究所

四、估值研究

对于光迅科技的估值，我们采取两种方法进行：方法一，根据光通信行业 A 股上市公司的估值水平，对光迅给出估值；方法二，结合光迅科技未来三年的复合增长率，基于 PEG 给出公司合理的 PE，从而予以估值。

如本报告后附表所示，我们对光迅科技未来的盈利预测为：2009 年-2011 年的收入增长率为 28.76%、17.55%、26.38%；毛利率为 27.28%、28.66%、28.61%；净利润增长率为 25.8%、29.01%、26.77%；EPS 为 0.60 元、0.77 元、0.98 元。

相对 A 股光通信上市公司的估值

A 股目前有烽火通信、亨通光电、中天科技等三个光通信的上市公司，这三个公司的估值水平如下表所示。可以发现，中天科技、亨通光电等光纤光缆公司的估值水平相对较低，而烽火通信这样的光设备公司估值水平相对较高。我们认为，光迅科技的估值水平宜于低于光设备公司，但应高于光纤光缆公司，因此光迅科技的估值可以采用这三家公司的平均 PE 水平。

最终我们取三家光通信公司的平均动态 PE 值为 30.08 倍，对应光迅科技 2009 年 0.6 元的 EPS，给出估值为 18.05 元。

表格 4: A 股光通信上市公司的估值水平

	2009 年 EPS	2009 年每股净资产	动态 PE	PB	股价 (8 月 3 日)
烽火通信	0.5758	6.592	34.61	3.02	19.93
亨通光电	0.8729	7.535	25.81	2.99	22.53
中天科技	0.6983	3.9871	29.83	5.22	20.83

资料来源: Wind 一致预期, 中投证券研究所

PEG 估值法

我们预测光迅科技未来三年业绩的复合增长率为 27.19%，保守按照 1 倍的 PEG 去估算 PE 值，得到的 PE 值为 27.19，对应公司 09 年 0.6 元的 EPS，给出估值为 16.31 元。

表格 5: 光迅科技的 PEG 估值方法

未来三年复合增长率	27.19%
PEG	1
对应 PE	27.19
估值结果	16.31

资料来源: 中投证券研究所

结论

正如上文分析，我们认为光迅科技的合理价值区间为 16.31-18.05 元，按照二级市场和一级市场 10% 的增值幅度，建议询价区间为 14.68-16.25 元。

附：财务预测表

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
营业收入	48768.87	65384.28	84188.038	98966.194	125077.39
毛利率	28.30%	27.61%	27.28%	28.66%	28.61%
毛利	13801.59	18052.60	22970.47	28363.34	35790.26
营业税金及附加	151.00	212.35	273.41	321.41	406.21
营业税金及附加占收入比	0.31%	0.32%	0.32%	0.32%	0.32%
销售费用	2196.83	2559.69	3295.83	3874.37	4896.58
销售费用率	4.50%	3.91%	3.91%	3.91%	3.91%
管理费用	5339.01	6237.17	7862.53	9242.70	11681.29
管理费用率	10.95%	9.54%	9.34%	9.34%	9.34%
财务费用	-163.47	264.94	170.57	296.90	375.23
财务费用率	-0.34%	0.41%	0.20%	0.30%	0.30%
资产减值损失	-19.86	649.63	700.00	800.00	900.00
投资收益	-4.98	0	0	0	0
营业利润	6293.11	8128.82	10668.13	13827.96	17530.95
营业外收入	286.49	436.33	589.32	692.76	875.54
营业外收入占主营收入比	0.59%	0.67%	0.70%	0.70%	0.70%
营业外支出	26.05	7.13	7.13	7.13	7.13
利润总额	6553.14	8558.03	11250.32	14513.60	18399.37
所得税费用	-232.12	956.38	1687.55	2177.04	2759.91
所得税率	-3.54%	11.18%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	6785.26	7601.65	9562.77	12336.56	15639.46
股本	12000	12000	16000	16000	16000
EPS	0.57	0.63	0.60	0.77	0.98

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

赵军华: 中投证券研究所通信行业研究员, 南开大学经济学硕士, 三年电信运营商工作经验, 2008 年加盟中投证券研究所

主要研究覆盖公司: 中国联通、中国移动、中国电信、中兴通讯、武汉凡谷、烽火通信、中天科技、亨通光电、中创信测、拓维信息、北纬通信、东信和平

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434