

光迅科技（002281）：成长稳健的光电子器件龙头

通信/光通信

合理价：17.40 元

报告日期：2009 年 08 月 17 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	487.69	653.84	796.78	1,025.13
(+/-)	18.41%	34.07%	21.86%	28.66%
营业利润	63.07	81.29	108.75	137.50
(+/-)	12.93%	12.43%	13.65%	13.41%
归属于母公司 的净利润	68.00	76.01	96.37	121.93
(+/-)	76.50%	11.79%	26.78%	26.52%
每股收益（元）	0.42	0.48	0.60	0.76
净资产收益率	31.66%	29.19%	22.71%	23.92%

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2009.08.10/2009.08.17
发行后总股本（万股）	16,000
发行股数（万股）	4,000
发行价格（元）	16.00
发行市盈率（倍）	35.09
发行动态市盈率（倍）	16.39
行业滚动市盈率（倍）	
第一大股东	武汉邮科所
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	65% / 46.25%
发行前每股净资产（元）	2.17
发行前资产负债率	52.53%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

天相机械研究组

联系人：孙秋波 组长：邹高

021-58824282-868 sunqb@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次发行 A 股 4,000 万股，发行后总股本为 16,000 万股。公司第一大股东是武汉邮科所，持股 7400 万股（发行后），占总股本的 42.65%，最终控制人为国资委。
- **行业特点：**（1）“以销定产”的运营模式；（2）下游通信设备厂商拥有较强的议价能力；（3）为降低成本，光电子器件制造行业正在向中国等发展中国家转移；（4）市场竞争比较充分，市场集中度有进一步集中趋势；（5）专业光电子器件厂商是市场竞争的主体；（6）行业有三大壁垒：技术与工艺要求高，认证种类多、时间长，客户关系稳定，不易进入。
- **市场地位：**公司 2008 年收入规模在国内光电子器件领域处于龙头地位，全球排第 11 位。产品包括光纤放大器等智能子系统和波分复用器等无源器件。其中光纤放大器、波分复用器产销量在国内均居于首位。
- **竞争优势：**（1）市场：客户分布均衡，与国内外较多主流客户建立了稳定关系；（2）技术：公司依托邮科所强大后盾，拥有相对成熟的研发平台与生产工艺，技术优势明显。
- **募股资金投向：**（1）产能亟待扩充类业务：公司目前主打产品光纤放大器和波分复用器；（2）代表光电子器件行业发展方向的业务：ROADM 模块与 PLC 等；（3）配套业务：营销网络建设。
- **面临主要风险：**（1）国内设备商竞争激烈，通信设备制造类产品价格存在下降超预期风险；（2）公司由国有研究所转制，仍为国资背景，存在管理体制不完善，市场化不足等风险。
- **盈利预测及估值：**预计公司未来业绩成长稳健，2009 年和 2010 年分别实现净利润 9,401 万元、1.18 亿元，同比增长 23.67%、26.26%；全面摊薄后对应 EPS 为 0.60 元、0.76 元。以 26~32 倍 2009 年动态市盈率推算，公司上市之后二级市场价格有望稳定在 15.6~19.2 元，6 个月目标价为 17.4 元。

目 录

1. 公司概况.....	1
1.1 公司基本情况.....	1
1.2 公司股本结构.....	1
1.3 公司主营业务构成及行业地位.....	2
2. 行业概况.....	3
2.1 行业归属及产品应用.....	3
2.2 产业链结构及市场规模.....	4
2.3 行业竞争格局与发展趋势.....	5
2.4 行业进入壁垒较高.....	6
3. 公司主营业务分析.....	7
3.1 收入结构分析.....	7
3.2 产品毛利率分析.....	8
4. 募集资金项目分析.....	10
4.1 光纤放大器与子系统建设项目	10
4.2 光无源器件建设项目	11
4.3 市场营销建设项目	12
5. 公司竞争力分析.....	13
5.1 优势：背靠武汉邮科所，独享科研、产业链与客户资源具有优势。	13
5.2 劣势：研究所转制，市场化或不足。	13
6. 盈利预测、估值分析与风险提示.....	14
6.1 盈利预测：成长稳健	14
6.2 估值—合理价位 15.6-19.2 元	16
6.3 风险揭示	16

图 表

图表 1 发行前后股本结构对比.....	1
图表 2 公司近三年主要产品营收及占比情况.....	2
图表 3 公司近三年主要产品毛利润及占比情况.....	2
图表 4 信息技术领域细分.....	3
图表 5 公司产品在电信网络中得到广泛应用.....	3
图表 6 光电子器件产业链.....	4
图表 7 2008 年光通信设备市场竞争格局	4
图表 8 2008 年光电子器件市场竞争格局	5
图表 9 2008 年光电子器件市场稳定成长	5
图表 10 中国大陆市场份额而为 15%	6
图表 11 公司主要壁垒及相互逻辑关系.....	6
图表 12 光纤放大器与波分复用器是公司最主要产品.....	7
图表 13 烽火、SCI、中兴烽火是公司最主要客户.....	8
图表 14 湖北、广东、北美是公司最主要销售区域.....	8
图表 15 光迅科技主要业务毛利率情况.....	9
图表 16 光纤放大器成本分析.....	9
图表 17 波分复用器成本分析.....	9
图表 18 公司募股资金投向.....	10
图表 19 子系统主要产品全球市场规模.....	10
图表 20 子系统类融资规划.....	11
图表 21 无源器件产品全球市场规模.....	11
图表 22 无源器件募投计划.....	12
图表 23 光迅科技主要产品收入及预测.....	14
图表 24 光迅科技（002281）盈利预测（单位：万元）	15
图表 25 光通信类重点公司估值情况.....	16

1. 公司概况

1.1 公司基本情况

发行人北京——研究所转制, 央企背景。武汉光迅科技股份有限公司前身是邮电部固定器件研究所, 2000年10月16日经信息产业部批准, 转制为有限责任公司。2001年1月, 武汉邮科院与邮科院工会分别出资7,150万元和3,850万元出资设立武汉光迅有限责任公司, 注册资本为1.1亿元。后经多次股权转让、增值扩股, 本次发行前总股本为1.2亿股。

最终控制人——国资委。公司的发起人即光迅有限的五位股东: 武汉邮电科学研究院、江苏中天科技投资管理有限公司、武汉现代通信电器厂、深圳市长园盈佳投资有限公司及自然人GONG-EN GU先生。其中, 最大股东是武汉邮科所, 持股数量为7,800万股(上市前), 持股比例为65%。武汉邮科所为国资委直属机构, 公司的最终控制人为国资委。

公司主要经营范围: 光通信领域内光电子器件的研究、开发、制造和技术服务。

1.2 公司股本结构

本次公司拟发行4,000万股A股, 发行价格为16.00元/股, 其中网下发行数量为800万股, 为本次发行数量的20%; 网上发行数量为3,200万股, 为本次发行数量的80%; 本次发行后, 公司总股本增至1.6亿股, 其中新发股票占发行后总股本的25%。

增发后公司最大控股股东仍然是武汉邮科所, 其持股份数量由发行前的7,800万股减少至7,400万股, 占发行后总股本的46.25%, 限售期为36个月; 根据国务院新的规定, 邮科所将增发股份的10%, 即400万股, 划转给全国社保基金理事会。其他四位发行人股东持股数量不变, 限售时间均为12个月。

图表 1 发行前后股本结构对比

股东	发行前		发行后		股权性质	限售期
	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)		
武汉邮科所	7,800	65%	7,400	46.25%	限售流通A股	36个月
全国社保基金理事会	0	0%	400	2.50%	限售流通A股	12个月
中天科技投资公司	2,160	18%	2,160	13.50%	限售流通A股	12个月
武汉科兴通信	804	6.70%	804	5.03%	限售流通A股	12个月
长园盈佳投资管理有限公司	660	5.50%	660	4.13%	限售流通A股	12个月
GONG-EN GUO	576	4.80%	576	3.60%	限售流通A股	12个月
本次发行股						
网下发行	—	—	800	5.00%	限售流通A股	3个月
网上发行	—	—	3,200	20.00%	流通股	—
合计	12,000	100.00%	16,000	100.00%	—	—

资料来源: 招股说明书 天相投资顾问有限公司

1.3 公司主营业务构成及行业地位

公司属于中小型通信设备制造企业，主要生产光无源器件及子系统产品。2008年公司实现销售收入6.54亿元。以该年销售收入计，公司是国内第一位、国际第十一位的光电子器件厂商。

主营业务构成：公司产品主要两个大的门类：（1）子系统类：贡献了公司总收入的61%和毛利润的74%（2008年），主要包括光纤放大器、光转发器、光纤保护子系统，其中光纤放大器是公司最主要产品，2008年销售额在国内同行业中居于首位；（2）无源器件类：占公司总收入的35%（2008年），主要包括波分复用器、光连接器、光集成器件等，其中波分复用器是公司无源器件类最主要产品，2008年销售额在国内同行业中居于首位。

图表 2 公司近三年主要产品营收及占比情况

单位：万元，%	绝对值			占比		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
总收入	41,183	48,750	65,382	100%	100%	100%
子系统	24,032	31,306	40,054	58.35%	64.22%	61.26%
光纤放大器	20,629	25,148	28,269	50.09%	51.58%	43.24%
光转发器	1,510	2,665	3,857	3.67%	5.47%	5.90%
光纤保护子系统	1,456	1,911	6,025	3.54%	3.92%	9.22%
其他子系统	436	1,582	1,903	1.06%	3.25%	2.91%
无源器件	15,219	14,498	22,589	36.95%	29.74%	34.55%
波分复用器	6,990	5,064	7,121	16.97%	10.39%	10.89%
光连接器	1,683	1,365	2,636	4.09%	2.80%	4.03%
光集成器件	1,045	1,639	3,117	2.54%	3.36%	4.77%
其他无源器件	5,500	6,430	9,715	13.35%	13.19%	14.86%
其他业务收入	1,933	2,947	2,738	4.69%	6.04%	4.19%

资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

图表 3 公司近三年主要产品毛利润及占比情况

单位：万元，%	毛利润			占比		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
合计	10,415	13,797	18,050	100%	100%	100%
子系统	6,368	9,682	13,350	61.15%	70.17%	73.96%
光纤放大器	5,300	7,369	9,082	50.88%	53.41%	50.31%
其他子系统	1,069	2,313	4,268	10.26%	16.77%	23.65%
无源器件	3,299	3,561	3,993	31.68%	25.81%	22.12%
波分复用器	1,683	1,284	1,296	16.15%	9.30%	7.18%
其他无源器件	1,616	2,277	2,697	15.52%	16.50%	14.94%
其他业务收入	748	555	707	7.18%	4.02%	3.92%

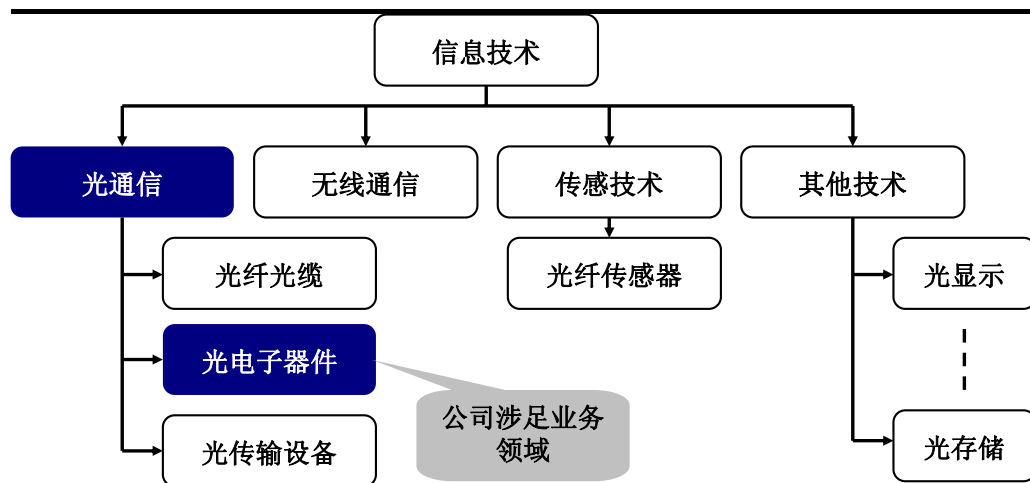
资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

2. 行业概况

2.1 行业归属及产品应用

1. 行业归属：光电子器件行业归属于信息技术下属子行业——光通信行业，是光通信必备的三大组成部分之一。

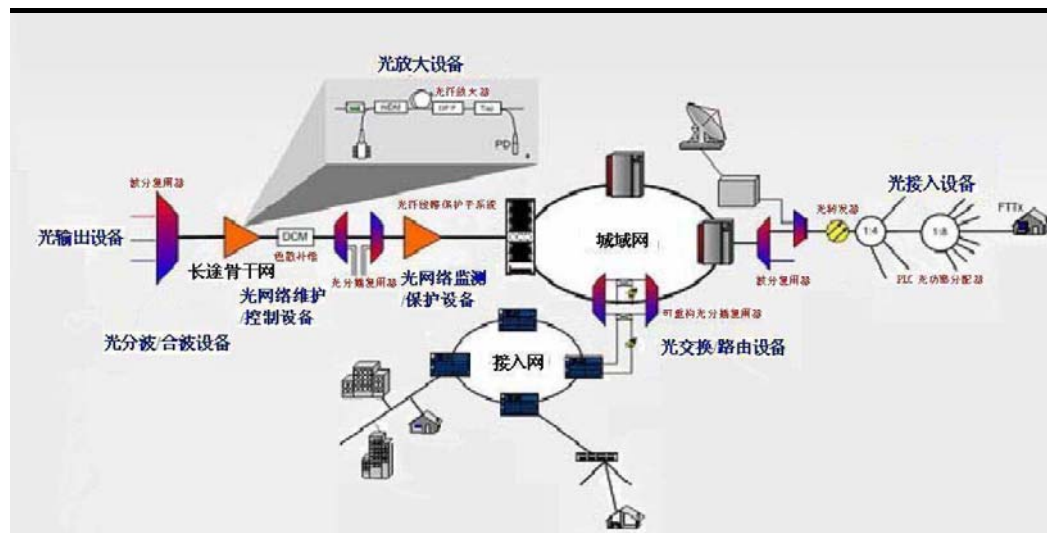
图表 4 信息技术领域细分



资料来源：招股意向书 天相投顾整理

2. 产品应用：电信网络形态可以划分为三个组成部分：核心网、接入网和用户驻地网。公司产品广泛应用到核心网中的传输系统与接入网中，其中在光传输网络中应用最为广泛，FTTx（接入网的其中一种形式）中应用较少。

图表 5 公司产品在电信网络中得到广泛应用

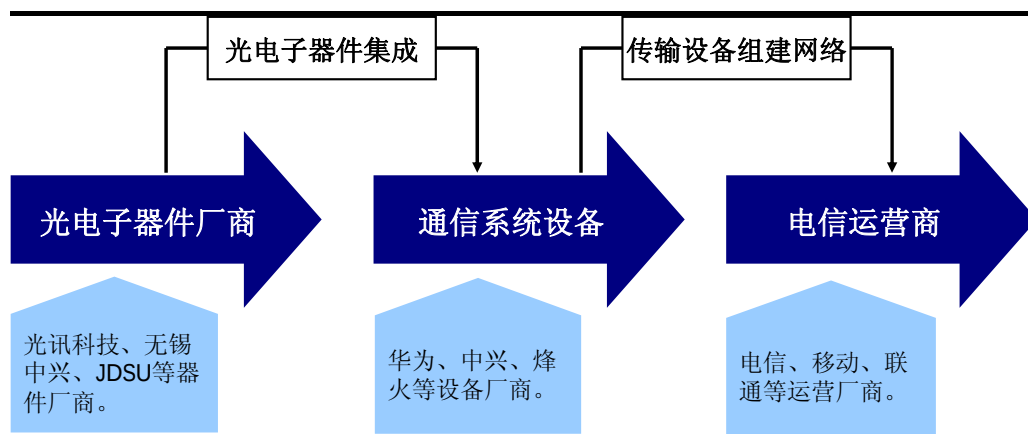


资料来源：招股意向书

2.2 产业链结构及市场规模

1. 光电子器件行业采用“以销定产”的运营模式。公司下游主要需求方是华为、中兴和烽火通信等系统设备商，通信系统设备商的下游是电信运营商。光通信市场是典型的“需方市场”，产业链的核心是电信运营商，市场的规模大小取决于电信运营商的采购规模。

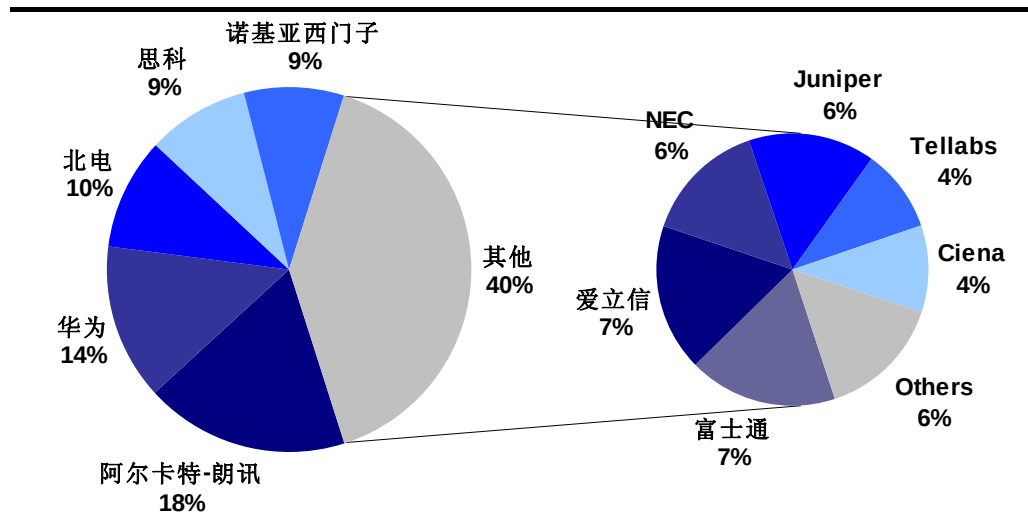
图表 6 光电子器件产业链



资料来源：招股意向书 天相投顾整理

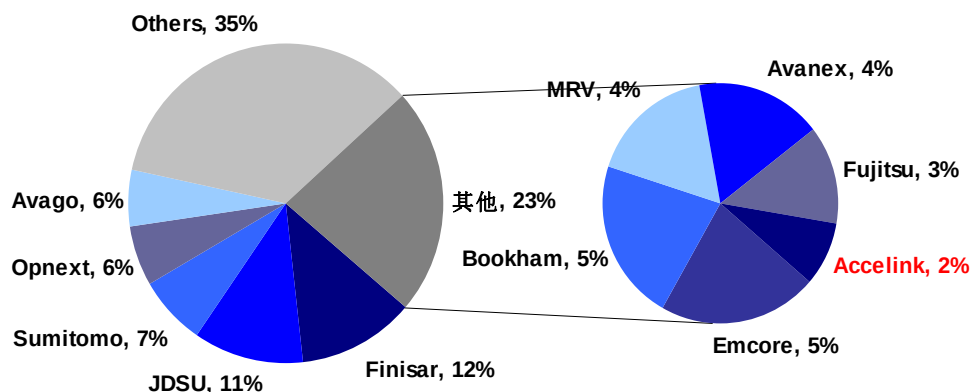
2. 在光电子器件交易时，通信设备厂商的议价能力较强。主要原因：（1）光电子器件市场集中度低于通信设备器件市场。根据图 4 与图 5 数据，光通信设备市场前五大厂商占据了行业 60%左右份额，市场集中度较高。光电子器件行业市场壁垒相对于设备商而言较低，集中度相对较低，前五大厂商的市场集中度是 42%。（2）下游的设备制造商会对上游的光电子器件业务有所渗透，增强了通信设备厂商在谈判中的议价能力。如中兴通讯就有控股子公司无锡中兴，其产品主要为中兴通讯的光通信设备配套供应。

图表 7 2008 年光通信设备市场竞争格局



资料来源：招股意向书 天相投顾整理

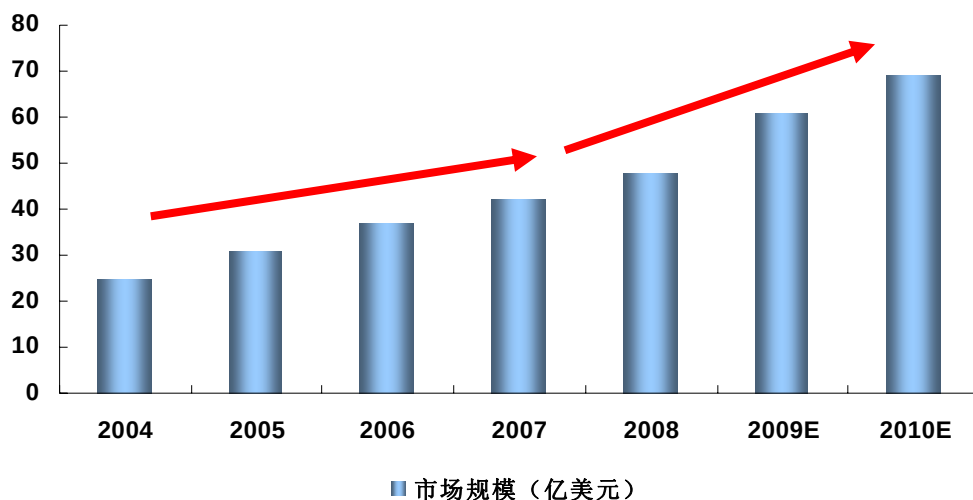
图表 8 2008 年光电子器件市场竞争格局



资料来源：招股意向书 天相投顾整理

3. 市场规模稳定增长。根据招股说明书数据，截至 2008 年底，全球光电子器件销售额达到 48 亿美元，同比增长 14.3%。预计 2010 年市场规模达到 60 亿美元以上（参看图表 9）；主要驱动力：（1）全球互联网流量高速增长。2008 年全球 IP 流量同比 2007 年增长 62%，互联网的普及、网络视频大流量业务的开展等将促进光纤通信的普及；（2）光电子器件成本大概占到光通信行业的 25%以上，未来随着光电子器件集成化与智能化程度的提高，这个比例将达到 30%以上。

图表 9 2008 年光电子器件市场稳定成长



资料来源：招股意向书 天相投顾整理

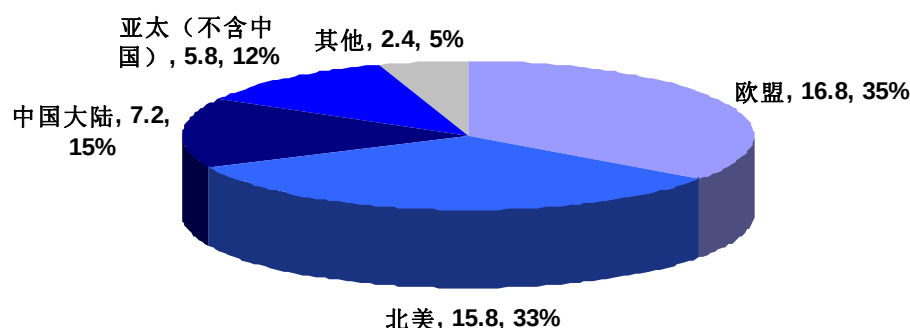
2.3 行业竞争格局与发展趋势

1. 竞争相对充分，市场集中度有所提高。根据 RHK 统计，目前全球光电子器件厂商 250 家左右，但是市场份额在 10%以上的只有两家，市场份额在 5%以上的 5 家，市场竞争比较充分。竞争充分的结果是近年来频繁的收购与兼并活动，仅 2006 年就进行了十几次收购与兼并。如，JDSU 收购 Test-Um、Metconnex，Bookham 收购 Avalon Photonics 等。

2. 为降低成本，行业向中国等发展中国家转移。如 JDSU、Bookham 在深圳，

Oplink 和 AFOP 分别在珠海和东莞设立独资企业。2008 年中国制造光电子器件全球产能占比为 25%，而大陆本土市场需求为 15%。

图表 10 中国大陆市场份额而为 15%



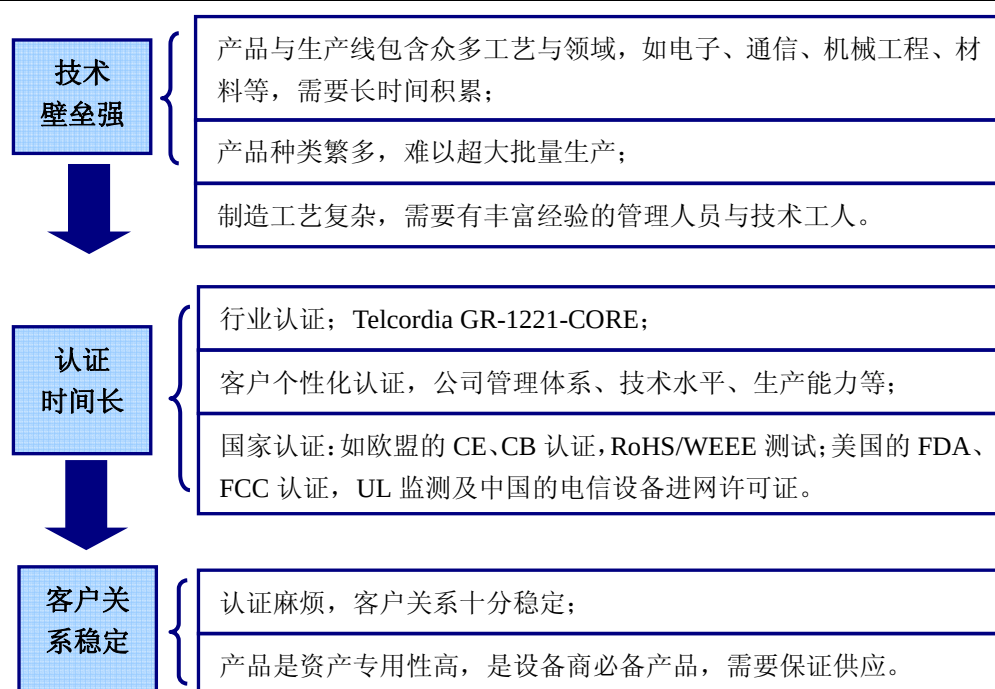
资料来源：招股意向书 天相投顾整理

3. 专业光电子器件厂商是市场竞争的主体。光通信发展初期，独立光电子器件厂商较少，各通信设备厂商为了保证光电子器件供应而设立该部门。随着光电子器件的专业化与标准化，形成了稳定的产业集群，产品供应比较有保证，康宁、朗讯、阿尔卡特、北电等电信设备商选择了专业化之路，将光电子器件分拆或出售给光电子器件厂商以降低管理成本。目前国际上前 10 大光电子器件厂商均独立于通信系统设备商。

2.4 行业进入壁垒较高

行业具有较高的进入技术壁垒、认证壁垒与客户关系壁垒（参看图表 11）。

图表 11 公司主要壁垒及相互逻辑关系



资料来源：招股意向书 天相投顾整理

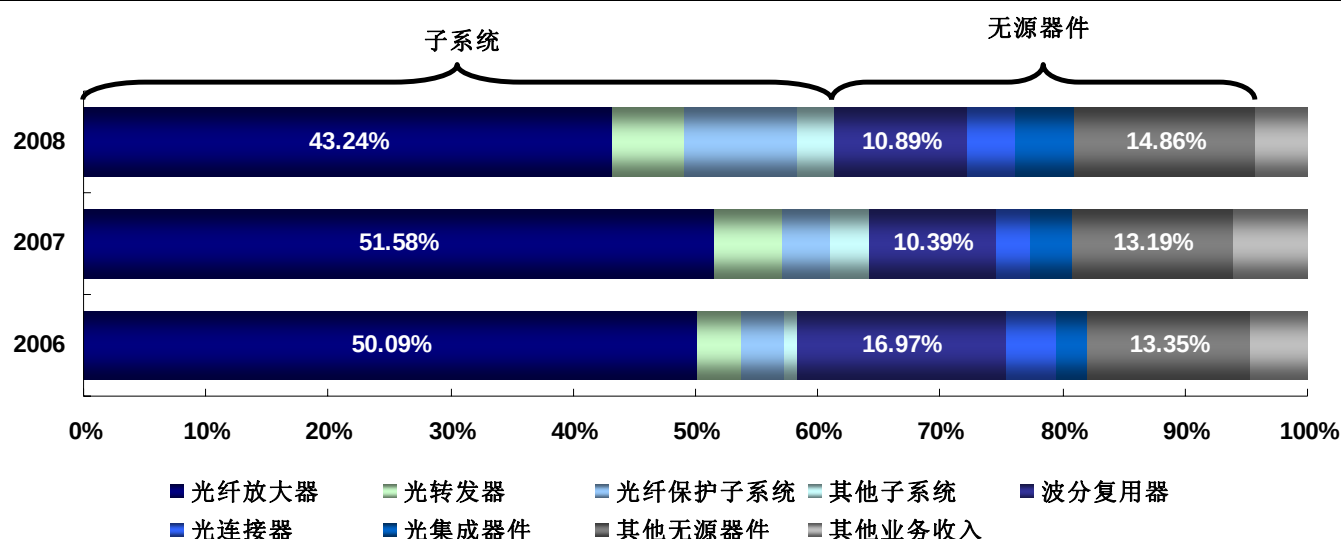
3. 公司主营业务分析

3.1 收入结构分析

1. 光纤放大器与波分复用器是公司最主要产品（参看图表 12）。

（1）光纤放大器 2008 年实现收入 2.83 亿元，占比达 43%，该产品主要用于光信号的传输损耗补偿，应用在光通信的几乎所有领域中。根据 Ovum-RHK 估计 2006 年市场需求 21.95 万台，2010 年将达到 29.58 万台，公司 2008 年产量是 2.15 万台，居国内第一位；（2）波分复用器 2008 年实现销售收入 7,121 万元，占比 10.89%，该产品主要用于完成波长的复用和解复用，有利于充分利用光纤的有效带宽。根据 Ovum-RHK 预测 2009 年全球需求量为 373.94 万通道，公司产能为 27 万通道，居国内首位，有较大的发展空间。

图表 12 光纤放大器与波分复用器是公司最主要产品



资料来源：公司招股意向书 天相投顾整理

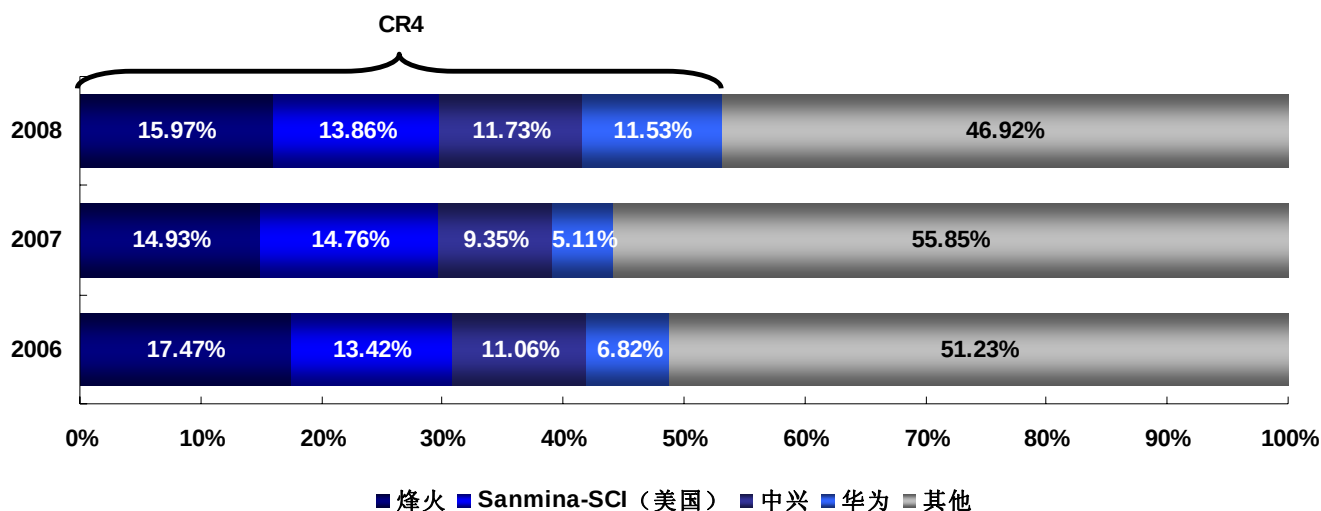
2. 客户分布比较均衡。

公司下游最主要的客户是烽火、Sanmina-SCI、中兴与华为四家厂商，市场份额在 11%-16%之间，未对少数厂商存在过分依赖，四家合计市场份额在 50%左右，考虑到光电子器件行业与下游客户关系相对稳定的特点，我们认为市场集中度比较适中，有利于降低公司的销售费用，保证公司稳定成长。

3. 内销比例逐步放大。

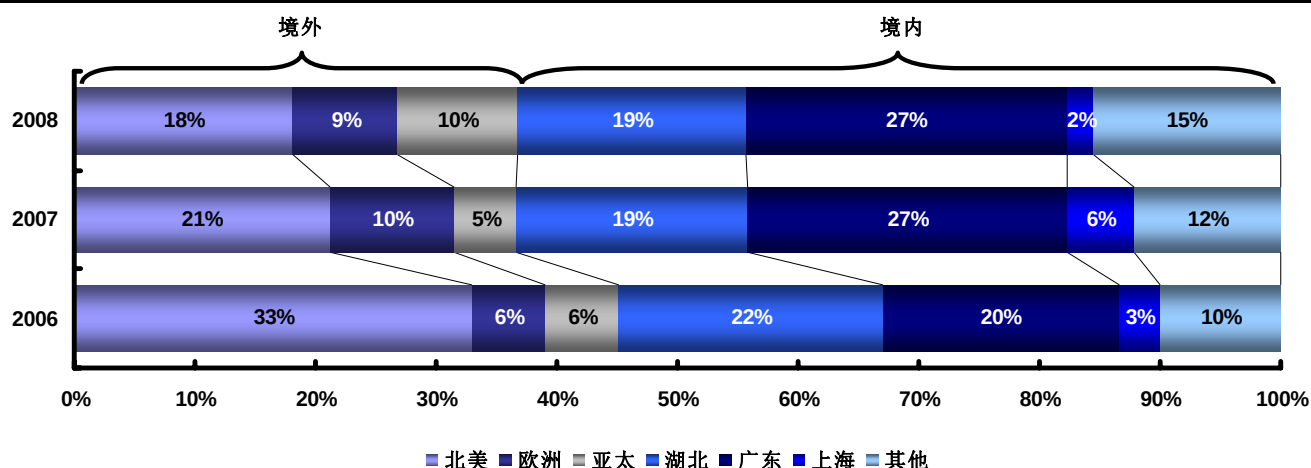
内销比例由 2006 年的 52% 上升到 2008 年的 63%（参看图 13、14）。主要原因：（1）随着国内华为、中兴在光通信领域市场地位的上升，公司销往广东的产品数量明显增加，收入占比由 2006 年的 20% 升至 2008 年的 27%；（2）国内电信固定资产投资增长较快，2008 年国内电信固定资产投资增长 29.6%，2009 年估计仍将保持快速增长，而国际电信固定资产投资规模呈小幅波动态势。

图表 13 烽火、SCI、中兴烽火是公司最主要客户



资料来源：招股意向书 天相投顾整理

图表 14 湖北、广东、北美是公司最主要销售区域



资料来源：招股意向书 天相投顾整理

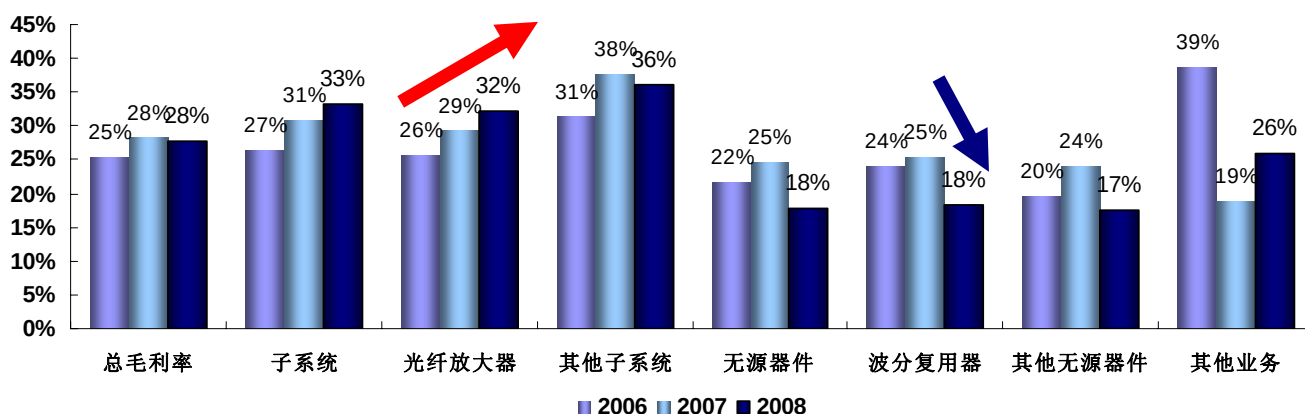
3.2 产品毛利率分析

公司总体毛利率基本稳定，维持在 28% 左右。但是子系统和无源器件两大业务的毛利率涨跌互现（参看图 15）。

（1）子系统业务毛利率较高，且呈现不断上涨态势。主要原因是子系统最主要产品光纤放大器的毛利率呈现不断上升态势，由 2006 年的 26% 上升到 2008 年的 32%，主要原因是直接原材料成本的不断下降（具体分析参看图 16）。

（2）无源器件业务的毛利率不稳定，2008 年同比下降 7 个百分点，至 18%。无源器件占公司收入的 35% 左右，波分复用器是无源器件最主要产品，2008 年其毛利率同比下降 7 个百分点，至 18%。主要原因产能饱和，部分工序委外加工，直接采购元件半成品，成本上涨，预计融资产能扩产后毛利率将有所提高。

图表 15 光迅科技主要业务毛利率情况



资料来源：公司招股意向书 天相投顾整理

图表 16 光纤放大器成本分析

光纤放大器	2006	2007	2008	分析
产量（台）	15,061	18,571	21,534	
销售量（台）	13,105	18,180	20,674	
YOY%		38.73%	13.72%	产品价格不断下降，符合电子通信行业特点。
产销率	87.01%	97.89%	96.01%	
价格（税后，万元）	1.57	1.38	1.37	
YOY%		-12.13%	-1.15%	规模优势，工艺改善等带动公司单位原材料与人工成本下降幅度快于价格下降幅度。但公司单位制造成本在上升。
单位成本（万元）	1.17	0.98	0.93	
YOY%		-16.40%	-5.10%	
其中：平均直接材料（元）	10,372	8,686	8,288	
平均制造成本（元）	973	727	742	
平均人工成本（元）	353	367	251	
收入	20,629	25,148	28,269	毛利率稳步上升。
毛利率	25.69%	29.30%	32.13%	

资料来源：公司招股意向书 天相投顾整理

图表 17 波分复用器成本分析

波分复用器	2006	2007	2008	分析
产量（通道）	182,023	183,037	270,347	
销售量（通道）	154,890	174,878	255,887	
YOY%		12.90%	46.32%	产品价格不断下降，符合电子通信行业特点，其中 2007 年降幅较大。
产销率	85.09%	95.54%	94.65%	
价格（税后，元）	451.31	289.60	278.28	
YOY%		-35.83%	-3.91%	
单位成本（元）	342.68	216.19	227.63	原材料及外购半成品比例高。产能饱和，部分工序委外加工，直接采购元件半成品，成本上涨，融资产能扩产后毛利率将有所恢复。
YOY%		-36.91%	5.29%	
其中：平均直接材料	269	165	178	
平均制造成本	49	32	35	
平均人工成本	24	19	15	
收入（万元）	6,990	5,064	7,121	2008 年毛利率大幅下降。
毛利率	24.07%	25.35%	18.20%	

资料来源：公司招股意向书 天相投顾整理

4. 募集资金项目分析

公司首次公开发行股票募集的资金主要用于三个项目：（1）光纤放大器与子系统产品建设项目；（2）光无源器件与光集成建设项目；（3）市场营销建设项目。投资额分别为 1.5 亿元、1.4 亿元和 3,314 万元。募集资金不足时，按上述次序安排资金，缺口部分将由公司通过银行贷款和其他自有资金解决；募集资金超过上述资金需求时，剩余资金用于补充公司流动资金和主营业务发展。

图表 18 公司募股资金投向

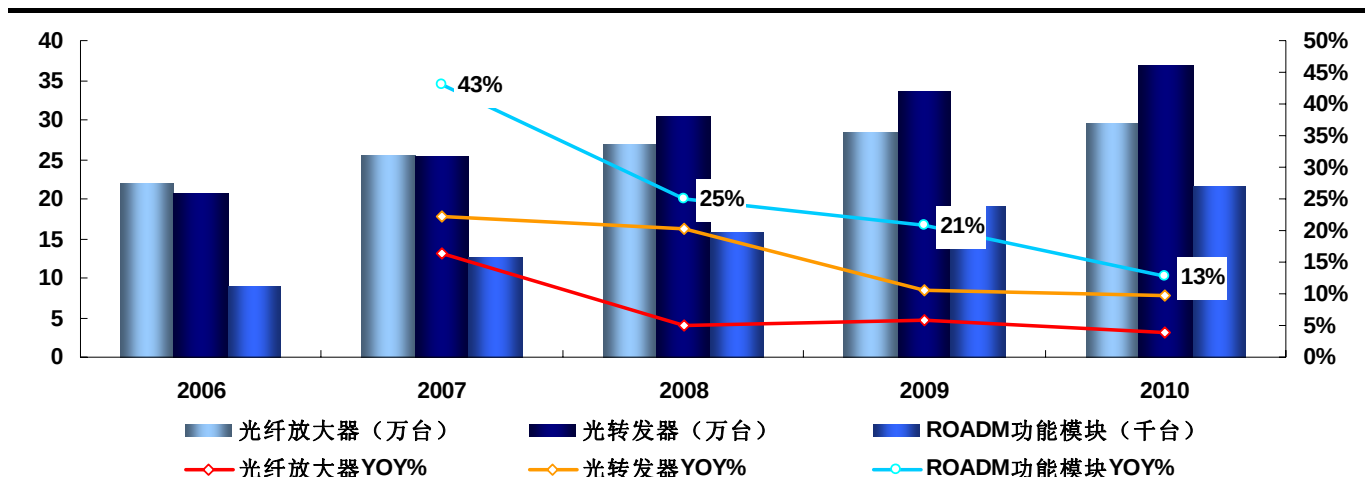
序号	项目名称	拟投资额 (万元)	建设期 (年)	投产结果
1	光纤放大器与子系统产品 建设项目	15,211	2	放大器及子系统：3.98万台
2	光无源器件与光集成建设 项目	14,267	2	微光学无源器件：27万只；PLC 无源器件》45万通道
3	市场营销建设项目	3,314	1	构建国际销售中信和完善国内销 售网点
合计		32,792	2	

资料来源：招股意向书，天相投资顾问有限公司

4.1 光纤放大器与子系统建设项目

1. ROADM 模块成长性最好。根据公司招股说明书披露信息，未来光纤放大器市场需求可保持 5%以上增长，光转发器可保持 10%左右增长，ROADM 模块成长性最好，在 15%左右。

图表 19 子系统主要产品全球市场规模



资料来源：招股意向书，天相投资顾问有限公司

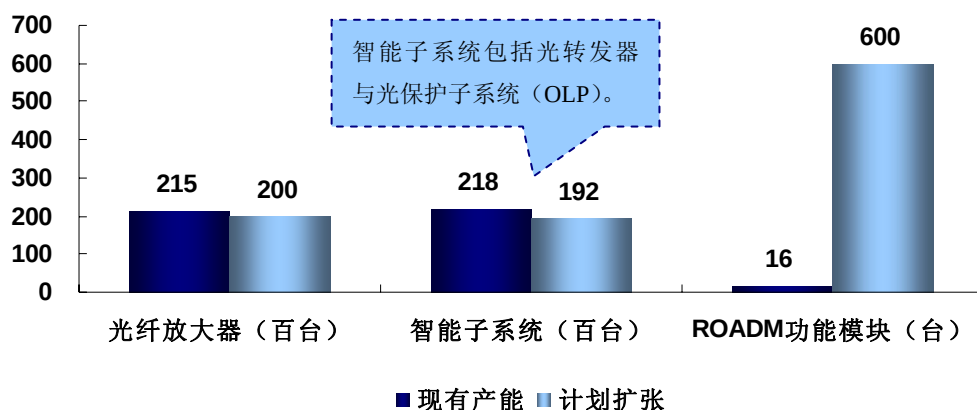
2. 募投动力

（1）集成化是未来发展趋势，ROADM 模块未来成长性较好。公司现有产能只有

16 台，此次计划扩充至 616 台。

(2) 公司光纤放大器和转发器产能相对饱和，而市场需求旺盛。光纤放大器几乎用在光传输系统的各个子系统中，智能子系统（包括可协调光转发器与光线路保护子系统 OLP）主要用在 SDH 通信系统、WDM 光通信系统及 CDMA 基站等领域。我国目前正处于大规模电信建设的关键时期，未来三年（2009-2011）三大运营商将有大量无线通信、光通信与 FTTx 建设项目，增量巨大。目前公司产品产能比较饱和，有较强扩产需求。

图表 20 子系统类融资规划

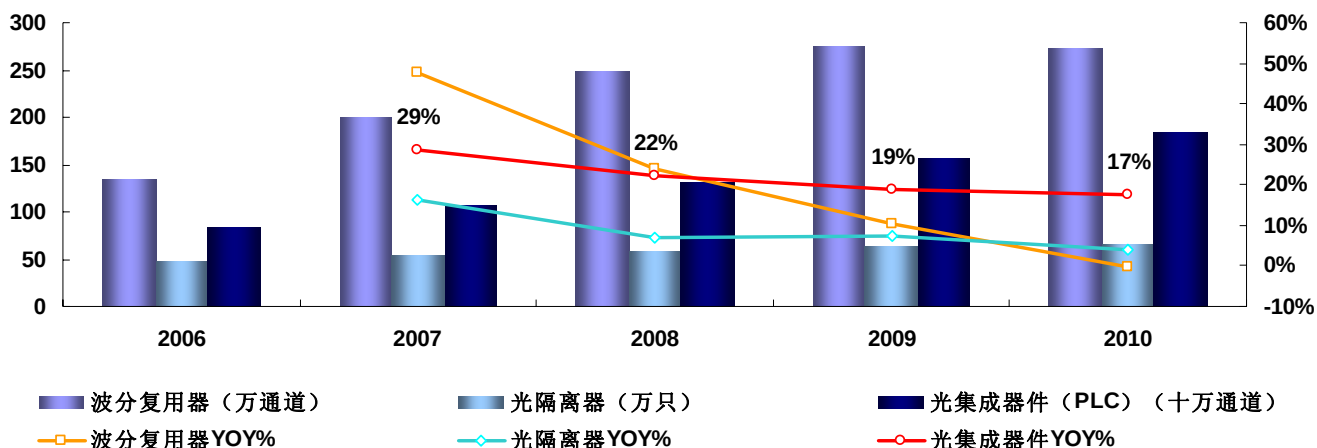


资料来源：招股意向书，天相投资顾问有限公司

4.2 光无源器件建设项目

1. 光集成器成长性最好。根据公司招股说明书披露信息，2009 年全球波分复用器市场需求 274 万通道，同比增长 10%；光隔离器 2009 年全球市场规模达到 63 亿只，同比增长 7.5%；光集成器件成长性最好，2009 年可实现增长 19%，达 1,568 万通道。

图表 21 无源器件产品全球市场规模



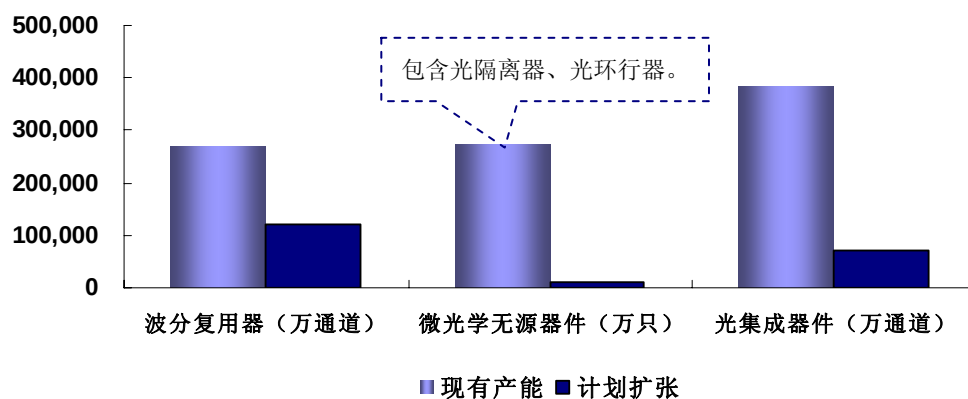
资料来源：招股意向书，天相投资顾问有限公司

2. 募投动力

(1) 产能十分饱和，亟需扩充产能。由于波分复用器生产需要超净厂房生产，受场地限制，产能不易扩充，上半年有部分单子外协加工，迫切需要扩充产能。

(2) 光集成器件（PLC）是未来光电子器件的发展方向，潜在市场空间大。

图表 22 无源器件募投计划



资料来源：招股意向书，天相投资顾问有限公司

4.3 市场营销建设项目

项目目的：优化市场、技术支持销售及售后一体的组织形式。

项目实施具体包括四个方面：

- (1) 对公司总部进行扩建；
- (2) 对国内北京、上海、广州、深圳四个办事处进行重新装修；
- (3) 在北美、欧洲和亚太设立营销服务中心；
- (4) 建设营销网络信息平台。

5. 公司竞争力分析

5.1 优势：背靠武汉邮科所，独享科研、产业链与客户资源具有优势。

公司由原先的邮电部固定器件研究所专制成立，公司董事长是武汉邮科所所长童国华先生，我们认为有三点优势是业内同行难以具备的：

（1）**研发优势明显**。武汉邮科所是我国最早从事光通信开发的单位，在几乎所有光通信产业链领域（光纤光缆、光通信设备、光电子器件）都拥有较强的研究实力，为公司提供了强有力的技术后盾。

（2）**客户资源丰富**。邮科所的技术优势和央企背景，有助于提升公司的公信力，有助于公司已与全球主要的通信系统设备商建立稳定关系。

（3）**一体化产业链优势**。公司与知名光通信设备制造厂商烽火通信母公司一样，同为武汉邮电科学研究所。这有利于提高公司新产品研发成功率，提高与下游设备商的协调能力，节省销售费用和管理费用。

5.2 劣势：研究所转制，市场化或不足。

公司最终控制人是国资委，有一定政治包袱，市场化程度或有不足。具体体现在两个方面：

（1）研究所转制企业多有“重技术，轻市场”的问题，营销网络较弱，市场嗅觉不够灵敏，部分市场化手段不易实施；

（2）人才激励机制不足；较多系统厂商把研发中心向中国转移，并开始加大中西部布点，部分系统厂商与器件厂商已在武汉光谷布点，由于激励程度的差异，公司面临人才流失风险。

6. 盈利预测、估值分析与风险提示

6.1 盈利预测：成长稳健

综合公司业务特点与募投规划，我们对公司主要产品业务做出如下预测：

图表 23 光迅科技主要产品收入及预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
子系统收入	24,032	31,306	40,054	49,117	64,398	82,898
YOY		30.27%	27.95%	22.63%	31.11%	28.73%
成本	17,663	21,624	26,705	32,663	43,147	55,956
毛利率	26.50%	30.93%	33.33%	33.50%	33.00%	32.50%
1.光纤放大器	20,629	25,148	28,269	33,114	43,841	47,847
销售量（台）	13,105	18,180	20,674	25,473	35,073	39,873
产销率	87.01%	97.89%	96.01%	96.00%	96.00%	96.00%
价格（税后，万元）	1.57	1.38	1.37	1.3	1.25	1.2
单位成本（万元）	1.17	0.98	0.93	0.89	0.85	0.81
其中：平均直接材料	10,372	8,686	8,288	7,874	7,480	7,106
平均制造成本	973	727	742	760	780	800
平均人工成本	353	367	251	240	230	220
毛利率	25.69%	29.30%	32.13%	31.74%	32.08%	32.28%
2.光转发器	1,510	2,665	3,857	5,205	6,127	14,160
销售量（台）	2,457	2,362	3,340	4,731	5,673	6,808
价格（税后，万元）	0.61	1.13	1.15	1.1	1.08	2.08
3.光线路保护子系统（OLP）	1,456	1,911	6,025	8,134	10,167	13,218
4.其他子系统(含ROADM模块)	436.44	1582	1902.99	2,664	4,263	7,673
无源器件收入	15,219	14,498	22,589	27,760	35,115	42,347
毛利率	21.68%	24.56%	17.68%	19.00%	20.00%	20.00%
1.波分复用器	6,990	5,064	7,121	8,303	9,676	10,242
销售量（通道）	154,890	174,878	255,887	307,533	365,133	393,933
价格（税后，元）	451	290	278	270	265	260
单位成本（元）	343	216	228	219	206	199
其中：平均直接材料	269	165	178	170	160	155
平均制造成本	49	32	35	35	33	32
平均人工成本	24	19	15	14	13	12
毛利率	24.07%	25.35%	18.20%	19.03%	22.26%	23.46%
2.光连接器	1,683	1,365	2,636	2,637	2,638	2,639
销售量（台）	1,231,955	1,079,076	2,050,997	2,674,814	3,343,517	4,346,573
价格（税后，元）	13.66	12.65	12.85	12.8	12.6	12.5
3.光集成器件（PLC）	1,045	1,639	3,117	4,676	7,014	10,522
4.其他无源器件（含光隔离器）	5,500	6,430	9,715	12,144	15,787	18,944

资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

我们认为公司 09、10 年的业绩亮点在于：（1）行业层面——需求旺盛。国内互联网不普及、FTTx 建设、农村信息化建设等将加大运营商在光通信领域投资，行业处于景气周期，市场需求旺盛。（2）公司层面——产能扩充。①光纤放大器项目和波分复用器项目产能扩充，有望缓和产能不足的问题，保证公司收入平稳增长，提高波分复用器等业务毛利率；② PLC 项目与 ROADM 模块项目产能扩充幅度大，有望成为公司大的盈利增长点。

综合上述，我们预计公司未来仍可保持稳健成长。2009 年和 2010 年分别实现销售收入 7.97 亿元、10.25 亿元，同比增长 21.86%、28.66%；实现净利润 9,401 万元、1.18 亿元，同比增长 23.67%、26.26%；按照增发 4,000 万股计，总股本扩大至 16,000 万股，全面摊薄后 2009、2010 年每股收益分别为 0.60 元、0.76 元。

图表 24 光迅科技（002281）盈利预测（单位：万元）

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	41,185	48,769	65,384	79,678	102,513	128,445
营业收入增长率		18.41%	34.07%	21.86%	28.66%	25.30%
减：营业成本	30,768	34,953	47,332	57,249	73,489	92,234
毛利率	25.29%	28.33%	27.61%	28.15%	28.31%	28.19%
营业税金及附加	97	151	212	239	308	385
资产减值损失	776	(20)	650	797	1,025	1,284
销售费用	1,487	2,197	2,560	3,187	4,101	5,138
管理费用	4,046	5,339	6,237	7,569	9,739	12,202
财务费用	296	(163)	265	(239)	103	642
期间费用	5,829	7,372	9,062	10,517	13,942	17,982
期间费用率%	14.15%	15.12%	13.86%	13.20%	13.60%	14.00%
投资净收益	0	0	0	0	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
二、营业利润	3,715	6,307	8,129	10,875	13,750	16,559
营业利润率	9.02%	12.93%	12.43%	13.65%	13.41%	12.89%
加：营业外收入	147	286	436	478	615	771
减：营业外支出	9	26	7	16	21	26
其中：非流动资产处置净损失	1	0	0	0	0	0
三、利润总额	3,853	6,568	8,558	11,338	14,344	17,304
减：所得税	0	(232)	956	1,701	2,152	2,596
四、净利润	3,853	6,800	7,601	9,637	12,193	14,708
净利润增长率		76.50%	11.79%	26.78%	26.52%	20.63%
归属母公司所有者的净利润	3,853	6,800	7,601	9,637	12,193	14,708
母公司净利润增长率		76.50%	11.79%	26.78%	26.52%	20.63%
净利率	9.35%	13.94%	11.63%	12.09%	11.89%	11.45%
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
每股收益(全面摊薄/元)	0.24	0.42	0.48	0.60	0.76	0.92
每股净资产（元）	1.47	1.79	2.17	2.65	3.19	3.83
净资产收益率	16.38%	23.74%	21.89%	22.71%	23.92%	24.01%

资料来源：招股意向书 天相投资顾问有限公司

6.2 估值—合理价位 15.6~19.2 元

样本选择：目前 A 股上市公司有 8 家光通信设备行业，剔除 5 家微利或亏损企业，我们选择烽火通信、亨通光电和中天科技为估值样本。他们 2009 年平均动态 PE 为 26 倍，2010 年动态市盈率为 20 倍。

市盈率选取：我们认为 26~32 倍 2009 年动态市盈率比较合适，略高于三家光通信企业平均水平。主要原因：（1）公司今后三年增长趋势较好，不存在光纤光缆行业产能可能过剩的忧虑；（2）公司具有独特的央企背景，研发与产业链有独特优势；（3）公司规模较小，此次新股上市后，资产规模会有很大提高，业绩弹性较大。

目标价与评级：以 2009 年 26~32 倍计算，对应公司上市之后二级市场合理价格在 15.6~19.2 元，6 个月目标价为 17.4 元，相对于 16 元认购价而言，有 8.75% 的溢价。

图表 25 光通信类重点公司估值情况

代码	公司简称	当前股价	EPS			市盈率		
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
002281	光迅科技	-	0.48	0.60	0.76	?	?	?
600487	亨通光电	20.45	0.64	1.05	1.42	31.9	19.5	14.4
600498	烽火通信	18.43	0.43	0.61	0.76	43.1	30.2	24.3
600522	中天科技	17.96	0.46	0.63	0.82	39.5	28.5	21.9
平均						38.16	26.07	20.18

资料来源：天相投资顾问有限公司

6.3 风险揭示

（1）国内设备商价格竞争比较激烈，整个通信设备类产品存在价格下降超预期风险；

（2）公司由国有研究所转制，可能面临管理体制不完善风险，如激励机制不足等。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100