

公司简评 光迅科技 (002281.SZ)

► 2009 年 11 月 27 日

运营商投资放缓影响短期业绩

初始评级 **中性**

分析师: 许耀文 ✉: xuyaowen@chinastock.com.cn ☎: 010-66568589

1. 事件

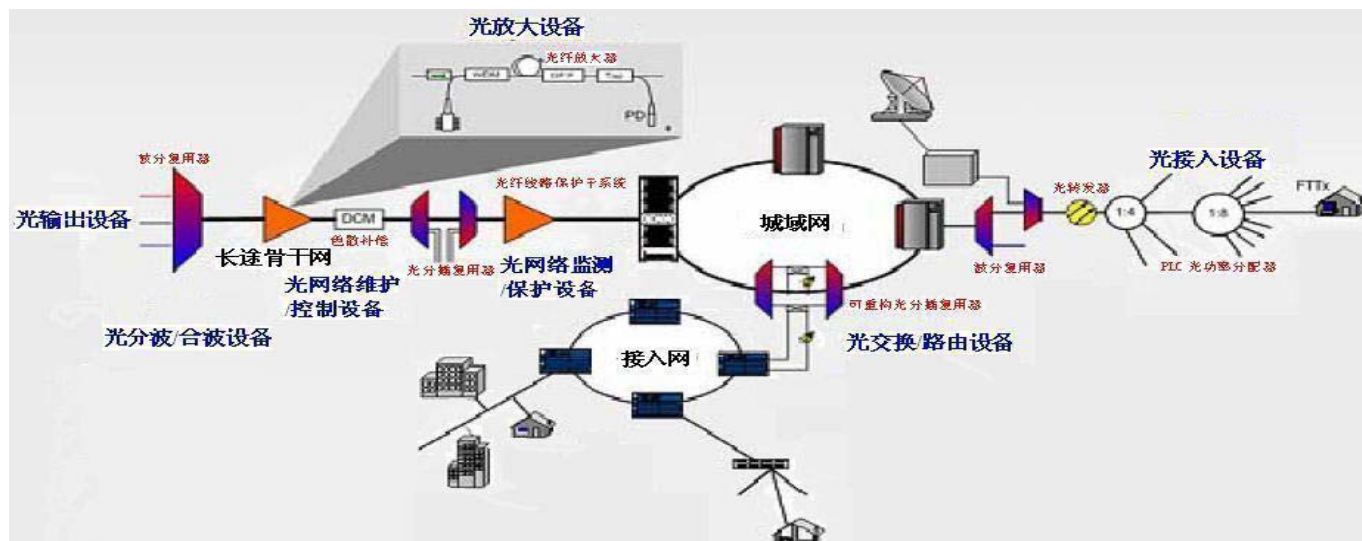
我们近期对光迅科技进行了调研, 就公司未来的发展前景和业绩增长进行分析。

2. 我们的分析与判断

网络带宽需求增长推动光器件的长期成长

网络带宽需求是决定运营商在光通讯领域投资规模的关键, 光器件的增长主要来自骨干城域传输网络升级、光纤到户及 3G 业务发展。我们认为光器件行业将会复制过去 5 年光纤光缆行业的高速增长。

图 1: 公司子系统和无源器件产品在光网络中的应用



资料来源: 中国银河证券研究所

- 从骨干城域网的扩容需求来看, 2009 年, 互联网宽带接入端口超过 10928.1 万个, 出口带宽总数达到 640286.67Mbps, 比 2007 年增长 73.6%。互联网的骨干网带宽达到 6-9 个月就翻一番的速度, 预计未来 5 年, 光传输网的带宽将以每年高于 50% 的速度递增。当前通信骨干网是以 10Gbit/s 为基础的 WDM 网络构建, 已经呈现出“力不从心”的状态, 部分段落 80*10Gbits/DWDM 系统容量已经用完。
- 从接入网来看, 其终端与节点数要远远高于骨干网、城域网, 而每个终端、节点均需要光电子器件, 接入网对光电子器件的需求远远大于骨干网、城域网。接入网的带宽拓宽又会对上端城域网和骨干网的带宽带来更大的需求, 从而带动城域网和骨干网的拓宽, 带来对波长复用、解复用和光纤放大器等设备的需求。
- 光电子器件在光传输设备投资中的比例将会不断提升。光电子器件中功能模块或子系统产品正逐步取代功能单一

的分立元器件，光电子器件的集成化和智能化成为市场发展的主流。根据 Ovum-RHK 咨询公司的数据，面向智能光网络的光电子功能器件与模块从 2003 年开始就以较快的复合增长率增加，到 2010 年，具有高度灵活性的器件和功能模块将占据市场的主导地位。光电子器件的高度集成化和智能化，替代了原来需由系统或设备才能实现的功能，使其在光传输设备中比例明显增加。

早期光电子器件占光传输设备的比例在 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的比例将达到 30% 以上。

● 国内通信系统设备厂商市场份额大幅提升。

随着国内通信系统设备厂商综合竞争实力的不断增强，国内厂商已从国外设备厂商手中争夺到了更大的市场份额，逐步成为国际主流的光传输设备厂商。华为已经成为世界第二大移动设备商和最大的光通讯设备商。国产厂商与国内的光电子器件商有着更好的合作关系，其在全球市场份额的提升有利于国内光电子器件商扩大销售规模。

公司短期业绩受到运营商投资放缓的影响

09Q3 公司营业收入和净利润同比分别增长 30.12% 和 44.78%，表现突出的主要原因是公司加强了海外业务的拓展，在 3 季度获得美国电子设备委托制造服务商 Sanmina-SCI 的大额订单，但是从四季度经营情况来看，中兴、华为和烽火通讯对公司产品的需求都在放缓，说明运营商的投资规模环比在减弱。从海外运营商来看，欧美主要运营商的业绩情况都不理想，短期内很难恢复增长；而国内三大运营商面临日趋激烈的竞争环境，在资本开支方面采取更为谨慎的态度。

公司业绩将在 2011 年释放

从产能上来看，公司目前的产能利用率已经饱和，新增产能空间很少，募集项目的新增产能预计将在 2011 年一季度试运行，2011 年三季度达产，因此公司收入规模的快速增长将在 2011 年。

从需求的情况来看，我们认为 FTTx 的大规模启动将在 2011 年以后，对 PLC 和 ROADM 等的需求将在 2011 年爆发。

从公司内部情况来看，过去 5 年公司一直保持高速增长的态势，管理和制度方面也需要跟进，公司会在 2010 年把制度建设和人才培养作为工作重点。

表 1：公司募投项目建设规划

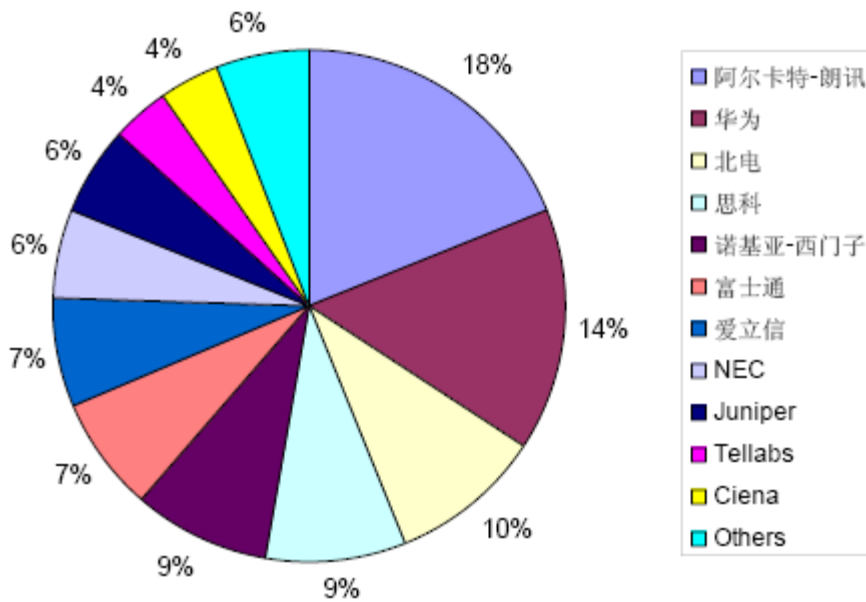
	产品名称	2008 年产量	新增产能	产能增幅
子系统	光纤放大器（台）	21534	20000	93%
	智能子系统（台）	21794	19200	88%
	ROADM 功能模块（台）	16	600	3750%
光无源器件	波分复用器（通道）	270347	120000	44%
	微光学无源器件（只）	271678	124000	46%
	光集成器件（PLC）通道	382428	450000	118%

资料来源：中国银河证券研究所

公司在国内光器件领域的市场领先地位日趋明显

根据 ICCSZ 公司统计，以 2008 年销售额计，公司为国内第一、全球第十一位的光电子器件制造商。公司近期连续第三年蝉联 2008-2009 年度中国光器件与辅助设备和原材料最具竞争力企业第一名，而且与第二名的分值差距在不断拉大。

图 2：2008 年全球光传输设备厂商的市场份额情况



资料来源：中国银河证券研究所

3. 投资建议

我们预计公司 09-11 年的业绩分别为 0.62 元、0.69 元和 0.95 元，对应目前股价的 PE 分别为 55X、49X 和 36X，估值水平处于行业高端，我们暂时给予公司“中性”投资评级。

表 2: 报表预测与财务分析

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	411.85	487.69	653.84	699.44	786.38	1047.94
减: 营业成本	307.68	349.53	473.32	489.61	558.33	733.56
营业税金及附加	0.97	1.51	2.12	2.27	2.55	3.40
营业费用	14.87	21.97	25.60	27.38	29.88	41.03
管理费用	40.46	53.39	62.37	66.94	73.13	99.97
财务费用	2.96	-1.63	2.65	-1.26	-5.88	-6.35
资产减值损失	7.76	-0.20	6.50	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	-0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	37.15	63.07	81.29	114.50	128.36	176.34
加: 其他非经营损益	1.38	2.60	4.29	2.00	2.00	2.00
利润总额	38.53	65.68	85.58	116.50	130.36	178.34
减: 所得税	0.00	-2.32	9.56	17.48	19.55	26.75
净利润	38.53	68.00	76.01	99.03	110.81	151.59
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	38.53	68.00	76.01	99.03	110.81	151.59
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	60.95	67.87	29.33	804.89	763.08	930.86
应收和预付款项	146.44	119.96	230.93	169.89	281.22	319.32
存货	116.91	134.31	171.68	145.73	216.24	259.34
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.81	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	57.33	58.92	63.46	63.24	63.01	62.79
无形资产和开发支出	0.79	24.88	24.86	24.86	24.86	24.86
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	383.23	405.94	520.26	1208.61	1348.40	1597.17
短期借款	30.00	50.00	70.36	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	159.62	128.43	169.06	188.73	217.72	314.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	17.33	13.23	20.56	20.56	20.56	20.56
负债合计	206.95	191.66	259.97	209.29	238.28	335.45
股本	120.00	120.00	120.00	160.00	160.00	160.00
资本公积	0.16	0.16	0.16	600.16	600.16	600.16
留存收益	56.12	94.12	140.13	239.16	349.97	501.55
归属母公司股东权益	176.28	214.28	260.30	999.32	1110.13	1261.72
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	176.28	214.28	260.30	999.32	1110.13	1261.72

负债和股东权益合计	383.23	405.94	520.26	1208.61	1348.40	1597.17
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	51.51	60.88	49.13	202.96	-49.39	159.73
投资性现金净流量	-17.26	-44.81	-24.47	1.70	1.70	1.70
筹资性现金净流量	10.78	-16.61	-53.30	570.90	5.88	6.35
现金流量净额	43.87	-1.00	-29.77	775.57	-41.81	167.78

财务分析和估值指标汇总

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
收益率						
毛利率	25.29%	28.33%	27.61%	30.00%	29.00%	30.00%
三费/销售收入	14.15%	15.12%	13.86%	13.30%	12.35%	12.85%
EBIT/销售收入	9.60%	13.71%	13.59%	16.48%	15.83%	16.41%
EBITDA/销售收入	13.93%	17.50%	16.56%	16.51%	15.86%	16.43%
销售净利率	9.35%	13.94%	11.63%	14.16%	14.09%	14.47%
资产获利率						
ROE	21.86%	31.73%	29.20%	9.91%	9.98%	12.01%
ROA	10.32%	16.47%	17.08%	9.54%	9.23%	10.77%
ROIC	28.88%	48.03%	40.97%	31.27%	51.69%	40.71%
增长率						
销售收入增长率	85.67%	18.41%	34.07%	6.97%	12.43%	33.26%
EBIT 增长率	63.55%	69.06%	32.93%	29.67%	8.02%	38.16%
EBITDA 增长率	38.71%	48.79%	26.83%	6.64%	8.00%	38.10%
净利润增长率	59.34%	76.50%	11.79%	30.27%	11.89%	36.81%
总资产增长率	33.16%	5.93%	28.16%	132.31%	11.57%	18.45%
股东权益增长率	17.71%	21.56%	21.47%	283.92%	11.09%	13.66%
经营营运资本增长率	20.01%	21.22%	83.67%	-44.24%	114.81%	-4.64%
资本结构						
资产负债率	54.00%	47.21%	49.97%	17.32%	17.67%	21.00%
投资资本/总资产	39.00%	49.58%	59.17%	16.67%	26.32%	21.37%
带息债务/总负债	14.50%	26.09%	27.06%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.71	1.81	1.80	5.94	5.79	4.79
速动比率	1.09	1.05	1.09	5.16	4.80	3.97
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
资产管理效率						
总资产周转率	1.07	1.20	1.26	0.58	0.58	0.66
固定资产周转率	7.18	8.28	10.68	11.06	12.48	16.69
应收账款周转率	3.08	4.48	3.05	4.53	3.02	3.58
存货周转率	2.63	2.60	2.76	3.36	2.58	2.83
业绩和估值指标	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E

EBIT	39.55	66.86	88.87	115.24	124.48	171.99
EBITDA	57.37	85.37	108.27	115.46	124.70	172.21
NOPLAT	38.17	66.57	75.16	96.26	104.11	144.49
净利润	38.53	68.00	76.01	99.03	110.81	151.59
EPS	0.241	0.425	0.475	0.619	0.693	0.947
BPS	1.102	1.339	1.627	6.246	6.938	7.886
PE	141.20	80.00	71.57	54.93	49.09	35.89
PEG	3.82	4.53	2.77	2.08	2.00	1.20
PB	30.86	25.39	20.90	5.44	4.90	4.31
PS	13.21	11.15	8.32	7.78	6.92	5.19
PCF	105.61	89.35	110.73	26.80	-110.13	34.06
EV/EBIT	102.49	60.83	46.45	40.28	37.63	26.28
EV/EBITDA	70.64	47.64	38.12	40.20	37.57	26.24
EV/NOPLAT	106.19	61.09	54.91	48.23	45.00	31.28
EV/IC	27.12	20.21	13.41	23.05	13.20	13.24
ROIC-WACC	28.88%	48.03%	40.97%	31.27%	51.69%	#DIV/0!
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

资料来源：中国银河证券研究所

分析师简介

许耀文

传媒、通讯行业分析师，毕业于中国人民大学，2006 年加入中国银河证券研究所，负责传媒和通讯行业研究。具有 4 年证券研究经验。

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系：010-66568849
上海地区联系：010-66568281
深圳广州地区联系：010-66568908