

烽火通信

600498

增持/ 首次评级

股 价	2010-01-10
RMB26.91	

基础数据

总股本（百万股）	442
流通 A 股（百万股）	200
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	5380

财务数据

市净率 (X)	3.8
TRACING P/E (X)*	49.27
EPS (元)	0.45
股息率 (%)	0.56

*最近四季盈利计算。

相关研究

《FTTx 引领光通信持续增长》

2009/09/08

光通信行业的引领者

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3427.0	3291.9	4904.9	6079.9	7580.6
(+/-%)	46.0	53.5	43.1	24.0	24.7
归属母公司净利润(百万元)	175.3	200.8	287.2	391.9	492.4
(+/-%)	65.8	49.0	63.8	36.5	25.7
EPS(元)	0.40	0.45	0.65	0.89	1.11
P/E(倍)	67.8	59.2	43.3	31.7	25.2

■ 光通信行业进入持续成长期,成为电信运营商投资结构中成长性最高和持续性最强的系统设备细分领域。光接入系统、光传输系统和光纤光缆组成烽火光通信产业链的完整的产品线。

■ 消费者对通信带宽的持续需求是拉动产业链上游运营商对光通信系统需求的主要动力。电信运营商为满足 WIFI 接入、IPTV、高清电视等高带宽应用带来的迅速攀升的流量需求,已启动光通信的新一轮的成长性投资。

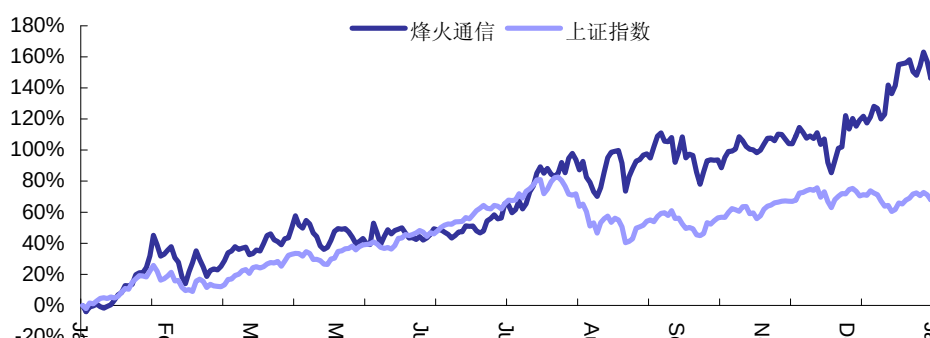
■ 广电有线电视运营商即将在三网融合的背景下进入宽带市场,基于竞争的刺激迫使电信运营商超前建设光通信的建设。有线电视运营商在三网合一的背景下预计在 2011 年中开始网络改造采购 EPON, FTTx 的市场增长速度不会在 2011 年出现明显的下降。海外市场 2010 年内也在欧美运营商的宽带政策明确后开始启动,烽火的海外市场增长将接力国内市场的增长。

■ 光通信市场结构中,中国设备制造商相对国外厂商获得了领先的竞争地位。烽火通信在国内光通信市场中维持前三名的地位能长期保持。

■ 经过多年残酷的市场竞争洗礼,烽火通信的管理能力获得了显著的提升,能够在激烈的市场竞争中不断发展和壮大。国内电信运营商维持设备商市场份额均衡的需求也保护了烽火的市场份额稳定。

■ 预计 2009 和 2010 年公司的收入分别为 49.05 亿和 60.80 亿元,净利润分别为 2.85 亿和 3.91 亿元,每股收益分别为 0.65 和 0.89 元。我们采用 PE 法估值,并结合 DCF 估值,得出公司的合理价值为 32.2 元/股,首次给予“增持”评级。

最近 52 周股价表现



分 析 师
 宋利杰
 0755 82080077
 songlj@lhq.com
 王小松
 0755 82125054

目 录

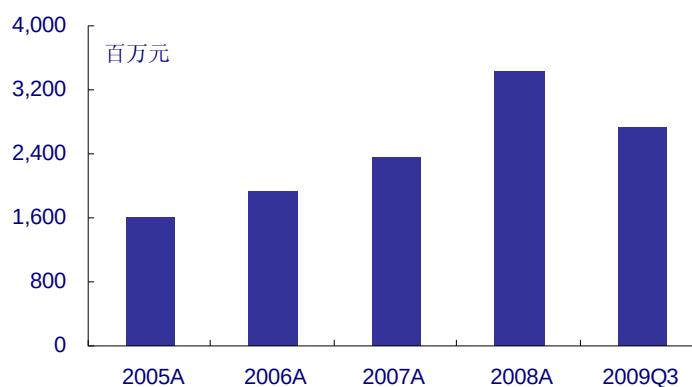
公司简介	4
光通信设备：FTTX 从萌芽期已经进入快速成长期	5
带宽需求是明确的	5
成本的降低是 FTTX 市场启动的核心因素	7
广电采购和海外市场：接力国内电信运营商的市场需求	8
电信运营商的光通信采购在 2011 年下降不会太明显	8
广电进入宽带市场采购光通信设备在 2011 年将成为现实	8
海外光通信市场复苏已经开始升温	9
FTTX 引发光传输和 FTTH 的升级：扩容的持续性体现在全光网	9
接入网的扩容直接带动城域网和传输网的升级	9
FTTX 的规模应用带动 FTTH 成本的快速下降，拉近普及的时间表	10
引领者的回报：更高的产业地位和较高的获利水平	10
龙头是中国	10
颠覆的市场格局	10
更高的获利水平	11
光纤光缆和预制棒：整体产业链竞争能力确保平稳增长	11
预制棒今年投产将直接带来利润并解决长期供给保障	11
产能的理性扩张和开工率的控制将避免灾难性的价格崩盘	11
脱胎换股的管理能力：不能总带有色眼镜看待烽火的管理水平	12
市场化是管理水平提升的根本动力	12
股权激励	12
运营商维持供应链的稳定和互相竞争的需求保护了烽火的市场份额	12
盈利预测	13
盈利影响因素分析	13
营业收入增长假设	14
毛利率假设	14
未来期间费用假设	15
盈利预测	16
估值分析	16
相对估值	16

DCF 估值.....	17
估值结果分析.....	18
风险提示.....	18
行业风险.....	18
市场竞争风险.....	18

公司简介

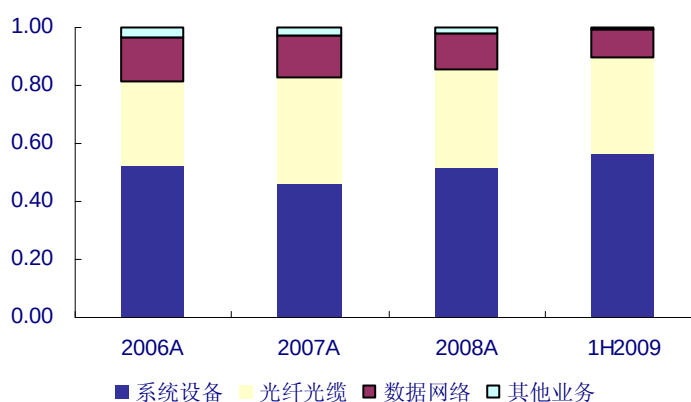
公司是光通信领域全套设备供应商,是国内光通信产业链最完整的公司之一,其产品类别涵盖通信系统设备、光纤光缆产品、数据网络产品三大系列。近年来,公司发展迅速,营业收入和营业利润大幅增长。

图 1、公司营业收入增长趋势



数据来源:公司公告、华泰联合证券研究所

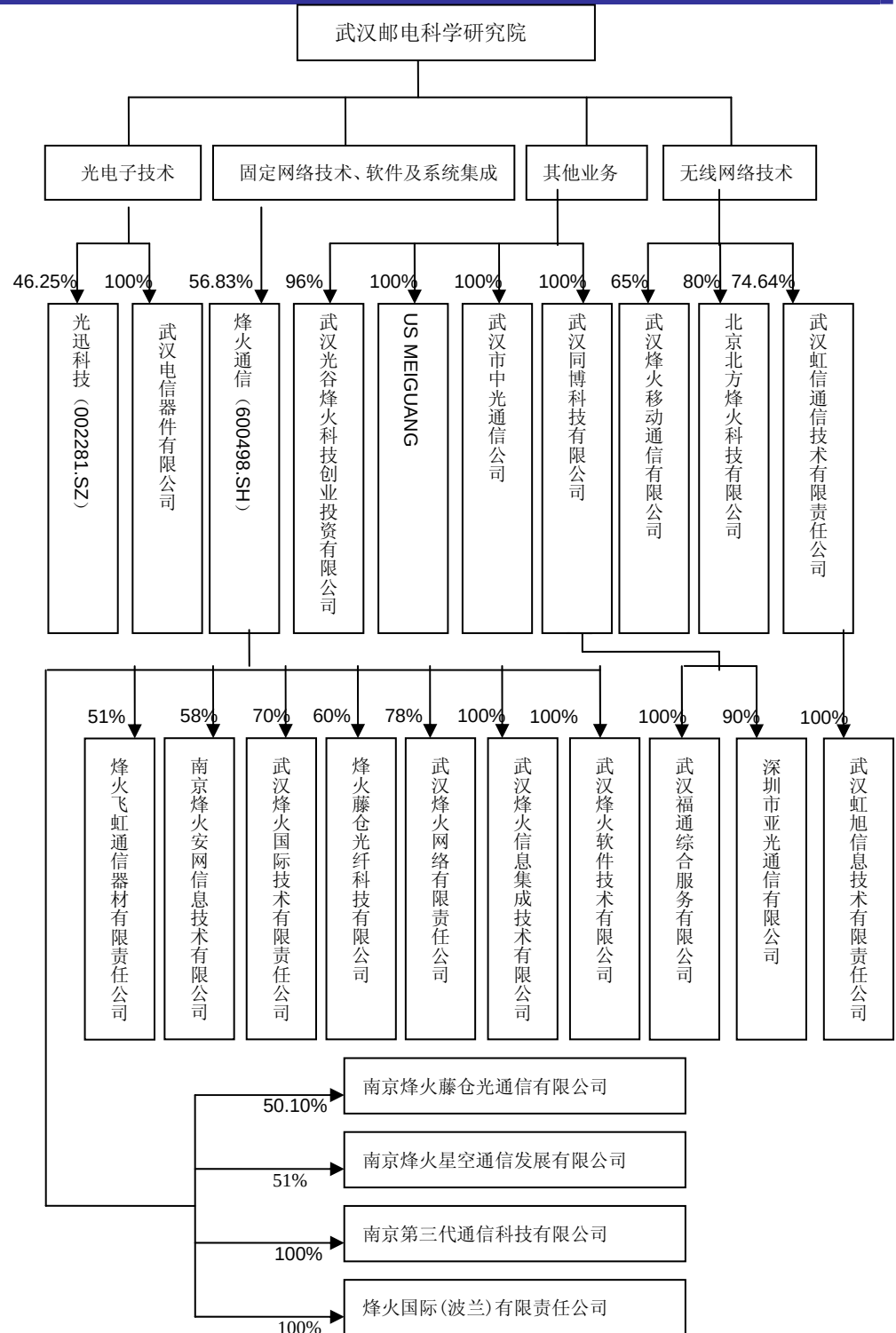
图 2、公司营业收入结构图



数据来源:公司公告、华泰联合证券研究所

公司是控股股东武汉邮电科学研究院旗下固定网络技术和软件及系统集成业务主体。武汉邮科院是中国优秀的信息通信领域产品和综合解决方案提供商,直属国务院国有资产监督管理委员会管理。除公司外,武汉邮科院旗下还有光电子业务板块和无线网络技术板块。

图 3、公司控股股东武汉邮科院下属公司一览



数据来源：公司公告、公司网站、华泰联合证券研究所

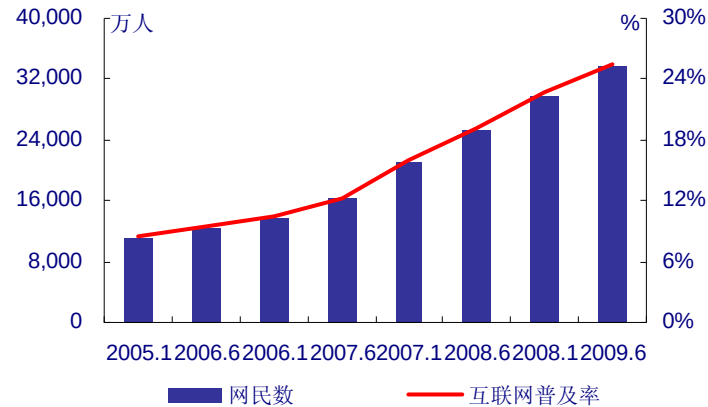
光通信设备：FTTX 从萌芽期已经进入快速成长期

带宽需求是明确的

消费者对通信带宽的持续需求是拉动 FTTX 需求的主要动力。电信运营商为

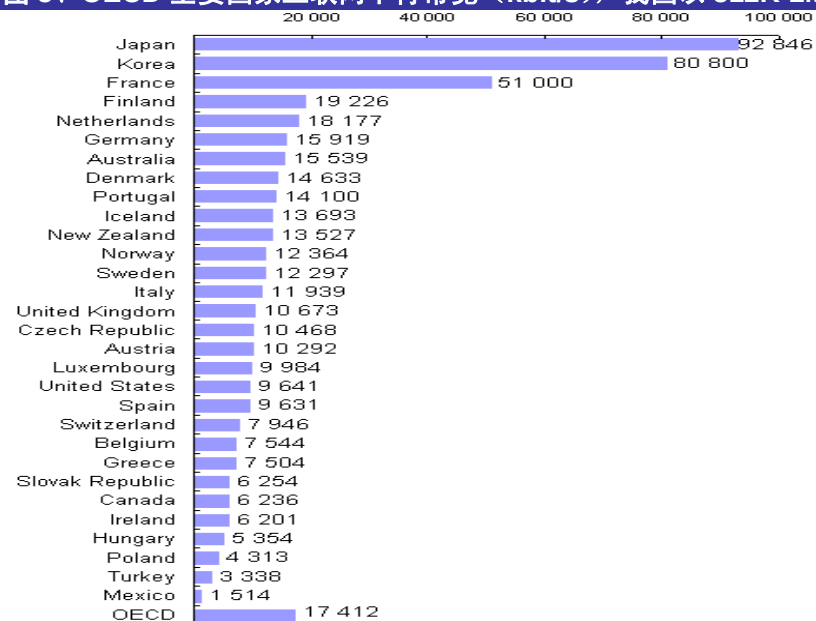
满足 IPTV、WIFI 接入、互联网视频、高清电视、手机视频等高带宽应用带来的迅速攀升的流量需求，将启动光通信的新一轮的成长性投资。

图 4、我国网民总数以及网络普及率



数据来源：CNNIC、华泰联合证券研究所

图 5、OECD 主要国家互联网下行带宽 (kbit/s)，我国以 512K-2M 为主



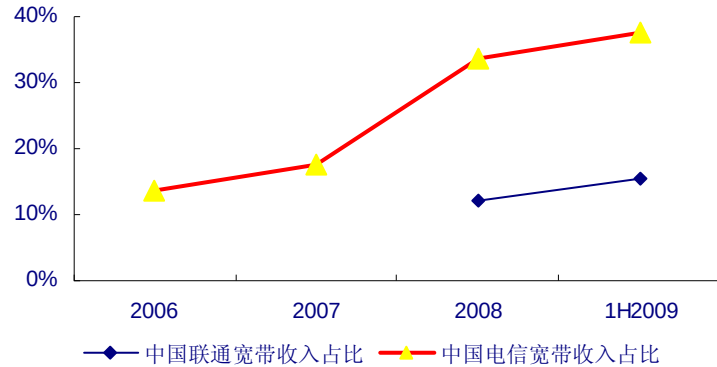
数据来源：CNNIC、华泰联合证券研究所

近年来宽带接入已经成为电信运营商的战略性业务，也是收入增长最快的业务，在电信主营业务收入中所占的比例越来越高。为了继续保持宽带接入市场稳步增长，宽带提速仍是电信运营商今后几年的重要基础工作，凭借高带宽和服务吸引更多宽带用户，以有效提高市场占有率，降低用户离网率。中国移动首次 FTTx 集采招标已于 2009 年 12 月启动，2010 年第一季度建设量将达 300 万线，正式涉水固定宽带领域。

根据中国电信的调查研究结果，大概到 2010 年左右，中国电信的高端用户带宽需求是 IPTV 移动高清电视，速率需要 6 到 10 兆。2 路标清电视 4 到 6 兆，视频通信 1 到 2 兆，上网的业务 2 到 6 兆，网络游戏 300K 到 800K，所以高端

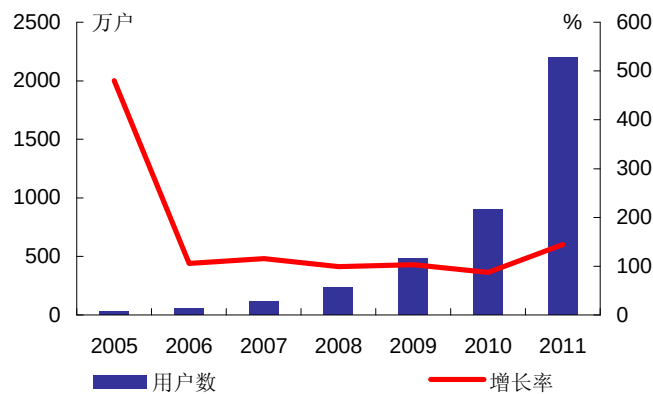
用户的基本需求是 20 兆带宽，高端需求是 50 到 100 兆。如果高清电视的输入机甚至三维的电影开始引入实践，带宽需求更高。

图 6、中国联通、中国电信宽带网络收入占比



数据来源：公司公告、华泰联合证券研究所

图 7、2003-2011 年我国 IPTV 用户数及增长



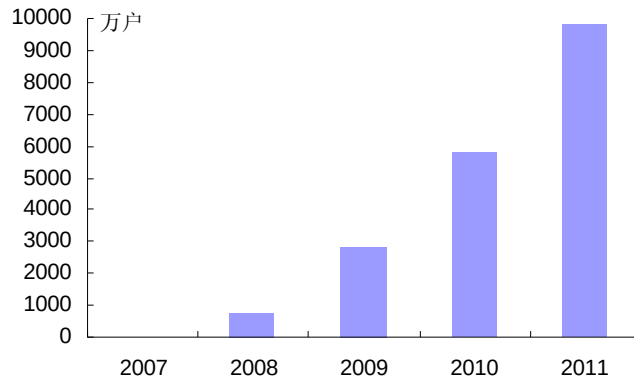
数据来源：联合证券研究所

成本的降低是 FTTX 市场启动的核心因素

随着技术的不断成熟，运营商对 FTTX 设备的集中采购，中国 FTTX 的建设成本持续大幅降低，目前 FTTH 每线成本可以降至 1000 元左右，而 FTTB+LAN 模式的每线成本已经降到和单独铺设 ADSL 相等的价格。FTTx 相对于 ADSL 的性价比优势凸显无疑，运营商开始大规模的建设 FTTX。同时由于铜的价格持续维持在高位，光纤的低价格优势也是驱使运营商大规模推进“光进铜退”的诱因。

FTTX 从萌芽期进入成长期的核心因素在于技术成熟和规模部署带来的成本大幅度下降。成本相同性价比大升促使运营商在存量宽带投资上规模部署 FTTX，FTTX 的建设需求是内生需求，因此 FTTX 投资受到宏观经济起伏的影响很小，将持续成长。

图 8、中国 FTTX 累计用户数



数据来源：华泰联合证券研究所

广电采购和海外市场：接力国内电信运营商的市场需求

电信运营商的光通信采购在 2011 年下降不会太明显

2010 年光通信行业的高速增长已经非常确定，三大运营商都已经明确了其光通信投资的明确计划，但市场普遍预期在 2011 年中国电信运营商 FTTX 的投资额会出现明显下降，因此对于烽火 2011 年光接入的销售预期较低。

我们认为宽带接入已经成为电信运营商的战略性业务，目前的渗透率仍然处在较低的水平，随着 Wi-Fi 接入商业模式的成熟和广电进入宽带市场的预期和 2011 年正式突破的现实将极大的推动国内电信运营商在宽带上的投资，新增宽带将拉动对烽火 FTTX 系统的持续需求。预计烽火 2011 年 FTTX 系统的业务收入维持在 40 - 50% 的增长速度。

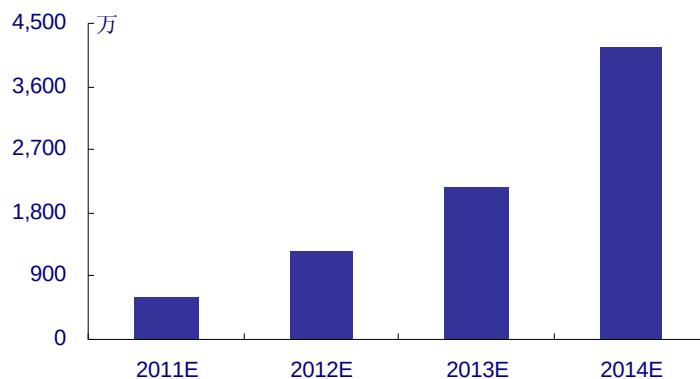
广电进入宽带市场采购光通信设备在 2011 年将成为现实

三网合一的大趋势决定了未来广电系统必将加入中国宽带建设进程。中国政府正在推动广电系统和电信系统的双向进入，进入宽带接入市场是广电有线电视运营商的基本诉求，目前按照广电总局的要求，今年广电省网整合基本完成，在做好内部整合工作之后，预计明年开始将进行网络改造。

2008 年 12 月 4 日，国家科技部与广电总局共同签署了《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》，支持开发和建设中国下一代广播电视网（NGB）。中国下一代广播电视网（NGB）是有线无线相结合、支持“三网融合”业务的、全程全网的广播电视网，骨干网速率达到每秒 1000Gbit/s，接入网用户端速率达到每秒 100Mbit/s。有线电视用户数 1.64 亿户将是未来 FTTX 改造的目标用户，预计改造将在 2011 年全面开始。

国家广电总局资料显示，目前我国数字有线电视用户总数约 6000 万，双向网络覆盖超过 3000 万户，我们保守预计双向网络覆盖每年可增长 20%。不考虑数字电视用户数增量的情况下，我们参照运营商宽带网络 FTTX 改造速度，以预测数字电视双向网络 FTTX 改造的进程。考虑到 2011 年，运营商已进行大规模 FTTX 部署，因此广电双向网络 FTTX 改造进程会快于运营商初始期。

图 9、数字电视 FTTx 改造数预测



数据来源：华泰联合证券研究所

海外光通信市场复苏已经开始升温

近年来，全球宽带互联网及无线互联网用户大幅增长，据 Infonetics 公司调研预计，全球宽带用户数将由 2005 年的 1.9 亿户增加至 2010 年的 4.4 亿户，IPTV、视频等应用的推广不断催生更高的带宽需求。

此外，欧美在金融危机的大背景下，都将宽带建设作为摆脱危机的重要手段。随着宽带建设商和美国政府谈判进程的加速，美国为首的全球宽带 FTTX 加速阶段即将在今年底和明年初开始，带来国内光通信制造商出口业务的持续增长。

据 Infonetics 公司调研预计，全球宽带用户数将由 2005 年的 1.9 亿户增加至 2010 年的 4.4 亿户，IPTV 用户数将由 2005 年的 240 万户增加至 2010 年的 6,310 万户；而同时全球已进入大规模 FTTH 服务阶段，2007 年全球 FTTH 接入设备销售收入约 16.2 亿美元，在今后的五年，FTTH 接入设备销售收入还将继续快速增长，并在 2010 年达到 24 亿美元。

表 1、欧美主要运营商 FTTx 建设规划

美国 Qwest	有 1100 万用户，FTTN 已经覆盖 300 万用户。Qwest 表示其 FTTN 建设有望实现其在美国中西部 14 个州的一半以上家庭覆盖。
美国 Verizon	计划到 2010 年发展 1800 万 FTTP 用户。
英国电信	预计到 2010 年 3 月份，英国电信 FTTx 用户数将达到 1 百万户；超高速光纤宽带长期计划的第一阶段目标是到 2012 年，将 FTTx 覆盖到英国 40% 的用户——大约 1000 万家庭用户。
法国电信	计划到 2012 年，实现 FTTH 覆盖 1000 万家庭，达到 400 万用户
荷兰 KPN	截止 2009 年 3 季度，KPN 拥有 46 万 FTTH 用户。计划在 2012 年年底前在荷兰实现 110 万到 130 万用户的 FTTH 网络覆盖。

资料来源：互联网、华泰联合证券研究所

FTTx 引发光传输和 FTTH 的升级：扩容的持续性体现在全光网

接入网的扩容直接带动城域网和传输网的升级

中国电信总工程师韦乐平近期指出，根据市场预测，未来 5 年之内，光传送网的带宽将以每年高于 50% 的速度递增，到 2010 年，骨干网截面带宽流量将达到 50T 以上，其中 97% 以上为数据带宽。以 P2P(点对点)和 IPTV 为代表的宽带

业务的崛起刺激了带宽需求,飞速增长的 IP 流量需求将直观地反映到光传送网层面。目前中国电信覆盖区域中京广线以东的多数光缆符合 40G 传输要求,将是 40G 的主要部署范围,而城域网建设投资的规模远远大于长途骨干网的需求。DWDM、SDH、MSTP、PTN 和 ASON 等建设投资需求将以每年 20-30% 以上的速度持续成长。

FTTX 的规模应用带动 FTTH 成本的快速下降,拉近普及的时间表

目前 FTTH 的成本在每线 900-1100 元之间,成本较高。运营商还不能大规模的投入建设。目前每年的建设量在 30-50 万左右,处于现场试验阶段,还处在产品的萌芽期。当每线成本降低到 700 元以内,FTTH 将开始逐步规模部署,预计 FTTH 的规模部署从 2011 年开始。FTTX 的规模应用带动 FTTH 成本的快速下降,拉近普及的时间表

引领者的回报: 更高的产业地位和较高的获利水平

龙头是中国

领先性的电信设备投资已经不是欧美发达国家完全成熟并进行规模化部署后再引入中国,而是首先或者同时在中国大规模产业化部署。中国在 FTTX 和 IPTV 的规模部署上将引领全球。这将使中国电信设备企业能提前完成技术产业化的成熟期并通过规模化部署降低成本。欧美电信巨头很难再现技术导向下率先规模化部署获得巨额创新红利的历史。

全球成长性的电信设备规模部署由中国引领将带给本土设备制造商持续优势。FTTX 建设的横向比较:

2008 年底,FTTX 总用户数上,日本以 1320 万用户的规模排第一,紧随其后是美国 605 万,中国大陆 596 万,欧洲只有 260 万。

2009 年底,预计中国 FTTX 将达到 2600 万用户端口数,一跃成为全球 FTTX 规模数第一的国家,相应的烽火、中兴和华为也将成为全球领先的 FTTX 供应商。

IPTV 建设的横向比较:

2008 年底中国大陆地区以 248 万 IPTV 用户总数居全球第一,位于其后的韩国有 160 万用户,美国、法国各近 150 万用户,香港有 102 万用户,意大利用户 92 万。

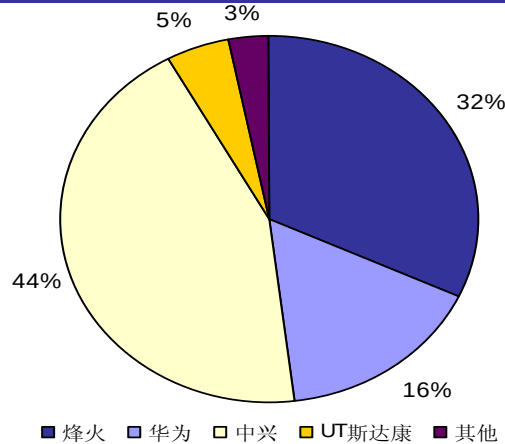
2009 年中国大陆 IPTV 的增长率将保持在 100% 以上,将持续领先全球。中兴和华为成为全球 IPTV 发货量领先的企业。

颠覆的市场格局

中国引领 FTTX 建设的结果是完全不同于传统电信设备目前的市场格局划分,完全颠覆的市场格局,国外厂商的市场份额很低。只要是由中国引领的新建设电信投资,市场份额都将重复 FTTX 市场份额的逻辑。

FTTX、IPTV 的投资将首先在中国进行规模部署,中国企业将受益良多: 领先的市场份额和较高的获利水平

图 10、中国 EPON 市场份额(2009 年 Q1)



数据来源：CCID，华泰联合证券研究所。

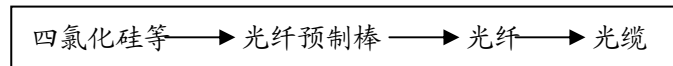
更高的获利水平

由于竞争参与主体较少，竞争程度低，FTTX 在跑马圈地后将获得超出通信设备整体的毛利率水平。

光纤光缆和预制棒：整体产业链竞争能力确保平稳增长

预制棒今年投产将直接带来利润并解决长期供给保障

光纤光缆行业的产业链分布如下：



尽管我国已是光纤光缆产销大国，2009 年我们的市场将占世界市场总体的一半，我们已经连续三年列世界的光纤光缆第一名。但是我国光纤产业发展严重不平衡，光缆和光纤拉丝能力迅速扩张，而作为利润核心的光纤预制棒却是短板，大约 80% 都需要依赖进口。向产业链上游突破，既是国内光纤光缆厂商发展的必然要求，也是世界版图中产业升级和转移的必然趋势。

烽火通信已与日本藤仓共同设立藤仓烽火光电，其主要产品为光纤用预制棒等光电子产品。藤仓以 3600 万美元出资，占注册资本的 60%；本公司以 2400 万美元出资，占注册资本的 40%。预计 2011 年实现收入约 1.8 亿元、2013 年实现收入约 3.6 亿元。完全扩产后基本能够满足烽火通信的光纤预制棒需求。藤仓技术路线下公司内部生产预制棒具有成本方面的优势，竞争优势将最终反映在下游光纤光缆长期市场份额上的提升上。

产能的理性扩张和开工率的控制将避免灾难性的价格崩盘

预计到 2009 年底国内行业整体产能可达到 8000 到 9000 万芯公里，2010 年，光纤光缆供求关系将由 2009 年供应趋紧转变为供需平衡，2011 年转变为供略大于求。不断增长的需求包括国际市场的需求将逐渐消化扩容实现的产能，带动行业持续成长。

国内领导地位厂商在 2011 年扩产后保持 85% 的开工率是理性的，也是可以

接受的正常状况。国内厂商恶性竞争带来产品市场价格大幅下降的危险存在，但发生后长期维持的概率不大。

光纤光缆厂商与下游电信运营商的价格博弈机制趋于稳定，将明显降低价格波动的非理性行为，带来行业利润率的相对稳定。预计明年运营商光缆招标结果每芯公里在 80 元左右的可能性较大。行业增长率今年维持在 12 - 15 % 左右。烽火通信的光纤光缆业务将维持目前的行业地位稳步发展。

脱胎换股的管理能力：不能总带有色眼镜看待烽火的管理水平

市场化是管理水平提升的根本动力

通信设备制造产业是市场化和国际化都非常高的高科技产业。检验管理水平的唯一标准是企业经营业绩和市场竞争能力。烽火通信的技术能力在光通信领域中比华为略差，和中兴在技术上相差不大。在市场拓展方面，相对优秀企业还有一些距离，但绝不是弱不禁风。烽火通信经过多年的市场化运作，已经形成较为成熟的公司治理结构，公司高级管理人员非常稳定敬业，已经焕发出较高的职业热情，在内部管理上锐意进取，不断完善。评价烽火通信的管理水平不能仅仅看企业规模和企业过去，应该更加全方位的评价在产业变革和管理提升背景下公司的新变化。

股权激励

公司 2009 年 2 月 13 日公告了《烽火通信科技股份有限公司首期股票期权激励计划（修订）》。公司通过股权激励，使得管理层和骨干的利益能够与股东利益、公司经营业绩相一致，能够进一步提升公司管理水平，并提高公司业绩。

本次股权激励方案中股票期权数量仅为 236 万份，占公司总股本的 0.53%；期权获授最多者仅有 3.9 万份。和其他公司相比，股权激励程度明显较低。但是更为重要的是，本次股权激励为后续更广范围的股权激励奠定了基础，公司为了进一步发挥股权激励的效果，后续有望将继续推出股权激励方案。这将有助于长期地提升公司管理水平和保证公司业绩持续增长。

表 2、公司股权激励方案简介

授予对象	包括公司董事（不包括外部董事）、高级管理人员和关键岗位员工等共 150 人		
期权数量	236 万份		
行权价	17.76 元		
行权条件 （财务指标）	2011 年	净资产收益率 $\geq 8.2\%$	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）
	2012 年	净资产收益率 $\geq 10\%$	
	2013 年	净资产收益率 $\geq 10\%$	
	2014 年	净资产收益率 $\geq 10\%$	
限售期	2年		
股票来源	向行权对象定向增发		

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

运营商维持供应链的稳定和互相竞争的需求保护了烽火的市场份额

光通信行业经过多年竞争，格局已经基本稳定，国内厂商和完全占优，在成

本方面具有明显优势，且在技术方面部分领域还处于领先地位；国内华为、中兴和烽火三强为主的竞争格局将长期维持，其市场集中度明显高于其他电信设备细分结构。

如果产业集中度进一步降低，将明显不利于运营商在产业链上的谈判地位，电信运营商维持设备商市场份额均衡的需求将保护烽火市场份额的稳定。

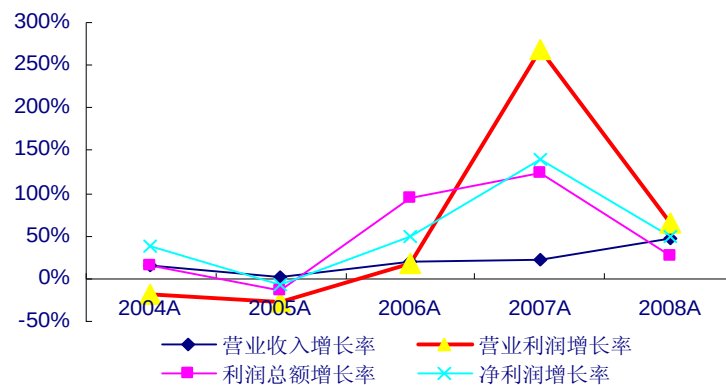
盈利预测

盈利影响因素分析

四个因素影响公司业绩：营业收入增长率、毛利率、期间费用率、资产减值。

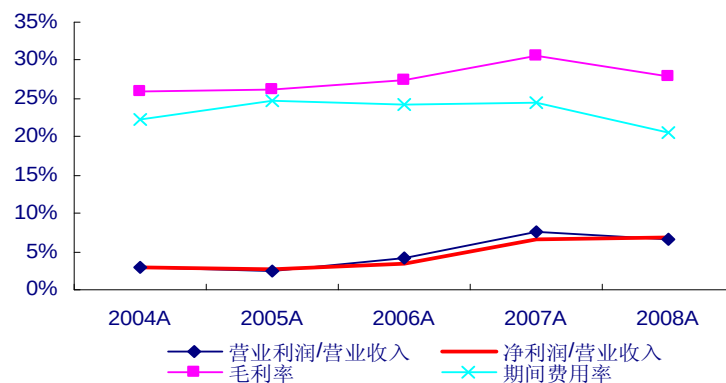
公司经营业绩增长波动幅度大于营业收入变动，受毛利率、期间费用率影响很大。例如2007年和2008年，公司营业收入同比增长22.13%和46.01%，而营业利润分别增长268.32%、64.43%；净利润增长139.49%、49.97%。2007年公司净利润增幅远超过营业收入增幅，主要原因在于毛利率提高了3.25%，从2006年的27.36%提高到2007年的30.61%。2008年的净利润增和营业收入增幅相当，在毛利率减少了2.79%的情况，期间费用率却下了3.99%。

图 11、公司收入和利润增长率变化趋势比较



数据来源：公司公告、华泰联合证券研究所

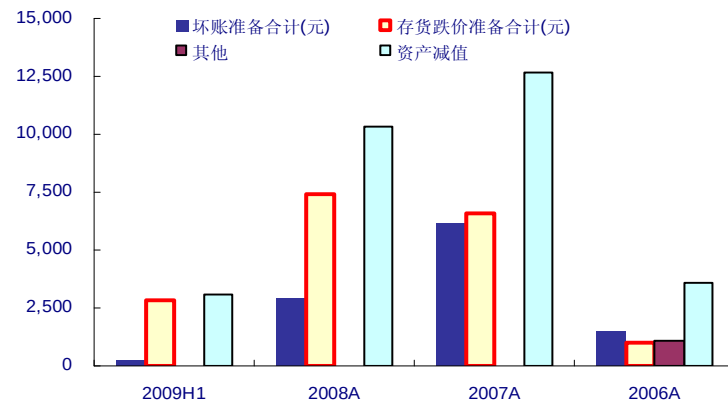
图 12、公司主要财务比率变化趋势比较



数据来源：公司公告、华泰联合证券研究所

公司2007年和2008年资产减值大幅增加，主要为坏账准备和存货跌价准备。体现了公司谨慎的财务政策，也为公司未来的业绩提供一定保障。

图 13、公司资产减值明细



数据来源：公司公告、华泰联合证券研究所

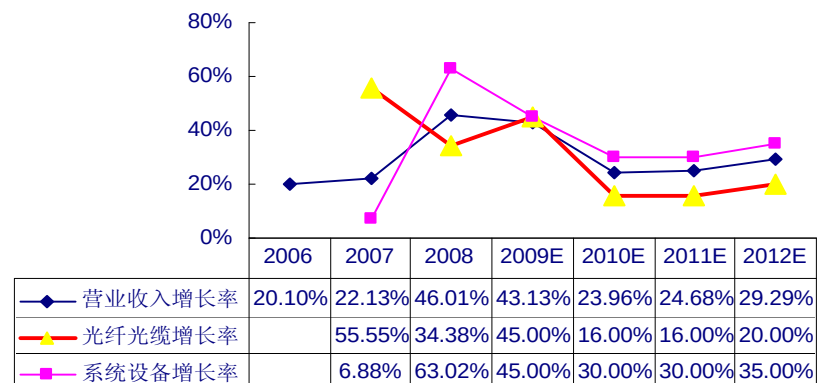
营业收入增长假设

受益于运营商骨干网、城域网改造、3G 建设和 FTTx 推进，公司 2006-2008 年营业收入复合增长率达到 33.54%。

我们预计公司 2010-2014 年营业收入复合增长率将达到 27.17%。其中 2009 年、2010 年营业收入增长速度逐渐回落，但仍保持在较高的水平。理由有三：第一、如前所述三大运营商 FTTx 规模化建设启动；第二、公司数额较大的发出商品和预收账款为后续营业收入增长提供了保障。公司 2009 中报显示，存货中发出商品净值为 15.13 亿，预收账款为 5.28 亿。

2012 年公司营业收入将再次迎来拐点，增速则会进一步提高。主要理由是我国有线电视 FTTX 改造和海外市场 FTTx 建设会在 2011 年启动，在 2012 年会进入快速发展轨道。

图 14、公司营业收入增长率预测



数据来源：公司公告、华泰联合证券研究所

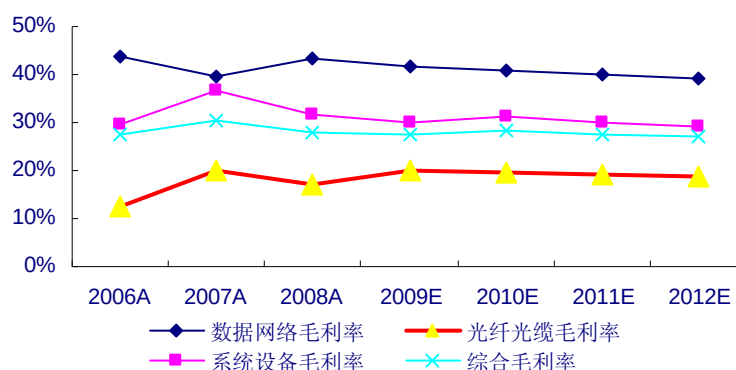
毛利率假设

公司毛利率主要取决于运营商采购规模以及竞争程度，受上游原材料供应影响较下。公司2006-2008年的毛利率呈现如下特点：第一、公司综合毛利率较为稳定；第二、系统设备毛利率逐步下降；第三光纤光缆毛利率逐步上升。

2009年公司在系统设备市场“跑马圈地”导致毛利率略有下降，我们预计2010年公司系统设备毛利率会有一定幅度回升，后期则会随着市场竞争加剧，呈微幅

下降；公司光纤光缆毛利率受市场供需影响，2009年会是个高点，明后两年会略有下降。因此公司综合毛利率在2010年回升，之后则呈现微幅下降的趋势。

图 15、公司主营业务毛利率分析预测

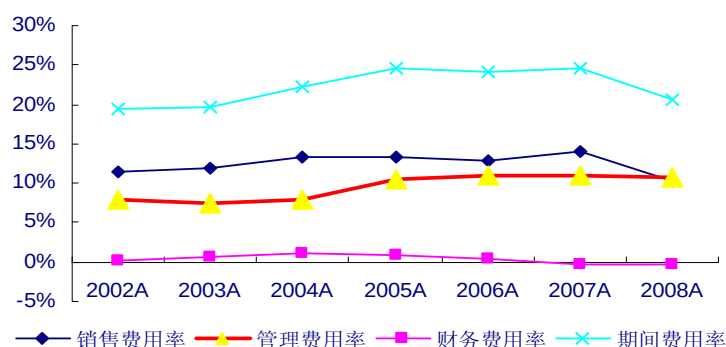


数据来源：公司公告、华泰联合证券研究所

未来期间费用假设

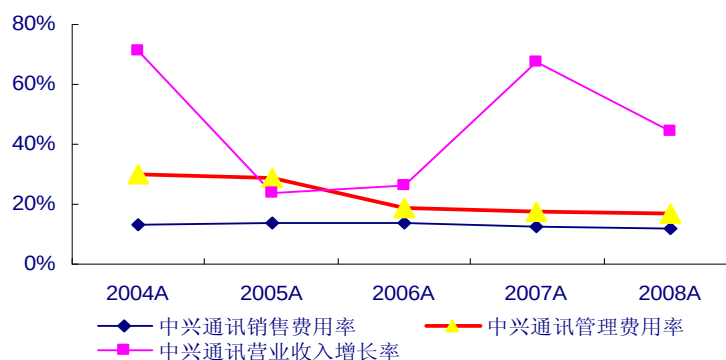
从2009年公司三季度报来看，公司的期间费用率明显下降，为18.13%，比2008年期间费用率的20.6%，下降了2.47个百分点。我们预计2009年全年的期间费用率相比前三季度不会有大幅变化。股权激励方案的实施对公司有效控制期间费用具有积极作用，但是尚不能确定费用率明显下降是否为一个长期趋势。公司从2009年会逐步确认股权激励费用，以及未来规模的扩张会使得销售费用随之增加，但是考虑到公司营业收入增长较快，我们假设管理费用前期稳定而后呈下降趋势；销售费用率会小幅上升后保持稳定。

图 16、公司往期期间费用率变化趋势



数据来源：公司公告、华泰联合证券研究所

图 17、中兴通讯（000063.SZZ）往期期间费用率变化趋势



数据来源：公司公告、华泰联合证券研究所

从业务结构、发展路径、股权激励实施等方面来看，中兴通讯在过去高速发展阶段的期间费用率变化对我们预测烽火通信具有一定的参考意义。

盈利预测

基于上述行业分析和财务假设，我们预计公司 2009-2011 年可实现营业收入 49.05 亿、60.80 亿和 75.81 亿元，归属母公司股东净利润分别为 2.87 亿、3.92 亿和 4.92 亿元，EPS 分别为 0.65 元、0.89 元和 1.11 元。

估值分析

相对估值

根据分类加总估值法，对公司主营业务价值和所持广发基金股权估值加总，对应每股价值为 $29.05+3.15=32.2$ 元。

公司主营业务估值

2008 年，公司归属母公司股东净利润为 1.75 亿元，其中来自广发基金分红收入 4000 万元。2009 年公司可获得来自广发基金分红 3000 万元。基于 2009 年基金规模不断扩大导致收入大幅增长的考虑，保守估计公司 2010 年来自广发基金的分红不低于 4000 万。因此，剔除广发基金投资收益，公司 2009-2010 年，EPS 分别为 0.60 元和 0.83 元。

通过可比公司法估值。通信设备行业各公司因业务结构、市场前景、收入增长等不同，应具有不同的市盈率水平。通过与行业内各公司估值水平比较，公司 2010 年市盈率取 35X 是合适的，剔除广发基金投资收入后，对应的股价应该为 $0.83*35=29.05$ 元。

我们根据 PEG 方法对上述估值进行解析。选取公司未来 5 年的税后净利润复合增长率，为 32.41%，公司 $PEG=35/32.41=1.08$ ，因此，29.05 元/股的价格反应了公司主营业务的合理价值（剔除广发基金投资收益）。

代码	简称	最新价格 (元)	每股收益		市盈率 PE	
			09E	10E	09E	10E
000063	中兴通讯	43.39	1.33	1.70	32.63	25.53
600487	亨通光电	34.74	1.02	1.28	34.05	27.08
600522	中天科技	24.25	0.99	1.18	24.38	20.49
002194	武汉凡谷	21.70	0.69	0.86	31.38	25.12
002115	三维通信	29.25	0.59	0.80	49.77	36.68
002231	奥维通信	18.72	0.24	0.29	76.99	65.67
600198	大唐电信	20.75	0.14	0.21	143.98	97.83
002281	光迅科技	33.76	0.62	0.78	54.84	43.34
600498	烽火通信	26.91	0.63	0.83	42.66	32.38
中值					42.66	32.38

资料来源：Wind、华泰联合证券研究所；股价为 2010.1.8 收盘价。

所持广发股权估值

公司持有广发基金 16.67% 的股权。我们通过分析历次基金公司股权转让溢价水平对该部分股权进行估值。为体现合理的市场估值，我们选择 2009 年内交易、且交易双方无关联关系的案例。其中泰达荷银转让价格根据 2009.11.24 汇率 6.83 换算；其利润根据同等管理资产规模的基金公司净利润数据测算。

博时基金、工银瑞信、泰达荷银股权转让价格对应的溢价水平分别为 14.11X、6.65X、31.97X。广发基金与博时基金市场地位相当，并且博时基金股权转让比例与公司所持广发基金股权比例接近。因此，我们比照博时基金股权转让溢价，取 14 倍溢价，则公司所持广发基金股权对应每股价值为 3.15 元。

基金公司名称	转让时间	转让价格 (亿)	2008 年净利润 (亿元)	2009 年底管理资产规模 (亿元)	股权比例
博时基金	2009.9	26.28	7.76	1,504.56	24%
工银瑞信	2009.11	2.58	1.94	626.76	20%
泰达荷银	2009.11	1.56 亿美元	0.68	208.06	49%
广发基金			5.96	1104.71	

资料来源：Wind、华泰联合证券研究所

DCF 估值

我们在永续增长的假设下，采取 DCF 法估值。主要假设如下表：

表 5、DCF 估值主要假设

假设

贝塔值 (β)	1.16
无风险利率 (%)	3.68%
市场的预期收益率 (%)	11.00%
WACC	11.88%
永续增长率	2.00%
每股内含价值 (元)	32.65

资料来源：华泰联合证券研究所

根据 DCF 估值法，公司每股内含价值为 32.65 元。通过对 DCF 估值进行敏感性分析可得到，当 WACC 在 10.88%-12.88% 区间内，永续增长率在 1%-3% 区间内，公司的合理价值区间为 30.57-34.93 元。

表 6、DCF 估值敏感性分析

		永续增长率				
	32.65	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
	9.88%	37.41	40.17	43.65	48.13	54.13
	10.88%	32.85	34.93	37.48	40.68	44.81
WACC	11.88%	29.14	30.74	32.65	35.01	37.96
	12.88%	26.07	27.32	28.80	30.57	32.74
	13.88%	23.51	24.50	25.65	27.01	28.65

资料来源：华泰联合证券研究所

估值结果分析

基于上述分析，我们认为公司的合理价值为 32.2 元/股。

该估值水平对应的 PEG 仅为 1.08，也低于基于 DCF 法的公司每股内含价值 32.65 元，充分体现了公司未来的成长性以及长期价值。

风险提示

行业风险

未来运营商的 FTTx 进程、国家广电双向网络 FTTx 改造进程，以及还是市场的复苏程度将会影响到公司业绩的成长幅度。

市场竞争风险

未来公司市场份额及盈利水平受到其他强势通信设备制造商如华为、中兴等市场竞争的影响。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	4701	6930	7700	9258	营业收入	3427	4905	6080	7581
现金	1197	2081	1771	1937	营业成本	2474	3554	4364	5499
应收账款	1181	1785	2204	2735	营业税金及附加	25	35	44	55
其他应收款	41	92	120	128	营业费用	352	422	547	683
预付账款	76	71	87	110	管理费用	368	503	633	726
存货	2011	2639	3193	3939	财务费用	-14	6	4	-1
其他流动资产	195	262	325	409	资产减值损失	104	46	0	0
非流动资产	953	1025	1138	1269	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	39	95	95	105	投资净收益	49	30	45	57
固定资产	724	758	835	956	营业利润	167	369	532	676
无形资产	87	81	76	71	营业外收入	62	65	68	65
其他非流动资产	103	91	132	137	营业外支出	3	2	2	2
资产总计	5654	7956	8839	10527	利润总额	226	431	598	738
流动负债	2858	4140	4544	5627	所得税	-8	39	54	67
短期借款	6	335	0	0	净利润	235	392	544	671
应付账款	830	1372	1632	2009	少数股东损益	59	105	152	179
其他流动负债	2022	2432	2912	3619	归属母公司净利润	175	287	392	492
非流动负债	8	166	167	167	EBITDA	244	419	584	730
长期借款	0	157	157	157	EPS (元)	0.43	0.65	0.89	1.11
其他非流动负债	8	9	9	9	主要财务比率				
负债合计	2866	4305	4710	5794	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	329	434	586	765	成长能力				
股本	410	442	442	442	营业收入	46.0%	43.1%	24.0%	24.7%
资本公积	1718	2217	2217	2217	营业利润	64.4%	121.0%	44.2%	27.0%
留存收益	332	558	883	1309	归属于母公司净利润	65.8%	63.8%	36.5%	25.7%
归属母公司股东权益	2460	3216	3542	3968	获利能力				
负债和股东权益	5654	7956	8839	10527	毛利率(%)	27.8%	27.5%	28.2%	27.5%
现金流量表					净利率(%)	5.1%	5.9%	6.4%	6.5%
单位: 百万元					ROE(%)	7.1%	8.9%	11.1%	12.4%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	8.9%	17.4%	20.1%	21.5%
经营活动现金流	239	246	212	360	偿债能力				
净利润	235	392	544	671	资产负债率(%)	50.7%	54.1%	53.3%	55.0%
折旧摊销	90	44	48	55	净负债比率(%)	8.08%	11.44%	3.33%	2.71%
财务费用	-14	6	4	-1	流动比率	1.64	1.67	1.69	1.65
投资损失	-49	-30	-45	-57	速动比率	0.86	0.97	0.93	0.90
营运资金变动	-147	-191	-339	-330	营运能力				
其他经营现金流	123	24	-1	22	总资产周转率	0.65	0.72	0.72	0.78
投资活动现金流	-142	-86	-116	-129	应收账款周转率	3	3	3	3
资本支出	190	60	161	176	应付账款周转率	3.34	3.23	2.91	3.02
长期投资	-2	56	0	10	每股指标(元)				
其他投资现金流	46	30	45	57	每股收益(最新摊薄)	0.40	0.65	0.89	1.11
筹资活动现金流	-258	725	-406	-65	每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.56	0.48	0.81
短期借款	-201	329	-335	0	每股净资产(最新摊薄)	5.57	7.28	8.02	8.98
长期借款	-234	157	0	0	估值比率				
普通股增加	0	32	0	0	P/E	67.83	41.40	30.34	24.14
资本公积增加	0	499	0	0	P/B	4.83	3.70	3.36	3.00
其他筹资现金流	176	-293	-70	-65	EV/EBITDA	44	25	18	15
现金净增加额	-166	884	-311	166					

数据来源: 联合证券研究所.

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。