

烽火通信 600498.SH

看清PTN和家庭网关前景，把握历史性机会

东方证券
ORIENT SECURITIES

公司评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
行业	通信及相关设备制造				
目标价	37.3 元				
报告日期	2010 年 6 月 3 日 星期四				

陈刚	军工电子行业首席分析师
	执业证书编号: S0860208110155
吴友文	通信行业高级分析师
	63325888*6091
	wuyouwen@orientsec.com.cn;
	执业证书编号: S0860110030045

事件：媒体报道中国电信基本确定 PTN 和 OTN 为承载升级方向+从当前市场对烽火在 PTN 和家庭网关领域面临的机遇并未看清

C114 6月2日讯，中国电信认为 PTN 和 OTN 已经具备规模化商用能力，并已在上海电信展开了 900 座基站的试点工作，这区别于以前有关等待标准化程度提高后再行确定方向的说法。另外，通过近期的交流，我们感觉市场对 PTN 和家庭网关正处在的历史性机遇并未看清，尽管大家对接入设备 PON 这块的高增长预期比较一致。

我们的观点：

之一：PTN 不仅仅是中国移动的 PTN，中国电信、中国联通升级也迫在眉睫，PTN 对烽火是规模效应大过价格隐忧

- PTN 不仅仅中国移动的 PTN。中国移动 PTN 招标已经展开，而中国电信从 SDH/MSTP 向 PTN 升级的路径也基本确定，中国联通也进行了测试（如表 1 所示）。因为从技术来说，当前 SDH、MSTP 已经无法满足 PTN 市场规模前景庞大，预计以后每年在百亿以上。
- 对于烽火规模效应大过价格隐忧。烽火通信 2009 年在 MSTP/PTN 产品线从移动获得收入约为 5 亿多，而去年移动一期 PTN+即将到来的二期 PTN（规模 50 亿按 20%份额算）总标额已经达到约 16 亿；2009 该产品线从电信获得收入 2 亿多，如果电信 PTN 一旦开标，规模将不会小于移动，从 15-20%的份额来算，以后电信这块贡献收入将远远超过 2 亿，预计到 10 亿规模；而中国联通也是相似，预计三年内烽火这块收入有望接近 30 亿。同时 PTN 升级还会带动 OTN 和 ASON 等产品的扩张。
- 国际大环境下国内招标设备国产化要求将保障烽火中标份额在 15-20%。在当前国际大环境下国内招标的国产化要求已经加强，几年前每次招标国外设备商占重头戏的场景现在很难看到，在光通信领域国内招标中兴、烽火、华为三分天下的趋势很明显。
- 从中兴历史来看降价但规模扩张下，毛利可以基本维持稳定。

表 1 电信运营商 PTN 战略基本情况

PTN 战略推进和大致进展	
中国电信	已对 PTN 基于 EvDO REV A 和 IPRAN 进行了公共承载测试，基本确定 PTN 可行性，明确 PTN 已经具备商用化能力；已经在上海展开了 900 座基站的试点
中国移动	明确基于 PTN 完善传送网和基站回传承载，已启动商务招标 2009 年为 30 亿，2010 年预计 50 亿；预计正进一步完善运维管理和标准化
中国联通	当前仍以升级 MSTP 设备为主；但 MSTP 和城域以太网用于 3G 回传面临很多挑战，PTN 已在多地进行本地化测试

资料来源：东方证券研究所

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

之二：家庭网关是 FTTx 推进的必然发展方向，三网融合是其暴增触发因素而非必要条件

- **从国际来看，家庭网关是 FTTx 推进的必然发展方向。**从出货量来看，2008 年全球家庭网关出货量大增 34% 达到 4870 万台，而 ADSL Modem 出货量则在下降，家庭网关是家庭接入带宽不断升级的背景下，家庭网络复杂化的背景下必然的发展方向，全球的发展如表 3 所示。
- **三网融合是触发因素而非必要条件。**三网融合会大规模促进家庭网关产品的突破，但是如果三网融合进展不理想，随着 FTTx 的建设，家庭网关也将成为运营商推广宽带的必然选择，也成为家庭网络管理的必然选择；从全球发展的历史可以看出。
- **国内家庭网关市场正在起步阶段，未来市场空间巨大。**中国电信在家庭网关采购方面 2009 年中之前有过接近 700 万的采购量，中低端产品为主，中国联通更少（如表 3 所示），适应当前带宽较低的特点。而根据中国电信的计划 2010 年要建设 100 万线 FTTH（应用高端家庭网关），计划十年内要建设 5000 万到一亿的 FTTH，未来市场空间巨大。
- **烽火在 FTTx 设备方面的优势将持续到家庭网络产品，促进烽火家庭网关成为重要收入组成部分。**家庭网关预计先期主要通过运营商采购的方式扩大市场，而同时通过消费电子渠道销售也是重要方式；烽火通信在 FTTx 方面的技术优势将使得其产品在运营商招标和市场推广中均处以有利地位。我们预计，在考虑三网融合触发的情况下，烽火通信未来三年家庭网关收入有望达到 6、12、15 亿（具体出货量市场份额价格如表 4 所示），大幅提升烽火通信投资价值。

表 2 国际运营商家庭网关应用带来良好效果

国际运营商	家庭网关业务推进效果
	日本电信(NTT)的家庭网关更关注智能化。家庭网关是整个家庭网络的核心并且能够成为整个家庭的服务器，适应数字家庭的发展。
日本 NTT	它支持与 3G 的融合，支持 VoIP 功能。日本 NTT 通过家庭网关实现数字家庭的各项应用，表现出以下优势：功能强大，实现了所有的控制、语音、视频的功能；终端模式适配广泛，支持了 WiFi、3G 以及蜂窝网络多种形式；家庭网络网关支持多种接入方式，包括 FTTH、以太网等等。
法国电信 FT	2004 年启动 LiveBox 家庭网络业务，截至 2008 年 LiveBox 用户达到 800 万户；也正是得益于家庭用户业务的良好发展，2008 年其家庭用户收入占据总收入 44% 左右
英国电信 BT	2006 年启动 HomeHub 计划，截至 2008 年底，累计出货量超过 300 万，由于家庭网关提供的融合业务，使得家庭用户 ARPU 提升 5%，一定程度弥补了语音资费下降损失
Vodafone	2007 年开始推广家庭网关，已发展 40 万用户
Telefonica	2008 年采购了 220 万台高端家庭网关，2009 年在南美市场推出

资料来源：东方证券研究所

表 3 国内电信运营商家庭网关推进情况

	家庭网关推进情况
中国电信	在 2008 年前累计采购 400 万台，主要是配合“我的 e 家”套餐的推广，2009 年上半年采购了 300 万台
中国移动	发展和拓展 TD 上行的家庭网关，希望藉此打开家庭用户市场短板
中国联通	在 2008 年采购了 39 万台做为测试和部分推广

资料来源：东方证券研究所

表 4 家庭网关预计市场发展和烽火通信份额占比

	2010 年		2011 年		2012 年	
家庭网关类型	高端	中低端	高端	中低端	高端	中低端
累计采购数量（万台）	100	800	200	1200	400	1500
采购均价（元）	800	200	750	200	720	200
采购规模（万元）	80000	160000	150000	240000	288000	300000
总市场规模（亿元）	24		39		58.8	
烽火预计份额估计（亿元）	6		12		15	
市场份额占比	25.00%		30.77%		25.51%	

资料来源：东方证券研究所

投资建议。

根据我们对烽火通信营收的分析预测和毛利率的分析预测（如表 5 所示），考虑到广发基金的股权投资收益和因为家庭网关等三网融合业务终端带来的新增收入，我们预计 2010—2012 年三年 EPS 分别为 0.98、1.43、1.76 元。

我们分别对原光通信等主业（30X）、广发基金股权、家庭网关等三网融和终端业务（30X）分别估值（如表 6 所示），取 2010 年和 2011 年估值的中值，给予烽火通信 6 个月目标价 37.3 元，维持“买入”评级。

表 5 烽火通信分业务营收和毛利率预测

营收预测(亿元)	2009	2010E	2011E	2012E
通信网络	26.52	40	52	62
MSTP 和 PTN	10.30	14.00	20.00	25.00
ASON	5.30	5.50	6.10	7.00
DWDM 和 OTN	5.20	5.50	6.20	7.00
PON	5.80	15.00	20.00	23.00
光纤光缆及电缆	14.83	16.10	17.00	17.50
数据网络产品	5.13	6.41	7.89	9.54
家庭网关终端		6.00	12.00	15.00
进口代理费	0.08	0.12	0.15	0.18
营业总收入	46.64	68.63	89.34	104.22
营收增长率	36.80%	47.16%	30.17%	16.66%
毛利率				
通信网络	27.93%	26.50%	26.00%	25.50%
光纤光缆及电缆	21.59%	17.00%	19.00%	22.00%
数据网络产品	43.21%	45.00%	45.00%	45.00%
家庭网关终端		30.00%	29.00%	28.00%
进口代理费	100.00%	100.00%	10.00%	100.00%
综合毛利率	27.73%	26.43%	26.87%	27.19%

资料来源：东方证券研究所

表 6 烽火通信分年度估值预期分析

EPS 分解	2010 年	2011 年	2012 年
光通信业务	0.78	1.07	1.32
广发基金分红	0.06	0.08	0.10
家庭网关等三网融合终端产品	0.14	0.28	0.34
EPS	0.98	1.43	1.76
估值	2010 年	2011 年	2012 年
光通信业务 (30X)	23.4	32.1	39.6
广发基金分红 (股权估值)	3	3.5	4
家庭网关等三网融合终端产品 (30X)	4.2	8.4	10.2
合理估值 (元)	30.6	44	53.8

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn