

将全面受益三网融合实质推进


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 8 日 星期二

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：媒体报道三网融合试点方案第六稿获通过

经济观察网 (www.eeo.com.cn) 报道, 6 月 7 日, 本网从广电总局获悉, 三网融合试点方案第六稿终于获得了国家三网融合领导小组的认可; 根据领导小组的实施意见, 该方案将在 6 月 15 号之前向各地征集试点城市实施方案, 在 6 月 28 号开始实施; 此前争议已久的音视频节目播控权被确定为广电总局独家所有, 同时广电总局下属单位有权开展有线互联网 IP 电话等业务。工信部将在明日 (6 月 8 日) 召开厅局级领导会议, 对有关实施细节进行讨论和部署。

我们的观点:

- **三网融合实质推进将进一步提升光通信投资增长预期。**三网融合 5 月以来的六稿均默认广电作为电信运营主体的形式, 这意味着无论后续的具体试点是否会涉及到网络的共建共享, 都将会带来确定性的光通信网络投资增长, 利好烽火通信。
- **家庭网关产品将借三网融合试点东风爆发。**我们认为家庭网关是电信运营商在三网融合试点中为加强对家庭业务的推广所必需借力的关键平台, 从国际发展的趋势来看就是如此 (如表 1)。我们近期了解到, 很少有人在国内用到过或者看到过家庭网关的应用, 这正说明了家庭网关在国内还在起步阶段 (截至 2009 年中运营商累计采购没有超过 1000 万台, 如表 2 所示), 存在巨大的市场空间。再次强调烽火通信将大幅度受益家庭网关的爆发。
- **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 3 所示), 大幅提升烽火通信投资价值。
- **投资建议:** 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 4 所示), 取 2010 年和 2011 年估值的中值, 给予烽火通信目标价 37.3 元, 维持 “买入” 评级。

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。

表 1 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 NTT	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。 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 2 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 3 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

表 4 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