

“城市光网”上海样本加速家庭网关布局


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 7 月 26 日 星期一

周军

通信行业资深分析师

63325888 × 6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860210060004

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

事件提要:

媒体报道上海城市光网年内有效覆盖 150 万户 用户发展目标 30 万 (<http://www.c114.net/news/42/a527059.html>)。重要信息包括 (以下引用):

——“城市光网”是上海电信针对中国电信集团 FTTH 建设项目提出的, 2009 年 6 月, 上海电信正式启动“上海‘城市光网’行动计划”, 三年内达到“百兆到户、千兆进楼、T 级出口”的网络覆盖能力。同年 11 月, 浦东、嘉定两个区局业务试点启动。

——至 2010 年 4 月 8 日, 上海电信正式向公众推出了“城市光网”业务, 包括了光速 e 家 10 套餐、光速 e 家 30 套餐、光速 e 家 50 套餐, 到 2010 年底之前, 还将推出 100M 套餐(入户带宽可达到 100Mbps)。截至 2010 年 7 月 11 日, 上海电信城市光网用户数已达到 19591 户。

——根据上海电信的计划, 到 2010 年底, 上海“城市光网”将有效覆盖达到 150 万户, 其中 100 万户为 FTTH 接入方式, 其余主要为存量 FTTB 用户。到 2011 年底, 上海电信“城市光网”有效覆盖 300 万户(有效覆盖是指实现城市光网全覆盖的网格内可见的电信用户数)。2010 年, 上海电信“城市光网”业务发展目标为 30 万用户, 其中 FTTH 用户不低于 20 万。

——上海电信还开发了一个全无线的家庭网关, 只需要一根光纤接到这个终端, 家中不用任何布线, 可以实现两路高清、一路标清的 IPTV, WiFi 上网、无绳电话、无线全球眼等。这个网关在上海已经小规模应用。

我们的观点:

- **上海“城市光网”是全国未来样本, 家庭网关和光通信需求将持续向上。**从 2M 套餐到 10M 到 2010 年底即将推出的 100M 宽带套餐, 升级需求确定, 而上海作为全国样本其他地区未来升级需求同样确定。上海样本率先家庭网关试点, 既是电信运营商的业务转型的需要, 更代表着运营商未来在全国布局的方向, 家庭网关未来确定。
- **FTTx 下家庭网关将是家庭网络核心, 市场空间巨大。**家庭网关作为对家庭网络的管理平台, 对各种信息流如视频、语音、控制信息等进行带宽的分配、地址配置、优化和网络安全管理等等, 成为家庭网络核心, 有着当前路由器和机顶盒等不可比拟的功能。当前全国 FTTx 容量线路 3000 多万线, 而未来目标则是全部实现 FTTH, 配对的家庭网关容量不可限量。
- **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运营商招标和市场推广中均处以有利地位。我们预计, 烽火通信 2010-2012 家庭网关收入有望达到 6、12、15 亿, 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 6 个月目标价 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。并阅读报告最后一页的免责声明。

表 1 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

表 2 烽火通信财务预测

损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	342696	468839	689924	898046	1047688	经营活动产生的现金流量					
销售成本	-249902	-342108	-507547	-656717	-762859	净利润	23393	34593	52967	74336	90429
销售利润	92794	126731	182377	241329	284829	固定资产折旧	9028	10440	11552	13602	15434
其他利润	4781	2750	-552	-718	-838	财务费用	-1360	-248	2442	2491	2464
销售及管理费用	-73286	-88949	-122116	-158954	-185441	投资损失	0	0	0	0	0
EBITDA	24289	40532	59708	81656	98550	存货的减少	-40274	-49285	-130230	-111878	-79607
折旧	-8185	-9374	-10634	-12525	-14528	经营性应收项目的减少	-27867	-7101	-52096	-55683	-40010
摊销	-844	-1066	-918	-1078	-905	经营性应付项目的增加	17895	32182	64994	52968	37690
EBIT	15261	30091	48156	68054	83116	其他流动资产项目的减少	310	360	-7394	269	202
利息收入	0	0	0	0	0	其他流动负债项目的增加	1066	3151	1057	2249	1617
投资等营业外收入	5937	8624	13798	17961	20954	经营活动产生的现金流量净额	-17808	24093	-56709	-21645	28220
财务费用	1360	248	-2442	-2491	-2464	投资活动产生的现金流量					
终止经营业务利润	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
税前利润	22557	38964	59513	83524	101605	短期存款的净减少	0	0	0	0	0
所得税	836	-4370	-6546	-9188	-11177	长期投资净额的减少	-119	-18349	4960	-5230	-3760
少数股东损益	-5942	-8464	-9734	-11194	-12873	固定资产净额(除折旧)的减少	-18712	-21517	-24788	-29886	-34668
净利润	17452	26129	43233	63142	77555	无形及其他非流动资产的减少	-404	-669	-2309	-399	-1354
EPS(人民币)	0.40	0.59	0.98	1.43	1.76	投资活动产生的现金流量净额	-19234	-40536	-22137	-35515	-39782
每股派息	0.00	0.00	0.24	0.36	0.44	筹资活动产生的现金流量					
						短期借款的增加	-20088	33444	0	0	0
						一年内到期的非流动负债的增加	0	0	0	0	0
						长期借款的增加	-23375	15705	0	0	0
						其他非流动负债项目的增加	0	0	0	0	0
						减去: 财务费用	1360	248	-2442	-2491	-2464
						减去: 股利	-7747	-8018	-10808	-15785	-19389
						减去: 少数股东损益	-5942	-8464	-9734	-11194	-12873
						普通股的增加	0	3180	0	0	0
						资本公积的增加	2902	52566	10808	4977	3603
						少数股东权益的增加	5209	6090	-38092	11194	12873
						筹资活动产生的现金流量净额	20853	79737	22077	52518	28473
						期末现金及现金等价物余额	119709	183003	126234	121592	138502
						减: 期初现金及现金等价物余额	135899	119709	183003	126234	121592
						现金及现金等价物净增加额(2)	-16189	63294	-56769	-4642	16910
资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	经营比率 (%)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
资产						税前ROIC	8.0%	11.1%	14.5%	16.8%	17.7%
现金与现金等价物	119709	183003	126234	121592	138502	经营利润率	3.4%	4.5%	5.5%	6.6%	41.5%
应收账款	118063	124580	172481	224511	261922	毛利率	27.1%	27.0%	26.4%	26.9%	27.2%
其他应收账款	23564	32009	48845	63580	74174	SG&A/收入	21.4%	19.0%	17.7%	17.7%	17.7%
预付账款	7649	8234	12428	16081	18680	折旧/收入	2.0%	1.5%	1.4%	1.4%	11.2%
存货	201145	250430	380660	492538	572144	平均资本周转率	232.4%	245.9%	265.6%	254.5%	42.6%
短期存款/投资	0	0	0	0	0	经营流动资金/收入	22.8%	22.6%	22.6%	24.3%	144.7%
流动资产合计	470131	598255	740649	918302	1065422	固定资产/收入	20.1%	15.7%	14.0%	13.9%	83.7%
固定资产	82216	94359	108512	125874	146014						
无形资产	8664	8267	9659	8980	9429						
商誉	0	0	0	0	0						
递延税款资产	481	703	-693	-962	-1165						
其他非流动资产	3947	22296	17336	22565	26326						
总资产	565439	723880	875463	1074760	1246027						
负债和所有者权益											
应付账款	83047	115229	180223	233191	270880						
其他应付款	191463	184893	274075	354627	411944						
短期借款	600	34044	34044	34044	34044						
一年内到期的长期负债	0	0	0	0	0						
其他流动负债	3248	6399	7456	9705	11322						
流动负债合计	278358	340565	495798	631567	728191						
长期负债	0	15705	15705	15705	15705						
递延税款负债	0	0	0	0	0						
其他非流动负债(不付息)	0	0	0	0	0						
总负债	278358	356270	511503	647272	743895						
少数股东权益	32875	38965	873	12067	24941						
股本(普通股)和股本溢价	41000	44180	44180	44180	44180						
总留存(储备、拟派发与留存)	204998	275675	318907	371241	433011						
所有者权益	278873	358820	363960	427488	502131						
负债和所有者权益合计	557230	715090	875463	1074760	1246027						

资料来源: 东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，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