



技术硬件与设备/信息技术

光迅科技 (002281)

## 业务整体向好，估值水平偏高

### ——光迅科技 2010 年中报点评

|                                                                                   |                            |                   |
|-----------------------------------------------------------------------------------|----------------------------|-------------------|
|  | 杨昊帆                        | 康凯                |
|  | 021-38676207               | 0755-23976023     |
|  | yanghaofan008183@gtjas.com | kangkai@gtjas.com |
|  | S0880110030037             | S0880209030388    |

#### 本报告导读：

公司 2010 年上半年收入同比增长 19.6%，净利润受毛利率下降拖累，同比增长 4.2%。

公司业务整体向好，但现阶段估值水平偏高。

#### 投资要点：

- 收入稳步增长，净利润增长受毛利率下降拖累。公司 2010 年上半年实现营业收入 5.47 亿元，同比增长 19.6%；同期净利润为 5357 万元，同比增长仅为 4.2%；毛利率下降为净利润增速较低的主要原因。
- 无源器件与国内业务为收入增长主要动力。光无源器件产品收入同比增长 45.8%，收入增长贡献率达到 75.6%。子系统产品收入同比增长 3.1% 左右。公司收入结构主要由下游设备商需求决定，从公司近两个月订单来看，下半年子系统增长将会加速。地区来看，国内业务仍是收入增长主要来源，同比增速达到 24.3%；国外业务由于全球电信投资仍未显著恢复，收入增速仅为 9.1%，拖累整体收入增速。
- 毛利率同比下降 3.2 个百分点。收入增长贡献最大的光无源器件产品毛利率由去年同期的 13.1% 下降至 10.3%。子系统毛利率同比提高 2 个百分点，达到 39.2%，但收入贡献率较低，难改综合毛利率下降局面。预计下半年随着子系统增长较快，综合毛利率将有一定提升。
- 期间费用率同比相当，由于今年公司计划研发费用同比增长 40%，全年管理费用率将高过去年。
- 公司业务整体向好。光通信网络建设相对景气带动公司产品需求；AWG、VMUX 产品开始向华为、上海贝尔供货；产品进入安全监控领域；并在电力行业不断取得突破，预计将会有较好发展势头。国际业务拓展力度加大，美国分公司注册完成，欧洲办事处在积极筹备。
- 估值较高，给予“中性”评级。主要看好国内光通信网络建设推动的公司收入增长，专网业务发展和国外市场突破为潜在超预期因素；盈利水平改善不容乐观。预计公司 2010-2012 每股收益分别为 0.74、0.89 和 1.01 元，现股价对应 PE 值为 45 倍，给予“中性”评级。

| 财务摘要 (百万元)  | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 654   | 730   | 890   | 1,099 | 1,309 |
| (+/-)%      | 34.1% | 11.7% | 21.9% | 23.4% | 19.1% |
| 经营利润 (EBIT) | 90    | 125   | 132   | 157   | 179   |
| (+/-)%      | 47.5% | 38.7% | 5.1%  | 19.2% | 14.3% |
| 净利润         | 76    | 104   | 118   | 142   | 161   |
| (+/-)%      | 11.8% | 37.1% | 13.1% | 20.5% | 13.5% |
| 每股净收益 (元)   | 0.48  | 0.65  | 0.74  | 0.89  | 1.01  |
| 每股股利 (元)    | -     | 0.25  | 0.28  | 0.34  | 0.39  |

| 利润率和估值指标  | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%) | 13.8% | 17.2% | 14.8% | 14.3% | 13.7% |
| 市盈率       | 70.4  | 51.4  | 45.4  | 37.7  | 33.2  |
| 股息率 (%)   | 0.0%  | 0.7%  | 0.8%  | 1.0%  | 1.2%  |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：中性

上次评级：中性

目标价格：31.06

上次预测：

当前价格：33.45

2010.08.12

#### 交易数据

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 24.80-42.65 |
| 总市值 (百万元)        | 5,229       |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 160/40      |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/0         |
| 流通股比例            | 25%         |
| 日均成交量 (百万股)      | 1           |
| 日均成交值 (百万元)      | 32          |

#### 资产负债表摘要

|            |      |
|------------|------|
| 股东权益 (百万元) | 971  |
| 每股净资产      | 6.07 |
| 市净率        | 5.4  |
| 资产负债率      | 31%  |

#### 52 周内股价走势图



#### 相关报告

《全球市场份额将稳步提升但入第一梯队

2009.08.05

表 1: 公司各期财务比较 (百万元)

|               | 2009H | 2010H | 2009Q | 2009Q | 2010Q | 2010Q | 09H1 vs. | 09Q1 vs. | 09Q2 vs. |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|----------|----------|
|               | 1     | 1     | 1     | 2     | 1     | 2     | 10H1     | 10Q1     | 10Q2     |
| 主营业务收入        | 382.3 | 457.3 | 174.7 | 207.6 | 217.9 | 239.4 | 19.6%    | 24.7%    | 15.3%    |
| 减: 主营业务成本     | 272.5 | 340.8 | 125.9 | 146.7 | 162.5 | 178.3 | 25.0%    | 29.1%    | 21.6%    |
| -毛利率          | 28.7% | 25.5% | 28.0% | 29.4% | 25.4% | 25.5% | -        | -        | -        |
| 减: 营业税金及附加    | 2.3   | 0.7   | 1.4   | 1.0   | 0.5   | 0.2   | -68.9%   | -64.4%   | -75.2%   |
| 主营业务利润        | 107.5 | 115.8 | 47.5  | 60.0  | 55.0  | 60.8  | 7.7%     | 15.7%    | 1.4%     |
| 减: 销售费用       | 11.3  | 14.9  | 4.4   | 7.0   | 7.3   | 7.6   | 31.4%    | 66.8%    | 9.2%     |
| -销售费用率        | 3.0%  | 3.2%  | 2.5%  | 3.4%  | 3.3%  | 3.2%  | -        | -        | -        |
| 减: 管理费用       | 34.5  | 44.1  | 15.8  | 18.7  | 22.4  | 21.6  | 27.9%    | 42.2%    | 15.8%    |
| -管理费用率        | 9.0%  | 9.6%  | 9.0%  | 9.0%  | 10.3% | 9.0%  | -        | -        | -        |
| 减: 财务费用       | 3.2   | -1.9  | -0.2  | 3.4   | -1.2  | -0.7  | -157.7%  | 670.5%   | -120.8%  |
| -财务费用率        | 0.8%  | -0.4% | -0.1% | 1.6%  | -0.5% | -0.3% | -        | -        | -        |
| 减: 资产减值损失     | 0.7   | 1.3   | 0.0   | 0.7   | 0.0   | 1.3   | 84.8%    | -        | 84.8%    |
| 营业利润          | 57.8  | 57.4  | 27.5  | 30.2  | 26.4  | 31.0  | -0.6%    | -4.0%    | 2.5%     |
| -营业利润率        | 15.1% | 12.6% | 15.8% | 14.6% | 12.1% | 12.9% | -        | -        | -        |
| 利润总额          | 60.5  | 63.0  | 27.5  | 32.9  | 29.2  | 33.8  | 4.2%     | 6.0%     | 2.8%     |
| 减: 所得税        | 9.1   | 9.5   | 4.1   | 4.9   | 4.4   | 5.1   | 4.2%     | 6.0%     | 2.8%     |
| 净利润           | 51.4  | 53.6  | 23.4  | 28.0  | 24.8  | 28.7  | 4.2%     | 6.0%     | 2.8%     |
| 减: 少数股东损益     | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | -        | -        | -        |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 51.4  | 53.6  | 23.4  | 28.0  | 24.8  | 28.7  | 4.2%     | 6.0%     | 2.8%     |
| -归属母公司净利率率    | 13.4% | 11.7% | 13.4% | 13.5% | 11.4% | 12.0% | -        | -        | -        |
| 每股收益          | 0.32  | 0.33  | 0.15  | 0.17  | 0.16  | 0.18  | 4.2%     | 6.0%     | 2.8%     |

数据来源: 公司资料; 国泰君安销售交易总部

表 2: 简明利润表预测 (百万元)

|             | 2007  | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E   | 2012E   |
|-------------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 主营收入        | 487.7 | 653.8 | 730.5 | 890.5 | 1,098.9 | 1,308.7 |
| 减: 主营成本     | 349.5 | 473.3 | 499.8 | 629.3 | 783.2   | 940.3   |
| 减: 营业税金及附加  | 1.5   | 2.1   | 3.0   | 3.7   | 4.5     | 5.4     |
| 主营业务利润      | 136.6 | 178.4 | 227.7 | 257.5 | 311.2   | 363.0   |
| 加: 其他业务利润   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0     | 0.0     |
| 减: 营业费用     | 22.0  | 25.6  | 27.9  | 34.1  | 42.0    | 50.1    |
| 减: 管理费用     | 53.4  | 62.4  | 74.3  | 91.7  | 112.1   | 133.5   |
| 减: 财务费用     | -1.6  | 2.6   | 0.7   | -2.7  | -5.6    | -6.0    |
| 减: 资产减值损失   | -0.2  | 6.5   | 7.4   | 0.8   | 1.8     | 3.2     |
| 加: 公允价值变动收益 | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0     | 0.0     |
| 加: 投资收益     | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0     | 0.0     |
| 营业利润        | 63.1  | 81.3  | 117.3 | 133.6 | 160.9   | 182.2   |
| 加: 营业外收入    | 2.9   | 4.4   | 3.6   | 5.2   | 6.4     | 7.6     |
| 减: 营业外支出    | 0.3   | 0.1   | 0.0   | 0.2   | 0.2     | 0.3     |
| 利润总额        | 65.7  | 85.6  | 120.9 | 138.6 | 167.0   | 189.5   |

|                      |             |             |              |              |              |              |
|----------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 减：所得税                | -2.3        | 9.6         | 16.7         | 20.8         | 25.1         | 28.4         |
| <b>净利润</b>           | <b>68.0</b> | <b>76.0</b> | <b>104.2</b> | <b>117.8</b> | <b>142.0</b> | <b>161.1</b> |
| 减：少数股东损益             | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>68.0</b> | <b>76.0</b> | <b>104.2</b> | <b>117.8</b> | <b>142.0</b> | <b>161.1</b> |
| 每股收益                 | 0.42        | 0.48        | 0.65         | 0.74         | 0.89         | 1.01         |

数据来源：国泰君安销售交易总部

**作者简介:****杨昊帆:**

复旦大学经济学硕士。2009 年加入国泰君安证券研究所。之前曾从事两年管理咨询工作。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |