

光迅科技(002281.sz)

行业与客户双核驱动，产能扩张后高成长可期

开晨 分析师

电话: 020-87555888-391

eMail: qc2@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210080002

行业与客户双核驱动需求增长

光通信行业与下游客户的双核驱动: 一是受益光纤入户、带宽升级、3G 建设、核心网等扩容需求等, 和光电子器件价值占比提升, 预计未来三年我国光电子市场规模复合增长率将超过 25%; 二是受益重要客户(华为、中兴和烽火等占公司收入约 40%份额)的市场扩张, 公司需求将快速增长。

产能扩张后, 业绩和市场份额快速增长可期

公司 2011 年募投项目完成, 产能将完成接近一倍的扩张, 随着光器件行业市场集中度不断提高, 公司可能通过加大研发或并购等以保持较高毛利率, 有望在业绩和市场份额上取得快速增长, 预计 2011 年收入增长约 30%至 40%。

股权激励反映管理层增长预期

股权激励有望大幅改善激励体系, 管理层对未来增长信心强烈, 激励行权要求反映公司 2011 年净利润的增长要求约在 30%以上。

2010Q3 毛利率有一定上升, 收入和利润稳增

2010 年 1-9 月公司实现营业收入 6.99 亿元, 同比增长 20.27%, 净利润 1.05 亿元, 同比增长 24.03%, EPS 为 0.66 元, 与上年同期持平。受需求拉动, 收入和利润平稳增长; 虽管理费用率有所上升, 但仍保持较高毛利率。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.78 元、1.12 元、1.33 元, 分别对应 PE 为 58、40、34 倍, 目前股价的估值已经合理, 考虑光通信行业的发展前景, 给予公司“持有”评级。

风险提示

产能扩张完成可能延迟, 电信、广电等机构对光通信投入低于预期等风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	653.84	730.48	880.00	1153.12	1420.55
增长率(%)	34.07%	11.72%	20.47%	31.04%	23.19%
EBITDA(百万元)	107.63	137.00	149.09	204.47	249.97
净利润(百万元)	76.01	104.19	124.04	179.36	212.23
增长率(%)	11.79%	37.07%	19.0%	44.6%	18.3%
每股收益(元)	0.634	0.651	0.775	1.121	1.326
市盈率	0.00	51.00	56.63	39.16	33.10
市净率	0.00	5.61	6.81	5.80	4.94
EV/EBITDA	0.00	34.53	43.61	31.47	25.21

数据来源: 武汉光迅科技股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	48.60
目标价格(元)	45.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	27.19%	34.25%	51.90%
沪深300	3.92%	12.73%	-7.31%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)
160.00/82.00

主要股东:

武汉邮电科学研究院

主要股东持股比例 46.25%

财务比率

ROE	11.01%
ROA	13.16%
资产负债率	27.14%
每股净资产(元)	5.92

2009 年报数据

投资亮点：

行业与客户双核驱动需求增长

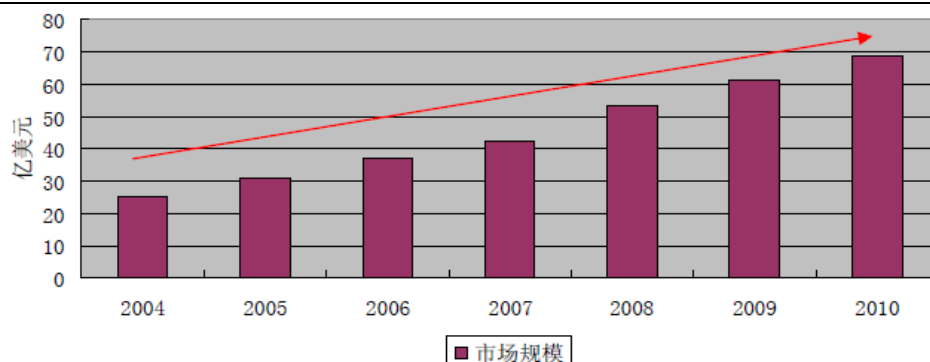
光通信行业保持高景气，爆发性发展机会可期

未来三年光通信行业将保持高景气，阶段性、细分子行业可能迎来爆发性发展机会。光通信器件处于产业链的上游，主要面临的客户是下游华为、中兴以及烽火等电信及数据通信网络系统供应商，最下游需求主要来自于宽带建设、3G网络、核心网扩容等投资。分析最下游的需求主要有以下几方面的增长拉动：

- 1、光纤入户及固网带宽升级建设。目前截至2010年上半年，总体网民规模达到4.2亿，宽带网民规模达3.6亿，农村网民规模达到1.1亿，占整体网民的27.4%。但“宽带不宽”的问题仍然存在，根据Akamai公司的报告数据计算，我国平均上网速度，只有857kbps，接入速度远远落后于美国、日本、韩国等互联网发达国家。据工信部等7大部委规划，2011年光纤宽带端口超过8000万，城市用户接入能力平均达到8M；农村用户接入能力平均达到2M，商业楼宇用户基本实现100M的接入能力。3年内光纤宽带网络建设投资超过1500亿元，新增宽带用户超过5000万。由此可见，2011年各大运营商将会重点投资光通信网络。
- 2、3G网络建设。随着三大运营商在未来2-3年3G网络的持续建设，目前3G约3000万，根据规划2011年将达到1.5亿，3G制式和频率本身覆盖同等面积需要比2G更多的量，随着3G基站的不断覆盖，相关基站回传设备、接入网也带来光通信行业需求。
- 3、核心网、骨干网扩容需求。随着3G用户增加及宽带提速，数据业务流量已快速提升，现有传输网、交换网的瓶颈压力凸显。据国外经验估计，每个3G用户所占带宽是2G语音用户的数十倍，城市宽带也由1-2M升级到8M、20M甚至100M，高用户数、高流量、海量数据促使运营商进行传输网、交换网扩容和升级。据了解，中国移动2010年传输网投资增加18.5%，中国电信预计全年城域、骨干带宽需求将提高30%，相关扩容需求非常大，光通信设备投资将有明显提升。
- 4、广电光纤入户与三网融合需求。随着广电系统省网整合逐步完成，全国网络连接将提上日程，广电为提升带宽竞争能力，将升级扩容现有的传输网络。根据广电总局的规划，除了要完成省网整合的任务以外，广电规划2010年底实现全国大中城市有线网络的双向化用户覆盖率达到60%以上，根据现有有线电视用户基数为1.7亿户计算，估计大中城市用户占比为30%，平均每户改造需要投入1000元计算，总体投资额将超过300亿元，其中仅无源器件规模约90亿（假设光有源器件、无源器件和施工，占比约为4: 3: 3），未来市场空间巨大。目前问题是股权分散和资金短缺，期待中央级广电系统公司成立后，加速广电网络进程。
- 5、智能电网及安全行业等需求。2009年起国家电网开始在全国11个省市进行智能用户的试点，基于光纤复合低压电缆(OPLC)的FTTH方案逐步获得了国家电网的认可，并于在沈阳启动了电力光纤到户试点工程，并预计在国家电网14个网省公司20个是城市逐步试点，共覆盖约4.7万用户，包括智能家居、安防、电表及增值服务等领域。未来智能电网的智能抄表、电力调度、和配电自动化将催

生大量通信设备需求，首先是光接入网PON设备需求，市场需求空间广阔。

图1：全球光电子器件市场规模预测



数据来源：公司招股说明书、根据ICCSZ 公司市场研究报告及测算

光电子器件的集成化和智能化使得光电子器件占设备比例逐步提高。随着集成制造技术水平的提高，光传输设备中单个电子元器件的成本占比下降，光电子器件占光传输设备总成本的比例越来越大，由15%左右提升至目前25%以上，未来将达到30%以上。

综上所述，光纤入户、固网带宽升级、3G网络建设、核心网与骨干网扩容需求、以及广电网的光纤建设、三网融合等多重需求将拉动我国光通信行业的高速成长，而随着光电子器件在价值链中比重越来越大，预计未来三年我国光电子器件市场规模复合增长率将超过25%。

受益国内设备商市场扩张，海内外市场起头并进

公司的客户相对集中，近三年来，其主要客户为华为、中兴以及烽火等设备商，约占据了公司40%左右的营业收入；而Sanmina-SCI等海外客户合并约占公司营业收入的36%左右；排名前十大客户以外的其他小型客户分别占比不到营业收入的1%。近年来华为等主要客户在全球市场上的快速扩张，直接拉动了公司营收，同时也间接提升了公司在全球市场的占有率。此外公司积极开拓北美、欧洲等海外市场，公司产品已经逐步被阿尔卡特-朗讯、爱立信、诺西等认可，2010年上半年海外营业收入的占比28.19%，考虑部分海外厂商在国内设厂加工的因素，实际海外市场份额还在不断提升，实际约在40%左右。

从国内三大客户来看，国内光通信市场华为、中兴、烽火三分天下；首先，华为光通信业务过去5年平均增速约为30%，全球市场份额连续2年排名领先，海外与国内市场份额约为7:3，由于其技术不断创新和北美、欧洲市场的开拓，虽受印度事件的部分影响，但今年光通信业务有望保持持续快速增长；其次，中兴通信今年1-9月份光通信业务同比增长约40%，有线接入产品（主要是PON设备）同比增速达到90%，增速有望全年保持；再次，烽火通信2010年三季度营收较去年同期增长19.27%，预计通信系统设备收入同比增长15%以上，其中光接入（OLT、ONU）、光传输设备增长快速。

随着公司三大主要客户（华为、中兴和烽火）的高速成长，和其在海外市场取得的优异业绩，公司有望通过与其长期保持着良好的合作关系，同步受益来增加公司的营业收入和市场占有率。

产能扩张后，业绩和市场份额快速增长可期

公司作为国内最大的光器件商，光无源器件生产规模最大、品种最多，在全球市场份额位居全球第八；公司技术领先，产品覆盖面较广，包括光纤放大器、光连接器以及波分复用器等，公司背靠武汉邮科院强大后盾，具有较强的自主研发能力，成功研发了FTTx高功率光纤放大器、手持式PON光功率器、集成了光纤线路保护器（OLP）和光缆检测系统的光缆综合维护平台等光网络运维优化产品，以及面向专网的超长距解决方案等。

公司主营产品分为子系统、光无源器件等，其中子系统产品主要有光纤放大器、光转发器、光纤保护子系统；无源器件类主要有波分复用器、光连接器、光结合器等。目前子系统收入占50%至60%之间，无源器件占30%左右，最近1期无源器件收入占比有所增长。目前受产能不足的因素，公司的部分无源器件通过外包等方式，完成相关订单。

图2：公司主要产品收入占比

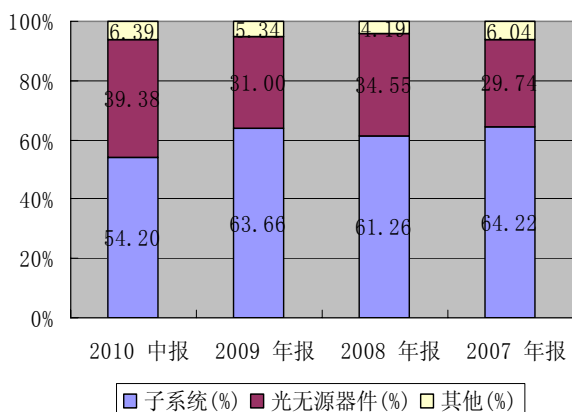
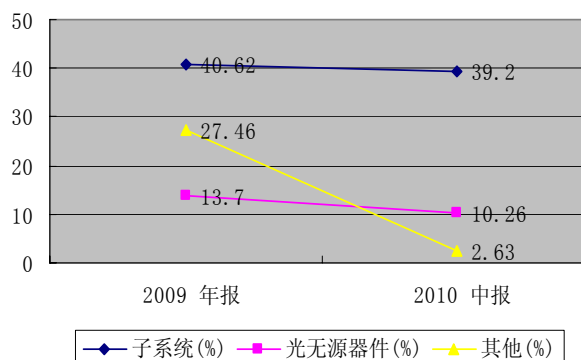


图3：公司主要产品毛利率情况



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

从毛利率情况来看，子系统产品维持40%左右较高毛利率，无源器件则随着技术壁垒不高，竞争加剧价格呈下降趋势。公司目前也在积极探索价值创新，努力在价值链上下两端增利，维持整体30%左右毛利率。主要方向有：1、通过自主研发或并购等方式，发展子系统产品的上游芯片业务，提高毛利率水平；2、通过提供子系统的智能性和集成性，为客户提供高度定制、低成本的整体模块和解决方案。

光器件行业整体虽属于完全竞争状态，但已经具备了一定市场集中度，08年前5大光电子器件的市场占有率达到42%左右，未来随着竞争加剧，行业集中度将不断提高。根据Ovum-RHK公司预测，包括光纤放大器、ROADM 模块在内的子系统产品市场2006年至2010年的年复合增长率高达20%左右，其中ROADM 类器件产品的年复合增长率在30%左右；包括波分复用器、PLC 类器件在内的集成光无源器件产品的市场2006年至2010年的年复合增长率在10%以上，其中PLC类器件产品的年复合增长率高达20%以上。

表1：公司募投项目的产能变化情况

产品名称		2008年产量	新增产能	项目实施后总产能
子系统	光纤放大器（台）	21,534	20,000	41534
	智能子系统（台）	21,794	19,200	40994
	ROADM 功能模块（台）	16	600	616
	合计	43334	39800	83144
光无源器件	光无源器件波分复用器（通道）	270347	120000	390347
	微光学无源器件（只）	271678	124000	395678
	光集成器件（PLC）（通道）	382428	450000	832428
	合计	924453	694000	1618453

数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

综合分析，随着2011年年中产能扩张完成，受益于光通信高景气，同时利用烽火、中兴和华为等国内设备商的市场扩张，双核驱动将快速消化其增加产能；在毛利率方面，公司可能通过加大研发或并购来延伸产业链，以保持较高毛利率；在市场占有率方面，行业集中度将进一步提升，国外排名靠前厂商面临亏损，价格压力较大，其市场占有率有望在国外、国内都将快速增长；在业绩方面，受益于产能扩张，按照招股书的产能完成情况和平均销售速度进行估算，预计2011年公司营业收入将增长约30%至40%，净利润增长约30%至40%。

股权激励反映管理层增长预期

经国资委审批后，公司于12月8日晚公告股权激励方案，具体方案主要内容为：

1、行权安排。有效期为5年，第3、4、5年分三批行权，股票期权的行权价格为43.90元；

2、激励对象及成本。公司授予董事、高管、中层和骨干共计72人，股票期权成本应计入公司管理费用，并在经常性损益中列支；2011年摊销费用546.44万元，按2009年约10,114万的利润估算，将对公司利润不会造成不良影响。

3、业绩要求。第一批33%的额度，在行权有效期的第一年生效，必须满足公司2011年度净资产收益率不低于13%，且不低于同行业平均水平及对标企业75分位值；净利润较上一年增长不低于20%，且不低于同行业平均水平；新产品销售收入占主营业务收入比例不低于20%。后续两批条件依次为净资产收益率提高1个百分点。

股权激励的实施将有望大幅改善原有的激励体系，提升公司在市场化竞争中的实力，起到持续提振业绩的作用。同时，股权激励表现出：公司管理层对2011年净利润增长、新产品销售和净资产收益率的增长有强烈的信心。公司2011年完成募投项目确定性非常高，根据公司2009年招股说明书和2009年年报测算，假设公司保持相同的财务惯性，我们按照净资产收益率不低于13%的要求估算，要达到该行权要求，其2011年的净利润的增长要求约在30%以上。

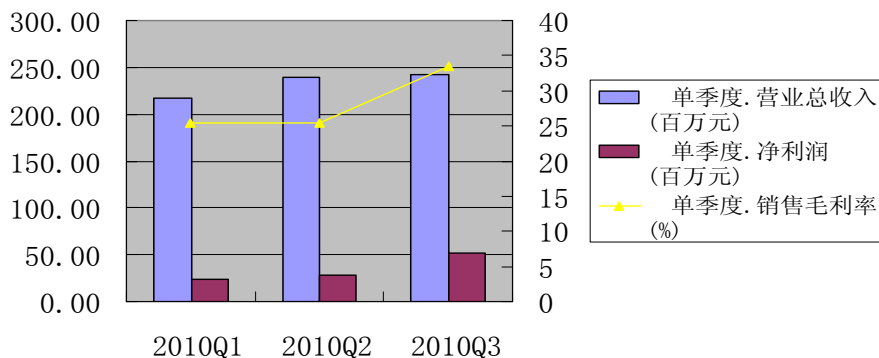
2010Q3毛利率有一定上升，收入和利润稳增

根据公司2010年三季报，2010年1-9月公司实现营业收入6.99亿元，同比增长20.27%，净利润1.05亿元，同比增加24.03%，EPS为0.66元，与上年同期持平。

需求拉动收入增长，第三季毛利率有一定上升

受益于国内大规模的宽带接入网络升级改造需求，公司第三季度单季净利润同比大幅增长，增速高达55.02%。主要原因来自于两个方面：1、公司在第三季度收到并确认中央政府专项财政补贴1252 万元，拉升公司净利润水平；2、公司第三季度毛利率大幅提升为33.47%，从而提升了盈利水平。

图4：光迅科技2010年前三季度单季主要财务指标



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

管理费用有所上升，不影响收入和利润增长

前三季度，公司期间费用占营业收入比重同比均有小幅增长。主要原因是公司在获得中央财政专项补贴后，加大研发和人员投入，通过计提研发、人员工资等管理费用，从而推高当期管理费用。其中，管理费用率上升0.37%至9.86%，而第三季度单季的管理费用也相比去年同期增长19.96%。

表2：光迅科技2010 年三季报财务指标

	2010 三季报	2009 三季报
每股指标		
每股收益-基本(元)	0.66	0.66
销售毛利率(%)	28.26	29.99
销售净利率(%)	14.99	14.53
利润表摘要		
营业总收入(元)	699,442,429.97	581,584,266.21
营业总收入同比增长率(%)	20.27%	12.95%
归属母公司股东的净利润(元)	104,843,598.99	84,527,743.85
净利润同比增长率(%)	24.03%	17.47%

数据来源：Wind资讯、公司公告

综合分析，公司在产品价格下降、人工费用增加等不利因素下，前三季度仍保持了收入和利润的稳定增长，并维持了较高的毛利率，说明公司具有良好的盈利能力和稳健的成长性。

盈利预测与投资评级

我们预计公司2010-2012 年净利润分别为1.25亿、2.04亿、2.15亿，EPS分别为0.78元、1.12元、1.33元，按照当前收盘价，对应市盈率分别57.7倍、40.2倍和33.8倍。按行业平均40倍PE的估值水平，公司2011年合理价值中枢为45元左右，目前股价的估值已经合理，考虑光通信行业的发展前景，给予公司“持有”投资评级。

风险提示

产能扩张完成可能延迟，电信、广电等机构对光通信投入低于预期等风险。

资产负债表

单位：百万元

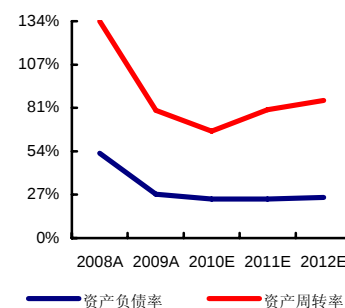
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	458	1,199	1,138	1,406	1,736
货币资金	56	630	522	589	723
应收及预付	231	322	342	455	563
存货	172	247	274	361	450
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	90	101	220	139	57
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	61	61	50	34	17
在建工程	2	11	143	77	11
无形资产	25	25	28	29	30
其他长期资产	2	4	0	0	0
资产总计	548	1,299	1,358	1,545	1,793
流动负债	268	320	327	385	476
短期借款	70	47	0	0	0
应付及预收	197	273	327	385	476
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	21	33	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	21	33	0	0	0
负债合计	288	353	327	385	476
股本	120	160	160	160	160
资本公积	0	572	572	572	572
留存收益	140	214	298	478	690
归属母公司股东权益	260	947	1,031	1,210	1,422
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	548	1,299	1,358	1,595	1,898

利润表

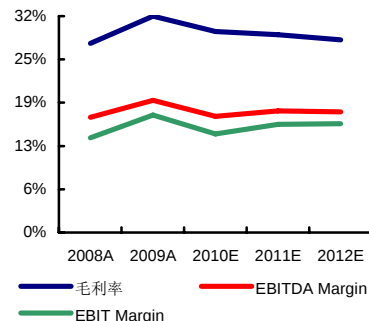
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	654	730	880	1153	1421
营业成本	473	500	622	820	1021
营业税金及附加	2	3	3	4	5
销售费用	26	28	34	44	55
管理费用	62	74	94	103	114
财务费用	3	1	1	1	1
资产减值损失	6	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	81	117	126	181	225
营业外收入	4	4			
营业外支出	0	0			
利润总额	86	121	146	211	250
所得税	10	17	22	32	37
净利润	76	104	124	179	212
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	76	104	124	179	212
EBITDA	110	141	149	204	250
EPS (元)	0.63	0.65	0.78	1.12	1.33

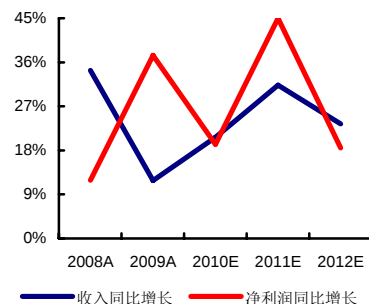
资产负债率趋势



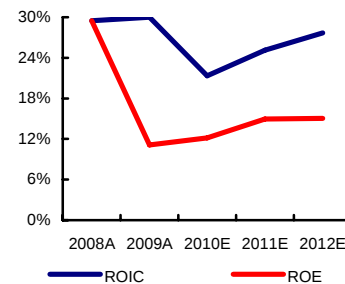
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

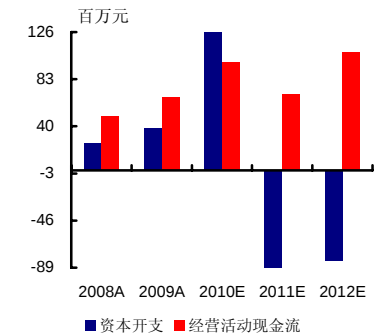
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	50	66	98	69	108
净利润	76	104	124	179	212
折旧摊销	19	15	22	23	24
营运资金变动	-56	-62	-32	-104	-105
其它	11	8	-16	-29	-24
投资活动现金流	-24	-38	-126	89	82
资本支出	-24	-38	-126	89	82
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-54	546	-81	-91	-56
银行借款	80	35	-47	-50	-55
债券融资	-100	-65	-33	0	0
股权融资	0	619	0	0	0
其他	-34	-43	-1	-41	-1
现金净增加额	-29	574	-108	67	134
期初现金余额	85	56	630	522	589
期末现金余额	56	630	522	589	723

主要财务比率

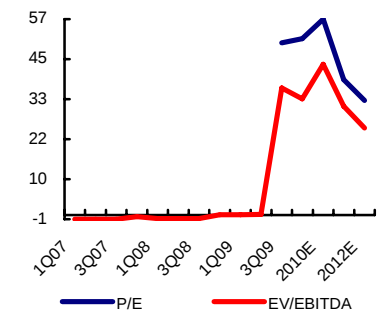
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	34.1%	11.7%	20.5%	31.0%	23.2%
营业利润	28.9%	44.3%	7.4%	43.7%	24.1%
归属于母公司净利润	11.8%	37.1%	19.0%	44.6%	18.3%
获利能力					
毛利率	27.6%	31.6%	29.3%	28.9%	28.1%
净利率	11.6%	14.3%	14.1%	15.6%	14.9%
ROE	29.2%	11.0%	12.0%	14.8%	14.9%
ROIC	29.2%	29.7%	21.2%	24.9%	27.4%
偿债能力					
资产负债率	52.5%	27.1%	24.1%	24.1%	25.1%
净负债比率	5.7%	-61.6%	-50.6%	-48.7%	-50.8%
流动比率	1.71	3.75	3.47	3.65	3.65
速动比率	1.02	2.88	2.55	2.61	2.59
营运能力					
总资产周转率	1.34	0.79	0.66	0.79	0.85
应收账款周转率	6.68	5.87	6.10	6.05	6.07
存货周转率	3.09	2.39	2.27	2.27	—
每股指标 (元)					
每股收益	0.63	0.65	0.78	1.12	1.33
每股经营现金流	0.41	0.41	0.61	0.43	0.67
每股净资产	2.17	5.92	6.44	7.56	8.89
估值比率					
P/E	0.0	51.0	56.6	39.2	33.1
P/B	0.0	5.6	6.8	5.8	4.9
EV/EBITDA	0.1	33.6	43.6	31.5	25.2

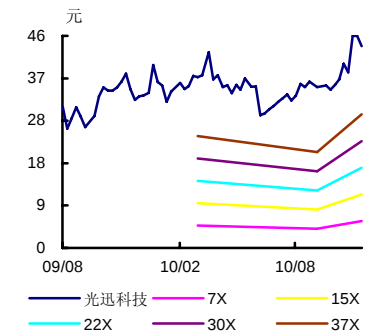
资本支出与经营活动现金流



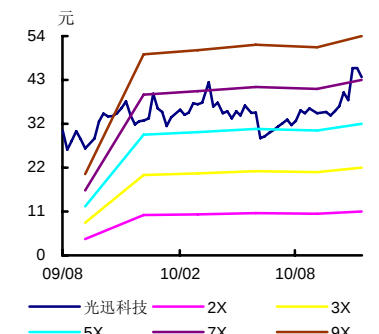
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发通信行业研究小组

亓辰，分析师，哈尔滨工业大学通信与信息工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

梁旸，研究助理，中山大学岭南学院经济学硕士，南京邮电大学通信工程学士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：
ly42@gf.com.cn，020-87555888-627。

王晶，研究助理，四川大学计算机应用硕士，曾在中国移动广东公司、SAP（中国）、川大智胜公司工作，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wj27@gf.com.cn，020-87555888-899。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。