

光迅科技 (002281)

资产注入催生光器件行业巨头，带来更大成长空间

——光迅科技调研报告

康凯 (参见尾页说明)

0755-23976023

kangkai@gtjas.com

编号 S0880511010009

本报告导读:

我们近期调研光迅科技。主要了解公司下半年和未来发展情况。另着重和几名行业专家讨论了光器件 (尤其是有源器件) 市场未来发展情况, 以判断 WTD 公司成长潜力。投资要点:

- **光迅科技 2011 年业绩确定性较强, 未来受益光通信建设保持平稳发展。**公司今年收入规模目标为 11.21 亿元 (同比增长 23%)。上半年已完成 5.07 亿元销售。8 月份销售持续好转, 预计将在 1 亿元以上。全年完成销售目标不成问题。考虑数据流量每年翻倍增长, 我们认为光通信投资将为长期主题。公司未来看点将为上游产业链突破, 和新产品的不断开发, 如 OLP 系统、ROADM 子系统等。
- **WTD 注入增厚业绩 27% 比较确定, 并有超预期可能。**我们估算, 光迅拟注入资产 WTD 公司今年收入规模 10 亿左右, 净利润预计为 7000 万元。注入将增厚公司 27% 左右 EPS。下半年运营商 FTTx 建设投入超市场预期, WTD 业绩存在超预期可能。
- **WTD 更受益接入网建设, 发展预计快于光迅科技。**WTD 主要产品光收发模块占 PON 产品成本的 50% 左右。2011 年 FTTx 投资同比增长达到 122%, 未来两年投资平均增速仍能保持在 43%。WTD 为龙头厂商, 将至少与行业增长保持同步。注入将加快光迅科技未来发展。
- **整合催生国内光器件巨头, 新公司未来发展更有想象空间。**整合后的新公司规模达到 20 亿元以上, 为国内规模最大, 产品最齐全的光器件巨头, 市场份额的获得能力也将显著提高。国际光器件领域龙头厂商发展均伴随着并购整合。新光迅科技利用自身规模和二级市场平台, 将成为国内进行外延扩张的先行者。
- **我们坚定推荐光迅科技, 不仅是因为短期并购题材, 更是看重行业发展和新公司未来在行业的表现。**预计整合后光迅科技 11-12 年备考 EPS 分别为 1.29、1.71 元。现股价对应合并后 EPS 的 PE 值分别为 30x、22x。鉴于注入资产良好的成长性, 和两公司合并具有很强的整合效益, 我们按照合并后 2012 年 30x PE 值设定目标价格, 即 51.33 元。相比原目标价上调 14%, 维持增持评级!
- **风险因素:** 注入方案的不确定性、市场竞争加剧导致增长低预期等。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	654	730	914	1,102	1,370
(+/-)%	34.1%	11.7%	25.2%	20.5%	24.3%
经营利润 (EBIT)	90	125	122	169	219
(+/-)%	47.5%	38.7%	-3.1%	38.7%	29.7%
净利润	76	104	127	162	210
(+/-)%	11.8%	37.1%	21.7%	27.7%	29.4%
每股净收益 (元)	0.48	0.65	0.79	1.01	1.31
每股股利 (元)	-	0.25	0.25	0.32	0.41

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 51.33

上次预测: 45.22

当前价格: 38.43

2011.08.28

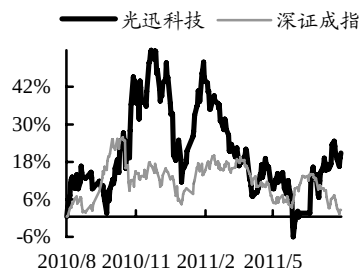
交易数据

52 周内股价区间 (元)	29.42-51.00
总市值 (百万元)	6,149
总股本/流通 A 股 (百万股)	160/82
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	51%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	30

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,059
每股净资产	6.62
市净率	5.8
净负债率	5%

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	6%	9%	22%
相对指数	15%	13%	19%

相关报告

- 《2Q 净利润增长 54.7% 超预期, 市场应对》
2011.08.11
- 《季节因素和去库存导致 1Q 负增长, 应为》
2011.04.25
- 《业务整体向好, 估值水平偏高》
2010.08.12
- 《全球市场份额将稳步提升但入第一梯队》
2009.08.05

模型更新时间: 2011.08.25

股票研究

信息技术
电信运营

光迅科技 (002281)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 51.33

上次预测: 45.22

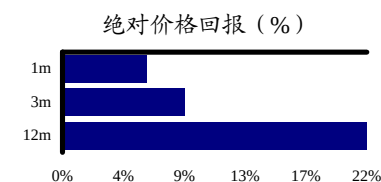
当前价格: 38.43

公司网址

www.accelink.com

公司简介

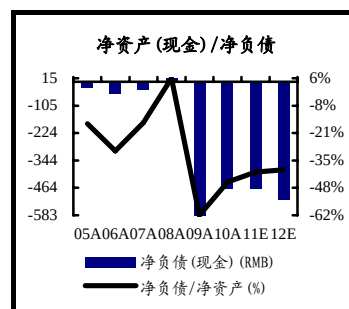
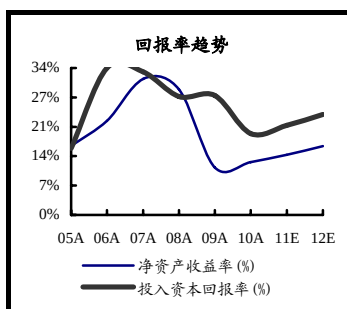
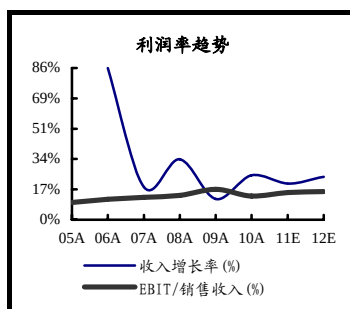
公司是中国最大光通信器件供货商,是目前中国唯一一家有能力对光电子器件进行系统性、战略性研究开发的高科技企业,是中国光电子器件行业最具影响的实体之一。国家高技术研究发展计划成果产业基地武汉光通信与光传感材料及器件成果产业化基地的主要建设单位之一,并被国家科学技术部火炬高技术产业开发中心认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”,主要从事光通信领域内光电子器件的研究、开发、制造和技术服务。先后承担国家“863”、“973”、国家科技攻关等



52 周价格范围 29.42-51.00
市值 (百万) 6,149

财务预测 (单位: 百万元)

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
损益表								
营业收入	221.8	411.9	487.7	653.8	730.5	914.4	1,102.0	1,370.0
营业成本	156.5	307.7	349.5	473.3	499.8	656.0	768.7	963.0
税金及附加	1.0	1.0	1.5	2.1	3.0	1.3	1.6	1.9
营业费用	11.6	14.9	22.0	25.6	27.9	36.1	44.1	47.9
管理费用	31.3	40.5	53.4	62.4	74.3	99.4	119.0	138.4
EBIT	21.4	47.9	61.3	90.4	125.4	121.5	168.6	218.7
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用	1.3	3.0	-1.6	2.6	0.7	-4.1	-2.2	-1.2
营业利润	20.0	37.1	63.1	81.3	117.3	123.0	166.6	216.7
所得税	0.0	0.0	-2.3	9.6	16.7	18.0	28.6	37.0
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	24.2	38.5	68.0	76.0	104.2	126.8	162.0	209.6
资产负债表								
货币资金、交易性金融资产	41.0	82.9	84.7	55.6	629.8	506.1	529.0	589.1
其他流动资产	195.6	263.3	254.3	402.6	568.8	699.8	828.8	980.9
长期投资	1.3	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产合计	65.1	57.3	58.9	63.5	71.8	204.1	243.6	297.5
无形及其他资产	0.5	0.8	24.9	24.9	25.2	36.4	42.5	51.9
资产合计	303.5	405.2	425.1	548.4	1,299.3	1,450.4	1,647.8	1,923.3
流动负债	138.7	211.6	197.6	267.5	319.7	413.6	489.1	606.0
长期负债	15.1	17.3	13.2	20.6	32.9	3.3	3.3	3.3
股东权益	149.8	176.3	214.3	260.3	946.6	1,033.4	1,155.4	1,313.9
投入资本(IC)	138.5	139.9	190.4	293.8	393.1	565.3	688.8	797.0
现金流量表								
NOPLAT	21.4	47.9	63.5	81.1	109.1	106.8	144.0	186.4
折旧与摊销	17.2	17.8	18.5	19.4	15.4	15.6	19.8	24.2
流动资金增量	1.3	-8.8	-24.9	-98.8	-90.5	-28.8	-77.9	-45.0
资本支出	-21.1	-10.3	-44.2	-23.9	-24.2	-159.0	-65.5	-87.4
自由现金流	18.8	46.5	12.9	-22.3	9.8	-65.4	20.4	78.2
经营现金流	44.8	49.6	63.7	49.8	66.3	69.4	105.9	190.8
投资现金流	-3.9	-17.3	-44.8	-24.5	-38.1	-150.6	-69.8	-90.6
融资现金流	-27.9	10.8	-16.6	-53.3	548.5	-42.5	-13.4	-40.0
现金流净增加额	0.0	41.9	1.8	-29.1	574.2	-123.7	22.8	60.1
财务指标								
成长性								
收入增长率		85.7%	18.4%	34.1%	11.7%	25.2%	20.5%	24.3%
EBIT 增长率		123.3%	28.1%	47.5%	38.7%	-3.1%	38.7%	29.7%
净利润增长率		59.3%	76.5%	11.8%	37.1%	21.7%	27.7%	29.4%
利润率								
毛利率	29.4%	25.3%	28.3%	27.6%	31.6%	28.3%	30.2%	29.7%
EBIT 率	9.7%	11.6%	12.6%	13.8%	17.2%	13.3%	15.3%	16.0%
净利润率	10.9%	9.4%	13.9%	11.6%	14.3%	13.9%	14.7%	15.3%
收益率								
净资产收益率(ROE)	16.1%	21.9%	31.7%	29.2%	11.0%	12.3%	14.0%	16.0%
总资产收益率(ROA)	8.0%	9.5%	16.0%	13.9%	8.0%	8.7%	9.8%	10.9%
投入资本回报率(ROIC)	15.5%	34.2%	33.3%	27.6%	27.8%	18.9%	20.9%	23.4%
运营能力								
存货周转天数		108	131	118	153	178	195	172
应收账款周转天数		79	65	56	64	53	49	53
总资产周转天数		314	311	272	462	549	513	476
净利润现金含量	1.85	1.29	0.94	0.65	0.64	0.55	0.65	0.91
资本支出/收入	10%	3%	9%	4%	3%	17%	6%	6%
偿债能力								
资产负债率	50.7%	56.5%	49.6%	52.5%	27.1%	28.7%	29.9%	31.7%
净负债率	-16.7%	-30.0%	-16.2%	5.7%	-61.6%	-45.2%	-40.3%	-39.3%
估值比率								
PE	254.3	159.6	90.4	80.9	59.0	48.5	38.0	29.3
PB	41.1	34.9	28.7	23.6	6.5	5.9	5.3	4.7
EV/EBITDA	144.1	84.7	69.7	50.7	39.5	40.6	29.5	22.9
P/S	20.79	11.20	9.46	7.05	8.42	6.72	5.58	4.49
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	0.7%	0.8%	1.1%



目 录

1. 光迅科技：2011 年业绩确定性强	6
1.1. 2Q 业绩起色明显，预计全年能够完成 11.21 亿元销售目标	6
1.2. 国外市场意外受阻，未来发展面临一定不确定性	6
1.3. 未来业务突破来自上游产业链扩张和新产品的开发	7
1.4. 资产注入将为公司打开更大成长空间	8
2. 光器件行业：FTTx 建设带来光收发模块需求快速增长	8
2.1. 有源器件（光收发模块）为光器件市场主体，未来成长性高于整体市场	8
2.2. 国内 FTTx 投资高速增长，为光收发模块增量需求主要来源	9
3. 拟注入资产 WTD：国内有源器件厂商龙头，受益 FTTx 建设处于快速成长期	10
3.1. 公司背景：国内最大的有源器件制造商	10
3.2. WTD 未来发展：受 FTTx 投资驱动，公司处于快速成长期	11
3.3. 注入增厚光迅科技 2011 年 EPS 27%，提高公司未来增速	11
4. 注入催生国内光器件巨头，新公司想象空间更大	12
4.1. 从市场拓展、研发到费用，两公司整合效应明显	12
4.2. 将成为国内厂商外延扩张的先行者	12
5. 盈利预测与估值	13
6. 股价催化剂	14
7. 风险因素	14

图表目录

图 1: 公司季度收入规模与增速（预测）	6
图 2: 公司国内外市场收入增长趋势	7
图 3: 光器件市场构成	9
图 4: 收发模块占传输网设备比重	9
图 5: 收发模块占 PON 成本比重	9
图 6: 全球光收发模块市场规模与未来增长情况	9
图 7: 国内 FTTx 市场与光收发模块需求规模预测	10
图 8: WTD 产品结构	10
图 9: WTD 产品下游应用	11
图 10: 国际主流器件厂商外延扩张路径	13
图 11: 光迅科技历史 PE 值	14
图 12: 光迅科技历史 PB 值	14
表 1: 光器件市场构成与主要参与厂商	8
表 2: WTD 注入对光讯业绩影响测算（2011）	11
表 3: 两公司整合效益分析	12
表 4: 光迅科技简明利润表预测（百万元）	13

核心观点:

光讯科技 2011 年业绩确定性较强，未来受益光通信建设保持平稳发展。公司今年收入规模目标为 11.21 亿元（同比增长 23%）。公司上半年已完成 5.07 亿元销售。2 季度单月销售额在 1 亿元左右。8 月份销售持续好转，预计将在 1 亿以上。全年完成 11.21 亿销售不成问题。长期来看，公司 12.5 目标做到 25 亿收入规模，即每年 23% 的增长。考虑数据流量每年翻倍增长，我们认为光通信投资将为长期主题，公司长期收入目标应能达到。未来公司看点将为上游产业链突破，和新产品的不断开发，如 OLP 系统、ROADM 子系统、40G 调制解调产品等。

WTD 并购增厚业绩 27% 比较确定，并有超预期可能。根据我们估算，光讯拟注入资产 WTD 公司今年收入规模能够达到 10 亿左右，净利润预计为 7000 万元。注入将增厚公司 27% 左右 EPS（考虑股本摊薄）。这一增厚也有超预期可能，一方面来自于交易方面，主要可能包括现金或部分现金收购（减少股本摊薄），另一方面来自 WTD 本身业绩超预期。

未来 2-3 年来看，WTD 更受益接入网建设，发展预计快于光迅科技。根据我们的研究，WTD 所生产的光收发模块占 PON 产品成本的 50% 左右。根据我们测算，2011 年 FTTx 设备投资同比增长达到 122%，而据我们预测，未来两年投资平均增速仍能保持在 43%，FTTH 渗透率提高对行业增长将是一个额外红利（FTTH 中 ONU 收发模块价值更高）。WTD 为龙头厂商，将至少与行业增长保持同步。因此注入将加快光迅科技未来发展。

整合催生光器件行业巨头，新公司未来发展更有想象空间。新公司规模至少达到 20 亿，将成为国内无论是规模还是产品线方面最具优势的公司，市场份额的获得能力也将显著提高。两公司在研发、销售、管理方面的整合效应显而易见。整合后，两公司在光器件市场停止内耗，产品系列更为全面，对下游大客户支持和服务也更加全面。利用光迅科技更为先进的技术平台，公司在新产品开发的广度和进度方面也将提高。国际光器件领域龙头厂商发展均离不开并购整合。新光迅科技利用自身规模和二级市场平台，将成为国内进行外延扩张的先行者。

我们坚定推荐光迅科技，不仅是因为短期并购题材，更是看重行业发展和新公司未来在行业的表现。我们预计光迅科技今年 EPS 为 1.01 元，WTD 并购后备考 EPS 1.29 元。2012 年新公司将取得更快发展，预计备考 EPS 为 1.71 元。现股价对应合并后 EPS 的 PE 值分别为 30x、22x。鉴于注入资产良好的成长性，和两公司合并具有很强的整合效益，我们按照合并后 2012 年 30x PE 值设定目标价格，即 51.33 元，增持评级！

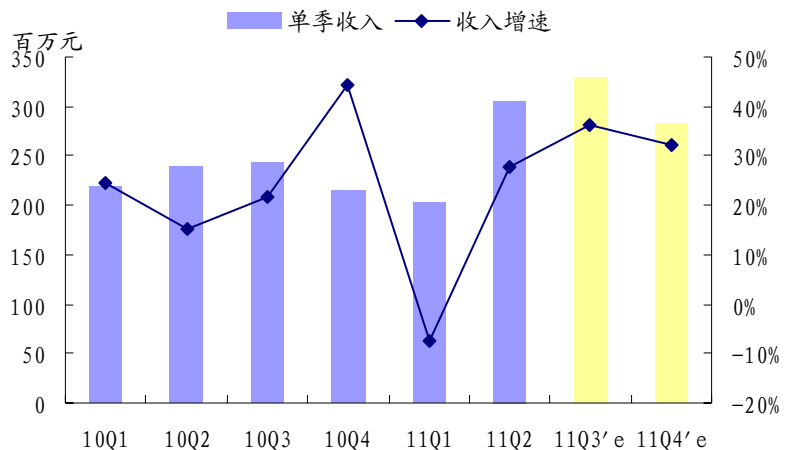
1. 光迅科技：2011 年业绩确定性强

1.1. 2Q 业绩起色明显，预计全年能够完成 11.21 亿元销售目标

2011 年一季度为光通信行业近年来少见的低谷，公司当季收入与净利润同比增长分别为-7.5%和-15.8%。据我们分析，造成这一局面的原因主要有 2010 年 1Q 基数较大，设备厂商对于投资乐观导致 2010 年下半年采购过多造成库存积压，和运营商 1Q 投资缺乏等三个方面。从 2Q 以来，行业逐渐回暖，而公司 2Q 收入和净利润同比增长分别达到 27.6%和 54.7%，回升显著。公司单月销售额也从 1Q 平均 6700 余万元/月提高至 1 亿元/月，毛利率有一定提升。

我们从公司了解到，公司 6-8 月订单持续趋好，8 月销售额预计超过 1 亿元。我们估计，公司 3Q 收入规模将超过 3 亿元。从公司历史来看，每年 2Q、3Q 均为公司销售旺季，1Q、4Q 相对销售额相对较低。以此判断，公司 4Q 销售额将有所回落，大致在 3 亿元左右。4 个季度综合来看，公司年初设定的全年 11.21 亿元销售目标确定性较强。

图 1：公司季度收入规模与增速（预测）



数据来源：公司数据；国泰君安证券研究

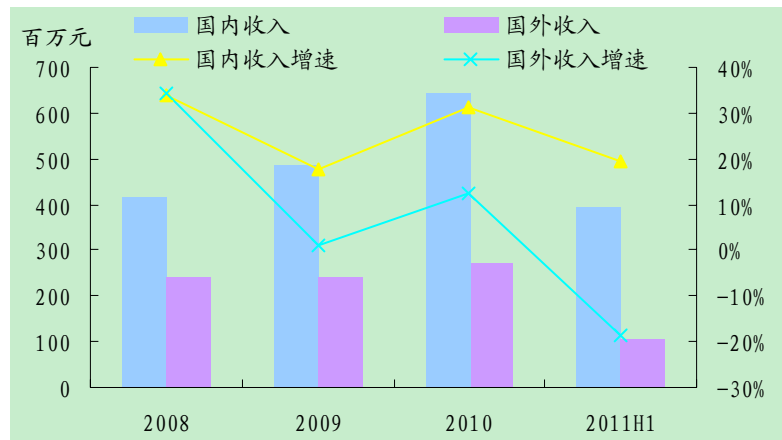
1.2. 国外市场意外受阻，未来发展面临一定不确定性

公司上半年国外市场销售同比下降 18.6%，为近三年以来首次下降。其原因主要是公司美国市场单一大客户 Sanmina 今年主要投入为 100G 传输产品，而公司并没有相应光器件供给。2010 年，公司面向 Sanmina 销售规模（直接+间接）在 2000 万美金左右，预计今年将缩减为 1000 万美金。欧洲市场增长比较稳定，但是速度比较慢。印度市场属于新兴市场，需求很大，但稳定性较差。公司预计今年国外市场销售将与去年基本持平。

对于国外市场未来拓展，现阶段主要面临的不确定性是欧美经济情况的发展。如果经济持续恶化，必然将影响欧美运营商的建网需求。不过，公司对这种情况保持一定的乐观态度。理由是，在 2008 年经济危机时，西方发达国家均推出“宽带战略”，寄希望信息化建设推动本国经济增

长。如果西方国家经济再次面临下滑，宽带建设投入可能不会受太大影响。

图 2: 公司国内外市场收入增长趋势



数据来源: 公司数据; 国泰君安证券研究

1.3. 未来业务突破来自上游产业链扩张和新产品的开发

公司主要产品为以光纤放大器为主的子系统，和以波分复用器为主的无源器件。下游应用主要是传输网建设，少量产品应用于接入网建设。根据我们的判断，外传输网建设投资增速基本在 15-20% 左右。而公司 12.5 期间发展目标为 2015 年达到 25 亿元收入规模，平均每年收入增长率为 22%，基本与行业增长一致。公司未来看点主要为上游产业链的有效突破，和新产品（尤其是子系统）的开发与推广。

专注于无源器件的 PLC 平台和有源器件的激光器平台进行上游产业链扩张。

PLC 平台相比之前的光纤耦合技术成本要降低很多，最主要的是可以实现公司产品设计理念。激光器为有源器件最主要的成本所在 (40% 占比)，激光器的开发同样能有效降低公司子系统成本。

然而，上游芯片产品的经营模式与现有模式区别较大。主要表现为技术难度大，前期设备投入高，对市场容量要求大。公司对于上游产业链扩张态度坚定，但步伐力求稳健。现阶段公司能够生产少量 PLC 芯片，同时在积极进行激光器芯片研发。新厂房搬迁后，公司研发环境和生产环境提升较大，预计上游研发和生产将比以前有较快进展。

着重于高毛利的子系统新产品开发

由于子系统主要是为集成方式，难度小。公司优势在于品牌、集成能力和客户资源。行业内很多小公司东西做的不错，但无法有效接触下游客户。因此愿意将产品卖给公司进行集成。现阶段公司推广比较成功的新产品是 OLP (光纤保护子系统)，占国内骨干网的 OLP 市场的 90%。而现阶段行业需求增长最快的 ROADM (可重构光分插复用器) 产品，公司已经有推出并由系统商试用，但要做到商用仍需时日。

1.4. 资产注入将为公司打开更大成长空间

公司于 2011 年 7 月 1 日停牌，公告称大股东计划将其旗下的 WTD（武汉电信器件有限公司）注入上市公司。虽随后暂停运作，但我们判断，大股东资产注入意愿比较强烈，后期应继续进行运作。

WTD 为国内最大的有源器件厂商，与光迅科技面向同一市场，但产品并没有交叉。WTD 主要产品光收发模块为光网络设备核心部件，以接入网 PON 设备来看，占其成本的 50%。我们分析，未来 2-3 年国内光网络投资主要增量来自 FTTx 建设，WTD 后期成长性将好于光迅科技。另外，两公司合并后将成为全国最大、产品线最齐全的光器件公司，收入规模超过 20 亿元，净利润则达到 2.3 亿元以上，注入预计将增厚光迅科技 2011 年 EPS 27% 左右。并且，两公司合并在产品研发、销售和管理方面整合效益明显，未来外延式扩张发展更为可能。

2. 光器件行业：FTTx 建设带来光收发模块需求快速增长

2.1. 有源器件（光收发模块）为光器件市场主体，未来成长性高于整体市场

光器件为光通信设备上游环节，其下游客户主要为阿朗、华为、中兴等光通信设备厂商。主要产品为实现光网络信号收发、传输和光电转换的器件以及模块。

根据功能划分，光器件产品主要分为有源器件和无源器件两类。有源器件指处理信号的同时会改变信号的基本特征或传输格式的元器件，主要包括光电转换、接收器、发射器等，通常以模块形式（综合功能的）表现，如最主要的光收发模块。无源元器件指只传输信号，但不改变信号的任何基本特征或传输格式的元器件。典型的无源元器件包括 WDM、隔离器、衰减器、放大器、耦合器、连接器及光开关。有源器件和无源器件并不是明确界定的，现在一些厂商所生产的子系统则通常包含了有源与无源的功能。

表 1：光器件市场构成与主要参与厂商

市场划分	产品功能	主要产品	市场容量	参与厂商
有源器件	信号发射与接收等	光收发模块等	~ 40 亿美金	Finisar、JDS、WTD、华工正源等
无源器件	信号传输、放大与保护等	放大器、波分复用器等	~ 20 亿美金	Oplink、Oclaro、光讯、昂纳等

数据来源：国泰君安证券研究

从市场结构来看，有源器件为光器件市场的主体。全球光器件市场整体规模在 60 亿美金左右，其中有源器件规模约占总市场的 2/3。有源器件中，收发模块为最主要产品。按下游产品成本构成来看，收发模块占传

输设备成本 20%左右，而占接入网 PON 设备成本的 50%。

图 3: 光器件市场构成

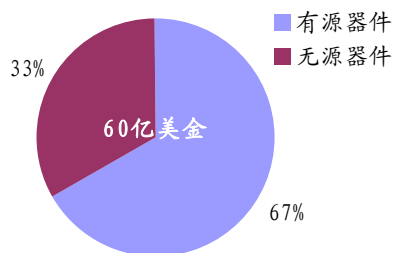


图 4: 收发模块占传输网设备比重

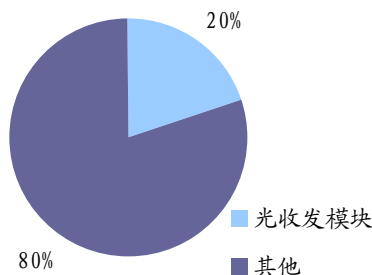
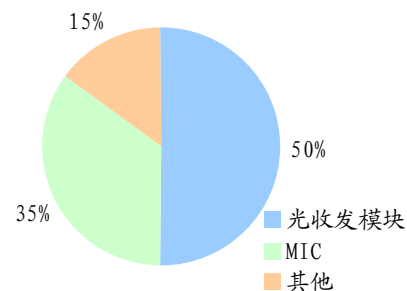


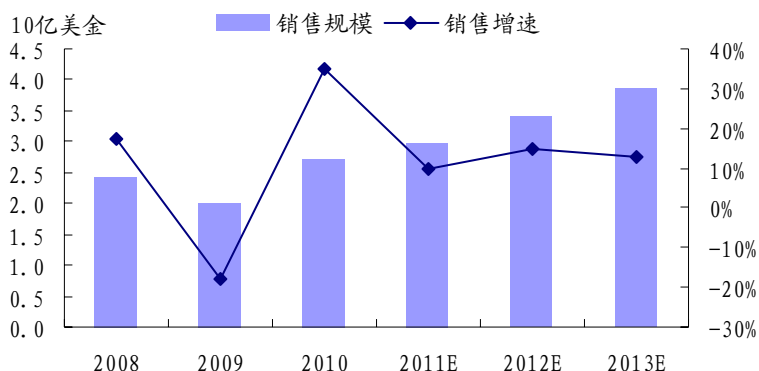
图 5: 收发模块占 PON 成本比重



数据来源: 国泰君安证券研究

从未来增长来看，整体光器件市场预计年均复合增长率为 10%左右。而根据 Lightcounting 的预测，全球光收发模块产品销售额在 2010 年达到 27 亿美金左右，而到 2013 年预计达到 38 亿美金。未来三年将增速将略快于整体光器件行业。

图 6: 全球光收发模块市场规模与未来增长情况



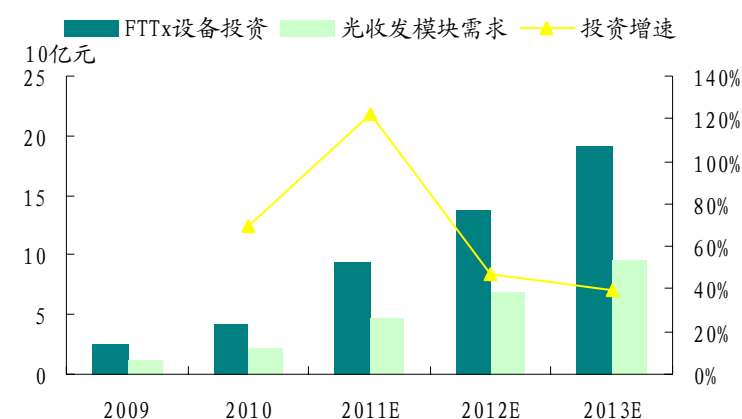
数据来源: Lightcounting; 国泰君安证券研究

2.2. 国内 FTTx 投资高速增长，为光收发模块增量需求主要来源

光器件需求未来增长动力主要来自于 OTN（骨干网）、PTN（传输网）、FTTx（接入网）三个领域的建设。骨干网与传输网建设中，国内公司参与的 10G 及以下速率传输设备的投资增长预计能够保持在 20%左右。而国内接入网投资则处于快速增长期。

我们把 2010 年界定为国内 FTTx 建设元年。在 2009 年 3G 网络大规模建设之后，运营商新增投资重点转为 FTTx 建设。据我们测算，2010 年三大运营商 FTTx 设备投资规模在 42 亿元左右，同比增长 70%。而在 2011 年，随着中国电信年初“光网城市”提出，运营商建设量进一步加大，FTTH 建设比例同时明显提高。根据各运营商建设规划和招标，我们测算今年运营商 FTTx 设备投入规模在 93.5 亿元，同比增长 122%。而未来两年，建设投资仍将保持在 40%以上增速水平。而如我们先前所分析，PON 设备中，收发模块占总成本 50%。以此计算 2011 年国内 PON 收发模块市场规模为 46.7 亿元，到 2013 年预计将达到 95.5 亿元。

图 7: 国内 FTTx 市场与光收发模块需求规模预测



数据来源：国泰君安证券研究

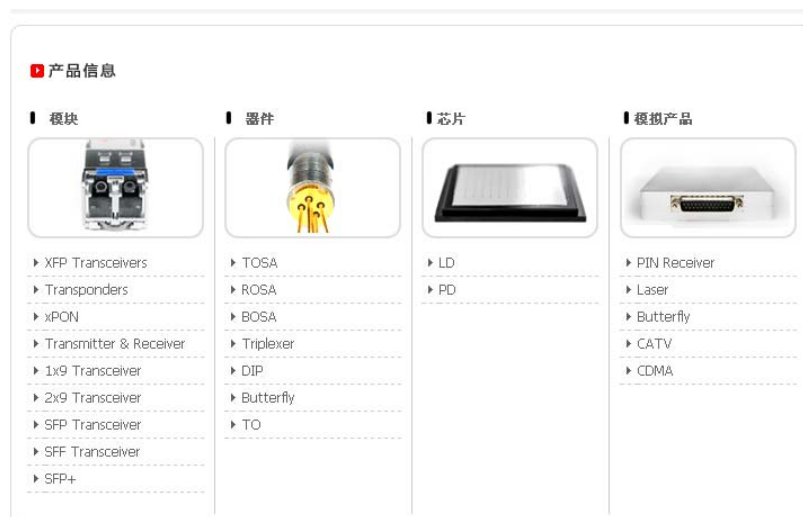
3. 拟注入资产 WTD: 国内有源器件厂商龙头，受益 FTTx 建设处于快速成长期

3.1. 公司背景：国内最大的有源器件制造商

WTD（武汉电信器件有限公司）于 1980 年成立，大股东为武汉邮电科学研究院。公司主要开发、生产、销售光通信用半导体激光器组件、探测器组件、光发射/接收模块、光收发合一模块等，具备从芯片到器件、模块的全系列产品的研究开发和生产加工能力。

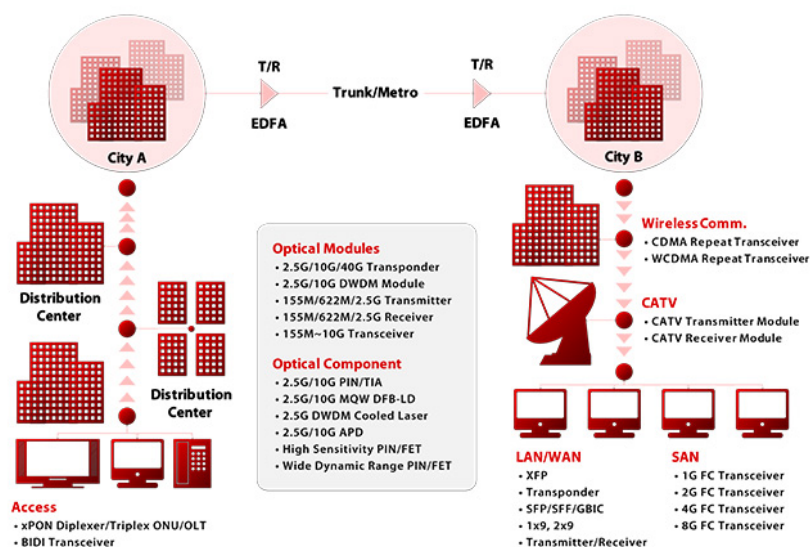
公司产品基本覆盖用于传输和数据通信的各种速率、不同封装的有源模块。产品主要应用于传输网、数据网、接入网、CATV/CDMA/WLAN 等。公司是国内最大的有源器件制造商，在国际上同时享有相当的知名度和影响力。

图 8: WTD 产品结构



数据来源：公司信息；国泰君安证券研究

图 9: WTD 产品下游应用



数据来源：公司信息；国泰君安证券研究

3.2. WTD 未来发展：受 FTTx 投资驱动，公司处于快速成长期

公司主要产品为光收发模块，产品广泛应用于传输网与接入网设备。2010 年以前，由于接入网 FTTx 建设仍未起步，公司产品下游需求主要来自于传输网建设。而根据我们对行业的判断，2011 年将是 FTTx 投资爆发性增长的一年，据估算 PON 设备投资将达到 93.5 亿元，同比增长 122%，而相应光收发模块需求规模预计为 46.7 亿元，并且在随后两年保持年均 43% 的复合增长率。公司为市场龙头企业，我们预计市占率在 10% 左右，未来将与行业同时保持高速增长。

3.3. 注入增厚光迅科技 2011 年 EPS 27%，提高公司未来增速

据我们推断，WTD 2011 年收入规模在 10 亿左右。而根据我们与行业专家的讨论，有源器件企业净利率范围在 6%-10%。偏保守估计，假设公司净利率为 7%，则 WTD 2011 年净利润为 7000 万元左右。

我们假设光迅并购 WTD 资产 PE 值为 10x。通过向大股东定向增发并购，增发价设定为 35 元。计算得出并购后公司 2011 年 EPS 为 1.29 元，并购增厚光迅科技 EPS 27%。

表 2: WTD 注入对光迅业绩影响测算 (2011)

核心假设	
公司净利率	7%
光讯收购 WTD PE 值	10x
光讯增发价	35 元
业绩增厚测算	
WTD 资产价值	7000 万净利 × 10x PE = 7 亿元
股本增厚	13% (2000 万股)

合并收入	光讯 11 亿+WTD10 亿=21 亿元
合并净利润	光讯 1.6 亿+WTD0.7 亿=2.3 亿元
光讯原 EPS	1.01 元
WTD 注入后 EPS (考虑股本摊薄)	1.29 元
EPS 增厚	27%

数据来源：国泰君安证券研究

对于 2012 年发展判断，WTD 对光迅科技净利润总量和成长的贡献将更加显著。根据我们计算，2012 年合并后公司备考 EPS 值将达到 1.71 元，同比增长 33%。

4. 注入催生国内光器件巨头，新公司想象空间更大

4.1. 从市场拓展、研发到费用，两公司整合效应明显

整合后，两公司在光器件市场停止内耗，新产品系列更为全面，对下游大客户支持和服务也更加全面。利用光讯科技更为先进的技术平台，公司在新产品开发的广度和进度方面也将提高。新公司规模至少达到 20 亿，将成为国内无论是规模还是产品线方面最具优势的公司，市场份额的获得能力也将显著提高。

另外，两公司所面对的下游客户基本相同，整合后整体销售费用将显著下降。在研发和管理方面，新公司整合效应也比较明显。WTD 原先为非上市公司，财务成本较大。整合后，财务费用将有效缓解，直接提升公司净利率。

表 3：两公司整合效益分析

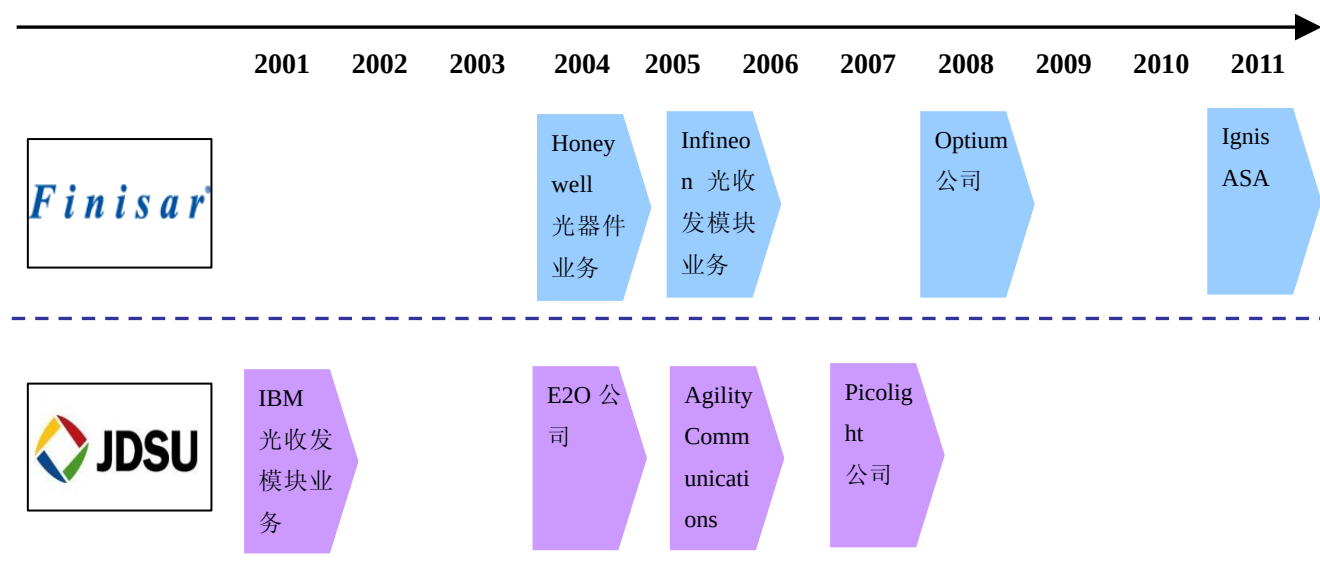
整合领域	整合效益
销售	下游客户基本相同
管理	管理人员精简
研发	研发平台整合
财务费用	显著改善 WTD 负债率
产品营销	为客户提供更齐全的产品

数据来源：国泰君安证券研究

4.2. 将成为国内厂商外延扩张的先行者

光器件行业的一个显著特点为产品种类繁多，新技术、新产品推出较快。如果仅通过自身实力进行研发生产，将很难有快速增长。因此，从全球范围来看，并购成为厂商实现新技术、新产品的快速获得，自身规模扩张最有效的手段。根据统计，2000-2010 年间，行业内并购频繁。2000 年全球有 32 家主流光器件厂商；而到 2010 年，全球主流厂商仅有 12 家左右。行业龙头之一 JDSU 从 2005 年至今各领域并购数量达到 14 起。

图 10: 国际主流器件厂商外延扩张路径



数据来源: 公司数据; 国泰君安证券研究

光迅科技与 WTD 之前规模均比较小, 管理能力较低, 在全球市场上属于追随型公司。另外, 同一大股东旗下, 光迅科技和 WTD 业务相互限制 (一个做无源, 一个做有源), 无法向对方领域扩张。WTD 注入之后, 新公司规模提升显著, 业务发展也不再有限制, 未来外延扩张将条件将更加充分。

5. 盈利预测与估值

预计光迅科技公司 2011-2012 年 EPS 分别为 1.01 元、1.31 元。考虑 WTD 资产注入, 备考 EPS 分别为 1.29 元、1.71 元。现股价对应备考 EPS 的 PE 值分别为 30x、22x。鉴于注入资产良好的成长性, 和两公司合并后具有很强的整合效益, 我们按照合并后 2012 年 30x PE 值设定目标价格, 即 51.33 元, 比原先目标价上调 14%, 距现价有 34% 上涨空间, 增持评级!

表 4: 光迅科技简明利润表预测 (百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E
主营收入	653.8	730.5	914.4	1,102.0	1,370.0
减: 主营成本	473.3	499.8	656.0	768.7	963.0
减: 营业税金及附加	2.1	3.0	1.3	1.6	1.9
主营业务利润	178.4	227.7	257.0	331.7	405.0
减: 营业费用	25.6	27.9	36.1	44.1	47.9
减: 管理费用	62.4	74.3	99.4	119.0	138.4
减: 财务费用	2.6	0.7	-4.1	-2.2	-1.2
减: 资产减值损失	6.5	7.4	2.6	4.3	3.2
加: 公允价值变动收益	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
营业利润	81.3	117.3	123.0	166.6	216.7
加: 营业外收入	4.4	3.6	21.9	24.2	30.1

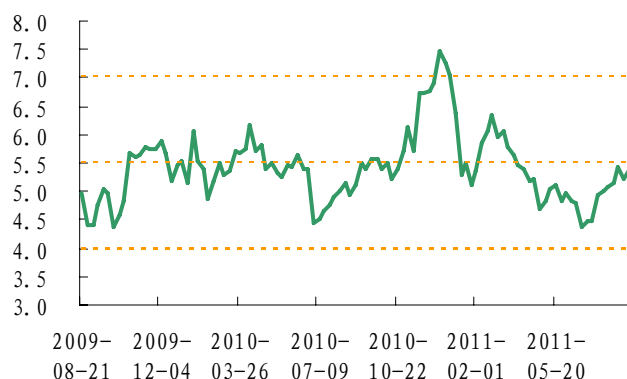
减：营业外支出	0.1	0.0	0.0	0.2	0.3
利润总额	85.6	120.9	144.8	190.6	246.6
减：所得税	9.6	16.7	18.0	28.6	37.0
净利润	76.0	104.2	126.8	162.0	209.6
减：少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属于母公司所有者的净利润	76.0	104.2	126.8	162.0	209.6
每股收益	0.48	0.65	0.79	1.01	1.31
考虑 WTD 注入后备考 EPS	-	-	-	1.29	1.71

数据来源：国泰君安证券研究

图 11：光迅科技历史 PE 值



图 12：光迅科技历史 PB 值



数据来源：公司财报；国泰君安证券研究

6. 股价催化剂

注入方案提出将成为最强烈的催化剂。注入方案提出将使公司业绩增厚确定，我们对于新公司未来发展判断也将能逐步验证。

下半年运营商投资加大带来的公司增速提高。运营商投资一直是前低后高，另外下半年运营商在接入网投入显著超市场预期。运营商投入的提高将逐步转化为公司业绩的提升。

12.5 规划政策支持提升板块关注度。下半年各行业 12.5 规划具体细则将陆续出台。我们判断在通信领域国家将出台与“宽带战略”有关的政策支持，将提升板块关注度，进而促进板块估值的提高。

WTD 业绩超预期，和未来整合效益超预期。虽然现阶段无法掌握 WTD 详细情况，但我们推断运营商下半年 FTTx 投入超预期应在公司收入有对应体现。另外，两公司未来整合效益也存在超预期可能。

7. 风险因素

注入时间的不确定。公司原于 7 月 1 日停牌准备注入方案，但因某些原因暂停操作并于 7 月 15 日复牌。公司在复牌时公告，资产注入在未来 3 个月之内不会重启。虽然我们分析大股东、光迅科技和 WTD 三方意愿，认为 WTD 注入一定会实施。但何时开展具有很大的不确定性。

注入方式的不确定。这里主要指 WTD 作价中 PE 值的设定有可能与我们预期不符。另外，是增发注入，还是以一定现金购买进行注入，仍有不确定因素。

市场与公司发展速度低于我们预期。主要指运营商未来在光传输与接入网投入可能低于预期；和公司市场份额波动带来的风险。

市场竞争激烈导致 WTD 利润率下滑。FTTx 市场景气必然吸引更多的厂商进入，竞争加剧可能导致 WTD 利润率下滑。

公司整合效益的不确定性。我们判断由于两公司为同一大股东旗下子公司，整合难度应比较低。但仍存在整合困难的可能。

作者简介:**杨昊帆（贡献作者）:**

执业资格证书编号：S0880110030037

电话：021-38676207

邮箱：yanghaofan008183@gtjas.com

复旦大学经济学硕士。曾从事两年管理咨询工作。2009 年加入国泰君安证券研究所,专注于通信行业研究。

康凯:

执业资格证书编号：S0880511010009

电话：0755-23976023

邮箱：kangkai@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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		