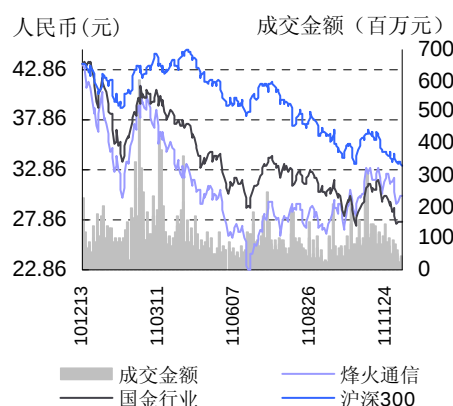


烽火通信 (600498.SH) 光纤光缆制造行业
评级: 买入 维持评级
公司研究

 市价 (人民币): 30.35 元
 目标 (人民币): 35.15-42.18 元

长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	442.34
总市值(百万元)	13,424.90
年内股价最高最低(元)	43.45/22.86
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19


相关报告

1. 《业绩符合预期 受益光通信稳定增长》，2011.8.24
2. 《业绩符合预期,未来三年稳定增长》，2011.4.26

陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130511030023
 (8621)61038242
 chenynh@gjzq.com.cn

带宽竞争促光的深化 端管撬动业绩提升
公司基本情况 (人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.593	0.854	1.067	1.406	1.705
每股净资产(元)	7.24	7.95	8.89	10.17	11.74
每股经营性现金流(元)	0.61	0.45	0.75	0.54	0.82
市盈率(倍)	45.04	48.42	27.22	20.65	17.03
行业优化市盈率(倍)	73.77	99.35	71.67	71.67	71.67
净利润增长率(%)	49.55%	43.97%	25.06%	31.79%	21.28%
净资产收益率(%)	8.20%	10.74%	12.02%	13.85%	14.54%
总股本(百万股)	441.80	441.80	442.34	442.34	442.34

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **2012 年将是中国通信产业两个关键节点, 光通信将成为核心:** 首先是 TD-LTE 部署在即, 我们认为中移动将从明年起大规模提升城域网带宽; 其次是固网接入运营商光进铜退的竞争已经从覆盖推动转向覆盖推动+用户体验拉动并举, 其结果将是各地 FTTB/H 实装率的提升和固网终端的加速普及。无论移动或固网市场, 带宽竞争取代覆盖竞争, 对光通信的持续的需求成为必然。光的深化将持续撬动运营商在光的管道和光的终端方面的投资, 从而利好国内光通信产业。
- **烽火作为国内光通信龙头, 其市场地位、客户结构、产品结构仍决定了烽火是光深化过程的有效受益者:** 国内光通信市场主流产品如传输承载、FTTx 接入/xPON、光纤光缆等格局基本稳定, 烽火通信在各细分市场的地位也较为稳固。我们预计明年国内运营商投资结构中光通信相关比例将显著提升, 而烽火作为光产业链最完整、最具教的主设备商将成为这一结构性变化中成为有效的受益者。
- **公司年中增发项目加强公司产品线, 与现有业务有效支撑, 我们建议买入:** 2011 年公司中报后公布了定增预案, 拟发行不超过 6000 万股, 募集不超过 10.57 亿元。其中 PTN、OTN、光传送网安全审计项目与传输网建设需求密切相关, 而 ODN 项目则有助于公司借助在 FTTx 领域的现有优势和市场资源进入蓝海市场, 不但能扩大公司的对象市场, 还可以通过公司现有的渠道关系降低营销及管理费用, 从而实现较高的营销效率。总之, 我们看好公司募投项目前景, 建议投资者积极参与。

业绩预测及投资建议

- 我们预计 2011、2012、2013 年公司主营业务收入将分别为 64.48 亿、78.86 亿和 93.82 亿, 同比增速分别为 13.43%、22.30%、18.96%。对应 EPS1.067 元、1.406 元和 1.705 元, 同比增速分别为 24.91%、31.79%和 21.28%。我们给予公司 13 年 25-30 倍 PE, 对应股价 35.15-42.18 元。

风险

PON、ODN 竞争加剧影响盈利、光纤光缆价格竞争白热化、运营商资本开支未达预期。

内容目录

摘要	3
2012 年是运营商移动和固网两个市场竞争的关键节点.....	3
公司市场地位稳固，将直接受益于行业趋势	3
业绩预测和投资建议	3
2012 的两个转折点	4
运营商移动业务的竞争到达了一个转折点	4
FTTx 业务的竞争也达到了一个转折点	4
2012 年国内运营商资本开支预测	5
市场格局稳定 公司稳定收益行业增长趋势	6
技术标准制定者+最全光产业链 受益光通信浪潮快速增长	6
烽火通信现有业务分析：最具弹性的光通信主设备商	7
公司募投项目夯实、加强产品线 看好发展前景	9
业绩预测和投资建议	10
附录：三张报表预测摘要	12

图表目录

图表 1：三大运营商新增 3G 用户数对比	4
图表 2：三大运营商累计 3G 用户份额	4
图表 3：国内运营商宽带接入资本开支预测	5
图表 4：国内运营商传输网资本开支预测	5
图表 5：烽火涉足产品的市场规模和市场份额	6
图表 6：烽火涉足产品的销售收入占比和收入增速	6
图表 7：烽火通信各项业务分析	7
图表 8：烽火通信募集资金投向	9
图表 9：烽火通信未来主营业务收入预测	10
图表 10：烽火通信 EPS 预测	10
图表 11：烽火通信各项业务收入预测	10
图表 9：公司业务收入、毛利率分析及预测（百万元）	11

摘要

2012 年是运营商移动和固网两个市场竞争的关键节点

- 2008 年运营商重组，移动通信领域当年 3G 上马；固网方面 2009 年以来光进铜退一浪高过一浪——通信产业发展和市场格局演进至今，3 年来在技术、市场和用户方面的变化已经积累成不小的势能，几大运营商在盘点得失的同时都在摩拳擦掌，得益者意图加速追赶，失意者意图重振雄风。时逢 LTE 技术成熟接近部署、光纤到户大规模覆盖并开始免费带宽升级，我们认为未来 1-2 年将是上述势能转化为动能充分释放，从而拉动运营商资本开支结构性变化的投资机会：
- 移动通信领域：中移动 TD 网络用户拓展已不能维持其 3G 占有半壁江山的预期目标，在终端产业链、用户发展、ARPU 等方面则显著逊色于中电信和中联通的现状难以靠修修补补实现转变。我们认为中移动将为 2013 年 TD-LTE 上马做准备，从明年起开始大规模投资于城域网；
- 固网接入领域：近期，上海、北京、天津等地先后进行了 FTTB/H 用户从 1M 到 10M 带宽的免费提升。我们认为这是中电信和中联通从 2009 年开始进行光纤到户投资，尤其是今年年初电信公布宽带中国计划以来运营商大规模 FTTx 覆盖的结果，也标志着下阶段宽带接入的竞争将从着重覆盖转向覆盖+用户体验的双重竞争。接入带宽、用户体验的提升将进一步撬动 PON、ODN、固网终端的市场规模的持续扩展。

公司市场地位稳固，将直接受益于行业趋势

- 国内光通信行业格局稳定，公司凭借在国内光通信产业、光通信标准等方面的市场地位，将直接受益于运营商支出结构向光通信板块倾斜的行业性机会。
- 公司中报发布后宣布非公开发行 6000 万股，募集不超过 10.57 亿元用于 PTN、OTN、ODN、家庭网关、光传送网安全审计及光通信研发中心等六个项目。我们认为前五个项目与公司现有业务形成有效组合，而 ODN 香泽则伴随着公司在 FTTx 主设备领域的优势向最终用户的不断扩展延伸向进入 ODN 领域，不但扩大公司的对象市场，还可以通过公司现有的渠道关系降低营销及管理费用，从而实现较高的营销效率。总之，我们看好公司募投项目前景，建议投资者积极参与。

业绩预测和投资建议

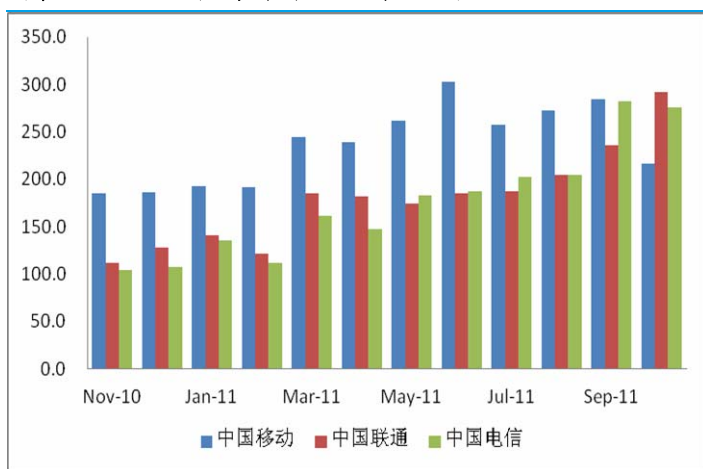
- 我们预计 2011、2012、2013 年公司主营业务收入将分别为 64.48 亿、78.86 亿和 93.82 亿，同比增速分别为 13.43%、22.30%、18.96%。对应 EPS1.067 元、1.406 元和 1.705 元，同比增速分别为 24.91%、31.79%和 21.28%。我们给予公司 13 年 25-30 倍 PE，对应股价 35.15-42.18 元。

2012 的两个转折点

运营商移动业务的竞争到达了一个转折点

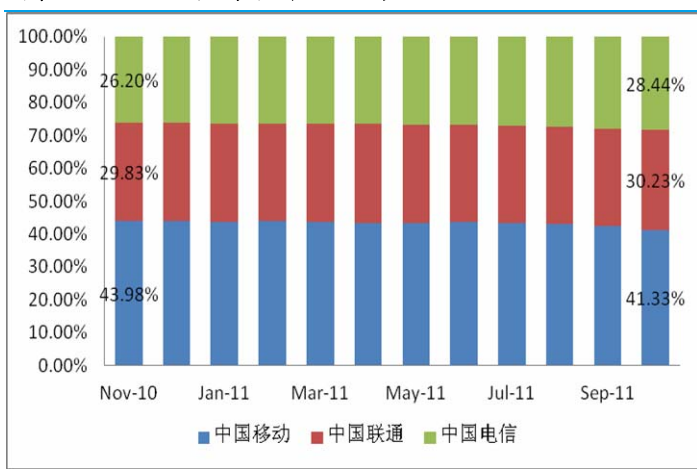
- 2009 年以来的 3G 发展到 2011 年 Q4 出现了拐点，中移动新增用户数纵向、横向比较均大幅下跌。相反，中电信和中联通的用户发展情况则大幅提升。3G 领域的颓势和近期中移动在 TD-LTE 上的积极态度形成反差，我们认为中移动加快布局 LTE，转向 4G 寻求突破成为大概率事件，因此中移动或从 2012 年起大规模投资城域网建设，进而拉动传输网设备的需求规模大幅增长。
- 2011 年 11 月最近公布的三家运营商 3G 用户数据显示：截至当月中移动 3G 累计用户数占比已跌至 41.33%，10 月当月 3G 用户净增数大幅下降至 216.8 万。相反，中联通和中电信单月用户发展超过中移动并达到 292 万、276 万的高点。中移动在 3G 领域的乏力已经暴露无遗，这将加大中移动所面临的竞争压力；

图表1：三大运营商新增 3G 用户数对比



来源：国金证券研究所

图表2：三大运营商累计 3G 用户份额



- 我们认为这一压力将加快中移动部署 LTE 的决心，因为后者在现金、资产负债等方面仍状况良好。而参考美日，曾经领先的运营商在 3G 领域失落，从而在 LTE 部署的问题上十分积极，类似情况在 Verizon 和 NTT DoCoMo 等都曾出现过。再考虑到近期中移动高层的表态、工信部的部署以及近期 TD-LTE 终端测试的进展，我们认为 2013 年中移动大规模试商用 TD-LTE 确定性很高。结合 3G 时代的经验，我们认为 2012 年中移动资本开支中大规模增加城域网投资是大概率事件，将极大地拉动传输网设备的需求。

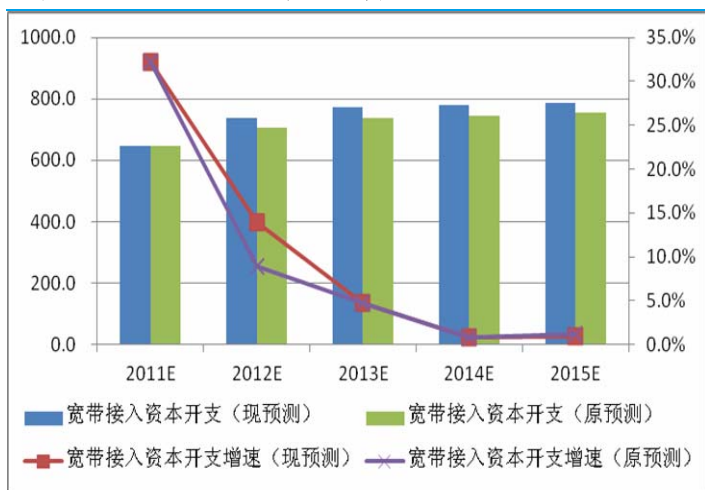
FTTx 业务的竞争也达到了一个转折点

- FTTx 目前主要以 FTTB 模式为主，侧重覆盖，跑马圈地。从明年起以将过渡到 FTTH 模式，同时提升实装率。我们认为近期的一系列事件，如北京、上海、天津等地免费提升带宽，联通移动反垄断事件、广电接入运营商加速组建等有助于从需求和竞争两个角度加快 FTTx 实装率的提升，进而带动 PON 设备、固网终端设备以及 ODN 设备的需求。
- 另一方面，近期中电信爆出来的一些 ODN 质量和用户安装问题表明国内运营商在 FTTx 的工程实施、设备采购和运营管理方面仍需要调整，因此不排除未来 ODN 行业洗牌的可能，从而使品牌供应商获取更高的市场份额。

2012 年国内运营商资本开支预测

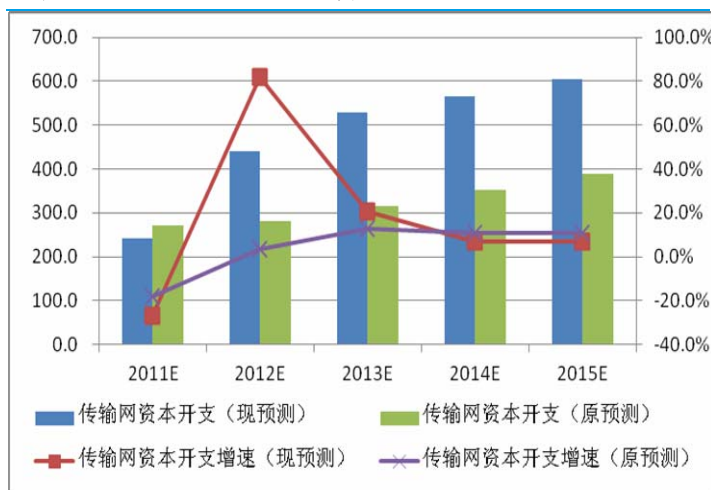
- 结合对竞争环境的分析，我们认为 2012 年三大运营商，尤其是中移动和中联通的资本开支情况将发生结构性的变化，从而有利于光通信行业的景气提升：
 - 中移动方面，GSM 和 TD 网络资本开支让位于 TD-LTE 的前期部署工作，相应地传输网及设备开支大幅增加。我们预计明年中移动传输网开支将达 340 亿，同比增长 112.5%，较我们之前的预测大幅增长 153 亿。
 - 中联通、中电信方面，我们认为联通的接入网投资也将略超我们之前的预测，但我们看好固网终端设备的前景。
 - 总体上，我们认为 2012 年三大运营商传输网投资将达 439.3 亿元，同比增长 81.85%。接入网投资 738.4 亿，同比增长 13.93%。
- 我们认为运营商竞争从覆盖向带宽延伸是未来 1-2 年资本开支结构性变化的主要推动力，光通信在运营商上网络中的深化将为相关产业链带来利好。同时，智能、宽带的“管道”建设将撬动“端”的需求，在宽带接入领域，未来 3 年国内固网终端的需求将得以启动。因此，我们看好光通信产业传输网、接入网及固网终端相关标的，将从明年运营商资本开支结构变化以及“端”的消费的长远前景中受益。

图表3：国内运营商宽带接入资本开支预测



来源：国金证券研究所

图表4：国内运营商传输网资本开支预测

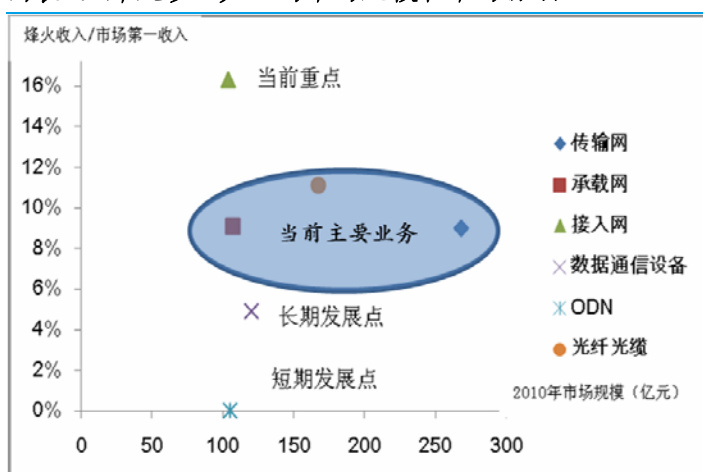


市场格局稳定 公司稳定收益行业增长趋势

技术标准制定者+最全光产业链 受益光通信浪潮快速增长

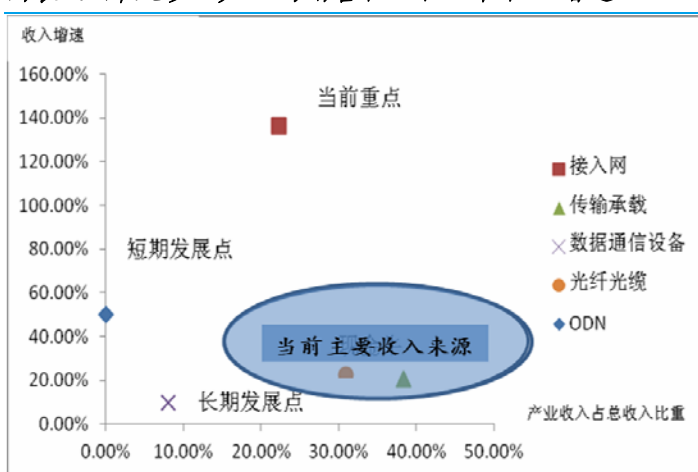
- 烽火拥有国内光通信标准制定者的独特地位。
 - 公司在大容量高端 DWDM 产品研发上具有先入优势，还具有世界领先水平的 ASON、ULH、EPON、PTN、OTN 等产品，光通信综合研发实力位居国内龙头地位；
 - 公司的母公司烽火科技在光通信领域内拥有从光通信标准制定到光接入方案、从芯片到系统整机、从光材料到成品的研发和制造能力，完善的光通信产业链奠定了公司在光通信技术领域的核心地位和生产成本的比较优势。
- 烽火拥有国内最全的光通信产业链。

图表5：烽火涉足产品的市场规模和市场份额



来源：国金证券研究所

图表6：烽火涉足产品的销售收入占比和收入增速



- **光纤光缆：**烽火是国内 5 大光纤光缆生产厂商之一，年产能超过 1100 万芯公里，目前占有约 8.59% 的市场份额。不但拥有全系列光纤光缆产品线，还有今年达产的烽火藤仓光预制棒项目一期 300 吨（对应 1000 万芯公里）产能。此外，今年销售情况良好的室内缆（FTTx 用）等还将加强烽火在光纤光缆产能过剩时代稳固市场地位的实力，支撑该业务的毛利率。
- **传输网设备：**烽火现有产品涵盖 SDH、DWDM 并积极向下一代 ASON 演进，拥有 OTN、CWDM、ASON 等系列产品。我们估计烽火目前在国内光传输市场占有约 14% 的市场份额。
- **接入网设备/EPON：**烽火在 EPON 领域实力较强，在三大运营商 PON 市场份额从 2009 年的 10.94% 上升至 2010 年的 16.30%。随着今年联通 PON 招标的尘埃落定，预计烽火在国内的市场份额将稳固在 16% 左右。
- **固网终端：**烽火固网终端年发货量超过 400 万台，目前主要销往海外。我们预计随着 FTTB/H 覆盖率、实装率的不断提升，尤其是已完成改造用户免费带宽升级带来的用户体验拉动，未来烽火固网终端的国内销量、收入将大大提高。
- **分配网设备/ODN：**公司 2011 年成立了 ODN 部门，7 月启动了募投项目。ODN 在 FTTx 总投资中占比近 50%，高于 PON 的市场空间。目前毛利率约在超过 30%，与局端、终端设备不同，国内 ODN 市场上没有大的玩家。值得注意的是，近来中电信爆出一系列 ODN 质量和工程安装问题，既有集采过分压价带来的产品质量问题，也有国内 FTTx 工程安装经验等方面的不足。我们认为这有可能带来 ODN 市场

的重新洗牌，有利于大的在位厂商和烽火这样的大企业及稳固合作伙伴占有更高的四场份额。同时，考虑到烽火在光通信、接入领域的技术、市场和渠道优势，我们认为进入 ODN 领域再增加收入的同时不会给烽火费用率造成压力。

- **数据通信：**宽带接入和三网融合必定带动宽带数据业务、特别是 IPTV 需求的增长，而目前传输设备中数据产品的比例越来越高，数据通信产品在光通信产业链中的地位越来越高。我们估计烽火在国内数据通信产品市场占有 8% 的份额。

烽火通信现有业务分析：最具弹性的光通信主设备商

- 总体而言，光通信产业市场高度集中，格局基本稳定。经过 10 年的市场演变，目前国内光通信市场格局日趋集中。主设备方面：华为、中兴占据第一集团，ASB、烽火占据第二集团；光纤光缆领域，市场集中度较低，5 家主要厂商占据 75% 的市场份额，长飞处于第一阵营，烽火与亨通等厂商处于第二阵营，差距小于主设备。配套设备如 ODN 等，国内尚未形成稳定的竞争格局。

图表7：烽火通信各项业务分析

	单位或注释	传输网设备	接入网设备/PON	光纤光缆	数据通信设备
静态市场规模	09-11年平均	153.4亿元	60亿元	60亿元，目前中国光纤光缆需求占世界一半	50亿元
成长性	未来三年CAGR	预计随着2012年移动为LTE商用部署做准备将加大传输网投资力度，预计2012年将同比增加超过60%，未来4年年均增速20%	预计未来4年将实现30.6%的复合增长	产能过剩，未来市场规模增速将稳定在10%左右，室内缆、特种缆成为蓝海市场但空间有限	未来空间将稳定增长，年均增速13%左右
市场格局	-	华为40%，中兴35左右，烽火和ASB 8-10%	华为40%，中兴30%左右，烽火16%，ASB 9%左右	长飞2800万芯公里产能，占比28%；烽火、中天、富通、亨通位于第二阵营。长飞、烽火、中天、亨通目前都有预制棒业务	中兴华为第一阵营，烽火位于第二阵营
烽火份额	%	8%-10%	16%	8%-9%	8%左右
市场领导者	TOP1-2	华为、中兴	华为、中兴	长飞、亨通	华为、中兴
业务收入占比*	% Sales	32.51% (33.70%)	27.17% (33.98%)	29% (17.66%)	11.20% (10.76%)
业务毛利占比	% Gross profit	41.25% (35.93%)	17.85% (28.01%)	22.09% (12.95%)	18.34% (17.85%)

来源：国金证券研究所 *注：括号内表示我们预计该业务到 2014 年的收入和毛利占比

- **传输网设备：**2009 年、2010 年、2011 年国内市场空间分别约 150.7 亿元、163.9 亿元、145.7 亿元。预计未来三年传输网设备将实现 61.57%、9.02%和 8.30%的增长率，其中 2012 年预计由于中移动 LTE 部署前期传输网投资，市场规模大大拓展。目前国内传输网收入占据了全部收入的 32.51%，毛利率贡献占比 41.25%。
- **接入网设备/PON：**2009 年、2010 年国内 PON 招标总量分别为 1376 万线、3780 万线，烽火分别为 10.94%、16.30%。11 月 1 日披露的联通 2500 万线 PON 招标中，烽火赢得了 15%-17%的份额，EPON 标方面没有显著突破，而 GPON 方面烽火成为 ASB、华为之后第三，表明烽火在国内 PON 采购转向 GPON 后有意利用优势，扩大份额，抢占先机。目前烽火国内 FTTx 收入占公司全部收入的 27.17%，贡献了 17.85%的毛利率。预计随着 FTTx 实装率的提升，国内该业务收入占公司全部收入的比重将提升至 2014 年的 38.22%。目前国内 FTTx 仍处于跑马圈地状态，预计随着 FTTx 市场格局的稳定，产品毛利率也将获得提升。
- **分配网设备/ODN：**我们估计 2011 年国内 ODN 市场规模约 105 亿元左右。2009 年、2010 年、2011 年分别实现 57%、51%、32%的增速。目前国内 ODN 市场份额较为分散，较大的厂商如行业龙头日海

通讯占据 10-12%的市场份额，新海宜占有 3%左右的市场份额。除在位厂商外，近期昂纳光通、烽火通信均有再融资进入 ODN 设备的计划，日海也在近期宣布了再融资扩张 ODN 产能的计划。我们认为 ODN 市场正进入一个高速发展、市场集中度同时提高的进程中，烽火通信凭借接入网/PON 及其在光通信整体市场的品牌及影响力、营销渠道，将得以低成本、快速地进入这一市场，我们看好烽火成为这一市场的主要玩家。

- **光纤光缆：**2010 年国内光纤光缆需求量为 7880 万芯公里（对应市场规模约 60 亿元），产能估计超过 9900 万芯公里，市场供过于求，只有拥有较高的富余产能、同时握有上游预制棒（控制成本）的厂商才能在市场竞争中维持并扩张其份额。我们估计烽火光纤光缆业务将维持其现有市场份额。
- 总体来看，尽管中兴、华为的地位难以撼动，但目前烽火凭借其传统的光通信老大哥的技术地位、邮科院的央企背景、全产业链的产品布局仍将抱有光通信产业第二阵营的市场地位，并在未来 2 年的光通信投资中，伺机获取更高的市场份额。同时向 ODN、光纤光缆等竞争相对缓和的市场扩展，获取竞争腹地。

同时，在国内光通信市场的主设备商仅有烽火是以“光”相关业务为主业甚至全部收入来源的：传输网设备、接入网/PON、光纤光缆和数据通信设备收入分别占其总收入的 31.62%、27.17%、29%和 11.20%。2012 年中移动传输网投资和联通、电信宽接入实装率的提升将有效拉动烽火通信收入和业绩的提升成为光深化过程弹性最大的主设备商。

公司募投项目夯实、加强产品线 看好发展前景

- 2011 年公司中报后公布了定增预案，拟发行不超过 6000 万股，募集不超过 10.57 亿元用于 PTN、OTN、ODN、家庭网关、光传送网安全审计及光通信研发中心等六个项目。其中 PTN、OTN、光传送网安全审计项目与传输网建设需求密切相关，而 ODN 项目则有助于公司借住在 FTTx 领域的现有优势和市场资源进入蓝海市场，不但扩大公司的对象市场，还可以通过公司现有的渠道关系降低营销及管理费用，从而实现较高的营销效率。

图表8：烽火通信募集资金投向

项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	建设期/达产率	预计全面达产 后年收入 (万元)
分组传送网设备(PTN)产业化项目	25,695	25,695	建设期2年 第二年达成60%，第三年100%	55,771
新一代光传送网设备(OTN)产业化项目	18,807	18,807	建设期2年 第二年达成60%，第三年100%	40,985
FTTx光纤分配网(ODN)系列产品项目	17,580	17,580	建设期2年 第二年达成60%，第三年100%	44,148
家庭网关系列产品项目	16,308	16,308	建设期2年 第二年达成60%，第三年100%	48,085
光传送网安全审计系统项目	13,021	13,021	建设期2年 第二年达成60%，第三年100%	32,164
光通信研发中心建设	11,840	11,840	2年	
总计	103,251	103,251		221,153

来源：国金证券研究所

- **PTN**：更加适用于移动业务承载，尤其是在 2G/3G/LTE 并存、全业务运营的情况下，能够满足城域网对灵活、高效、低成本承载业务的需求。在未来国内移动业务发展、2G/3G/LTE 并存的情况下，城域网各层次大量采用 PTN 的趋势已经明显，其中中移动已经进行了 3 期 PTN 集采，烽火在其中占有 12%-13%的份额。
- **OTN**：更能满足大颗粒传送业务发展的需求。同时和 PTN 结合，可以实现网络扁平化，降低 TCO，并提高多业务的承载能力。OTN 将在未来取代 SDH 和 WDM，成为传送的主要技术。目前，中移动、中电信、中国联通均已启动 OTN 集采。
- **ODN**：我们在年中发布的光通信报告专题《布局光通信 首推“中华烽火”》中曾提出 FTTx 投资收益配套设备先于接入网设备，先于传输设备的投资顺序。ODN 相关厂商如日海通讯在 2011 年的业绩大幅增长印证了我们的逻辑。规模方面，目前 ODN 市场空间达到每年 50-60 元，同时保持快速增长。格局方面，最大的厂商日海通讯仅占有 10% 左右的份额，全国数十上百家厂商参与，市场份额高度分散。运营商集采压价带来的质量问题进来陆续爆出。我们认为 ODN 作为 FTTx 投资的关键部分，一旦建成长期使用，质量问题十分紧要。因此未来国内 ODN 市场将提前进入洗牌期，烽火在 FTTx 的主设备 PON 招标中拥有较强的影响力、稳定的市场地位和品牌优势，顺道进入 ODN 领域将可低成本开拓新的收入来源，前景看好。
- **家庭网关**：2009 年全球家庭网关出货量超过 1 亿台，而国内销量仅 400 万台左右，国内厂商产品主要用于出口。随着国内 FTTx 建设深入和用户体验的上升，终端市场将被很快撬动，国内家庭网关市场有望进入井喷期。我们同样看好烽火在这一领域的前景。
- **光传送网安全审计项目**：主提前要用于 40G 光传送网的安全审计，处理各种乱码和多层次的信息封装，实现对信息的全面检测和网络流量实时统计分析处理。
- 公司此次增发项目与现有产品线形成升级、补齐、增强的关系，我们看好公司募投项目前景，建议投资者积极参与。

业绩预测和投资建议

- 我们预计 2011、2012、2013 年公司主营业务收入将分别为 64.48 亿、78.86 亿和 93.82 亿，同比增速分别为 13.43%、22.30%、18.96%。2012 年主要由传输网投资拉动收入大幅增长，而接入网投资拉动的收入将在 2013 年以后超过传输网成为烽火最主要的收入来源。
- 根据我们的预测，2011 年、2012 年、2013 年对应 EPS 分别为 1.067 元、1.406 元和 1.705 元，同比增速分别为 24.91%、31.79%和 21.28%。
- 结合市场现有估值情况，我们给予公司 13 年 25-30 倍 PE，对应股价 35.15-42.18 元。

图表9：烽火通信未来主营业务收入预测



来源：国金证券研究所

图表10：烽火通信EPS预测



图表11：烽火通信各项业务收入预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
通信系统	1,764.45	2,652.80	3,197.44	3848.06	4972.97	6418.33	7896.84
传输设备	1554.45	2133.59	2197.44	2096.43	2521.94	3094.74	3723.78
接入设备	210.00	463.44	1000.00	1751.63	2451.03	3198.19	3755.06
ODN	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	125.40	418.00
光纤光缆及电缆	1,162.19	1,483.50	1,844.56	1870.03	2041.98	1929.81	1951.75
数据网络产品	434.21	513.5	556.61	722.04	861.48	1021.94	1188.98
进出口代理费	1.76	7.95	6.61	7.93	9.52	11.42	13.71
合计	3362.61	4657.75	5605.22	6448.06	7885.95	9381.50	11051.28

来源：国金证券研究所

图表12：公司业务收入、毛利率分析及预测（百万元）

项 目	2008	1H09	2009	1H10	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
通信系统									
销售收入（百万元）	1,764.45	1,101.66	2,652.80	1,251.27	3,197.44	3,848.06	4,972.97	6,418.33	7,896.84
增长率（YOY）	63.02%	70.98%	50.35%	13.58%	20.53%	20.35%	29.23%	29.06%	20.00%
毛利率	31.68%	28.21%	27.93%	28.00%	23.01%	26.00%	24.89%	24.69%	24.92%
销售成本（百万元）	1,205.47	790.88	1,911.87	900.91	2,461.71	2,847.56	3,735.23	4,833.42	5,928.92
增长率（YOY）	75.65%	67.39%	58.60%	13.91%	28.76%	15.67%	31.17%	29.40%	22.67%
毛利（百万元）	558.98	310.78	740.93	350.36	735.73	1,000.50	1,237.75	1,584.90	1,967.92
增长率（YOY）	41.15%	80.85%	32.55%	12.73%	-0.70%	35.99%	23.71%	28.05%	24.17%
占总销售额比重	52.47%	56.96%	56.95%	51.49%	57.04%	59.68%	63.06%	68.41%	71.46%
占主营业务利润比重	59.10%	57.94%	57.39%	54.97%	52.28%	59.10%	61.71%	65.97%	68.72%
光纤光缆及电缆									
销售收入（百万元）	1,162.19	643.21	1,483.50	946.53	1,844.56	1,870.03	2,041.98	1,929.81	1,951.75
增长率（YOY）	34.38%	40.35%	27.65%	47.16%	24.34%	1.38%	9.20%	-5.49%	1.00%
毛利率	16.90%	21.53%	21.59%	21.01%	23.26%	20.00%	19.00%	19.00%	19.00%
销售成本（百万元）	965.78	504.73	1,163.21	747.66	1,415.52	1,496.02	1,654.01	1,563.14	1,580.92
增长率（YOY）	39.83%	34.59%	20.44%	48.13%	21.69%	5.69%	10.56%	-5.49%	1.14%
毛利（百万元）	196.41	138.48	320.29	198.87	429.04	374.01	387.98	366.66	370.83
增长率（YOY）	12.76%	66.30%	63.07%	43.60%	33.96%	-12.83%	3.74%	-5.49%	1.14%
占总销售额比重	34.56%	33.26%	31.85%	38.95%	32.91%	29.00%	25.89%	20.57%	17.66%
占主营业务利润比重	20.77%	25.82%	24.81%	31.20%	30.49%	22.09%	19.34%	15.26%	12.95%
数据网络产品									
销售收入（百万元）	434.21	185.67	513.50	229.28	556.61	722.04	861.48	1,021.94	1,188.98
增长率（YOY）	29.17%	0.84%	18.26%	23.49%	8.40%	29.72%	19.31%	18.63%	20.00%
毛利率	43.46%	45.00%	43.21%	37.00%	42.40%	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%
销售成本（百万元）	245.50	102.12	291.62	144.45	320.61	411.56	491.04	582.51	677.72
增长率（YOY）	20.63%	-1.78%	18.78%	41.45%	9.94%	28.37%	19.31%	18.63%	16.35%
毛利（百万元）	188.71	83.55	221.88	84.83	236.00	310.48	370.44	439.43	511.26
增长率（YOY）	42.26%	4.25%	17.58%	1.53%	6.36%	31.56%	19.31%	18.63%	16.35%
占总销售额比重	12.91%	9.60%	11.02%	9.43%	9.93%	11.20%	10.92%	10.89%	10.76%
占主营业务利润比重	19.95%	15.58%	17.19%	13.31%	16.77%	18.34%	18.47%	18.29%	17.85%
进出口代理费									
销售收入（百万元）	1.76	3.61	7.95	3.26	6.61	7.93	9.52	11.42	13.71
增长率（YOY）	-61.57%	268.37%	351.70%	-9.70%	-16.86%	20.00%	20.00%	20.00%	10.00%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率（YOY）	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
毛利（百万元）	1.76	3.61	7.95	3.26	6.61	7.93	9.52	11.42	13.71
增长率（YOY）	-61.57%	268.37%	351.70%	-9.70%	-16.86%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	0.05%	0.19%	0.17%	0.13%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%
占主营业务利润比重	0.19%	0.67%	0.62%	0.51%	0.47%	0.47%	0.47%	0.48%	0.48%
销售总收入（百万元）	3362.61	1934.15	4657.75	2430.34	5605.22	6448.06	7885.95	9381.50	11051.28
销售总成本（百万元）	2416.75	1397.73	3366.70	1793.02	4197.83	4755.15	5880.28	6979.07	8187.56
毛利（百万元）	945.86	536.42	1291.05	637.32	1407.39	1692.91	2005.68	2402.42	2863.72
平均毛利率	28.13%	27.73%	27.72%	26.22%	25.11%	26.25%	25.43%	25.61%	25.91%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	3,427	4,688	5,684	6,448	7,886	9,381
增长率		36.8%	21.2%	13.43%	22.30%	18.96%
主营业务成本	-2,474	-3,388	-4,256	-4,755	-5,880	-6,979
% 销售收入	72.2%	72.3%	74.9%	73.7%	74.6%	74.4%
毛利	953	1,300	1,429	1,693	2,006	2,402
% 销售收入	27.8%	27.7%	25.1%	26.3%	25.4%	25.6%
营业税金及附加	-25	-33	-30	-32	-39	-47
% 销售收入	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-352	-374	-470	-471	-547	-644
% 销售收入	10.3%	8.0%	8.3%	7.3%	6.9%	6.9%
管理费用	-368	-545	-676	-774	-899	-1,059
% 销售收入	10.7%	11.6%	11.9%	12.0%	11.4%	11.3%
息税前利润（EBIT）	208	348	252	416	520	653
% 销售收入	6.1%	7.4%	4.4%	6.5%	6.6%	7.0%
财务费用	14	2	10	22	32	36
% 销售收入	-0.4%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-104	-74	-42	-80	-40	-35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	49	28	78	60	61	64
% 税前利润	21.5%	7.3%	15.8%	9.7%	7.9%	6.8%
营业利润	167	304	299	418	573	718
营业利润率	4.9%	6.5%	5.3%	6.5%	7.3%	7.7%
营业外收支	59	86	197	200	204	224
税前利润	226	390	496	618	777	942
利润率	6.6%	8.3%	8.7%	9.6%	9.9%	10.0%
所得税	8	-44	-30	-49	-62	-75
所得税率	-3.7%	11.2%	6.0%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	235	347	466	569	715	867
少数股东损益	59	85	89	97	93	113
归属于母公司的净利润	175	262	377	472	622	754
净利率	5.1%	5.6%	6.6%	7.3%	7.9%	8.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	235	262	377	569	715	867
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	194	179	163	156	123	126
非经营收益	-42	-20	-70	-249	-260	-280
营运资金变动	-147	-237	-358	-143	-341	-352
经营活动现金净流	239	184	112	332	236	360
资本开支	-190	-242	-289	89	56	75
投资	-2	-191	-9	-21	-20	-20
其他	49	34	0	60	61	64
投资活动现金净流	-142	-399	-299	128	97	119
股权募资	0	540	0	0	0	0
债权募资	-181	308	-52	-382	50	50
其他	-81	-82	-112	-19	-63	-66
筹资活动现金净流	-262	766	-164	-401	-13	-16
现金净流量	-166	551	-351	59	321	463

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,197	1,830	1,569	1,628	1,949	2,412
应收款项	1,416	1,566	1,832	2,189	2,677	3,185
存货	2,011	2,504	3,153	3,257	4,028	4,780
其他流动资产	76	85	79	97	120	142
流动资产	4,701	5,985	6,632	7,171	8,773	10,519
% 总资产	83.1%	82.7%	82.0%	83.4%	85.6%	87.4%
长期投资	39	223	323	344	363	383
固定资产	822	944	1,009	986	1,008	1,029
% 总资产	14.5%	13.0%	12.5%	11.5%	9.8%	8.5%
无形资产	87	83	112	89	93	96
非流动资产	953	1,256	1,453	1,428	1,474	1,518
% 总资产	16.9%	17.3%	18.0%	16.6%	14.4%	12.6%
资产总计	5,654	7,241	8,085	8,600	10,247	12,036
短期借款	232	340	432	0	0	0
应付款项	2,650	3,142	3,793	4,227	5,211	6,188
其他流动负债	-16	13	-97	-146	-190	-237
流动负债	2,866	3,496	4,128	4,081	5,021	5,951
长期贷款	0	157	0	50	100	150
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	2,866	3,653	4,128	4,131	5,121	6,101
普通股股东权益	2,460	3,198	3,513	3,927	4,492	5,189
少数股东权益	329	390	444	541	634	747
负债股东权益合计	5,654	7,241	8,085	8,600	10,247	12,036

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.427	0.593	0.854	1.067	1.406	1.705
每股净资产	5.999	7.240	7.951	8.890	10.167	11.745
每股经营现金净流	0.583	0.608	0.454	0.752	0.535	0.816
每股股利	0.150	0.150	0.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	7.13%	8.20%	10.74%	12.02%	13.85%	14.54%
总资产收益率	3.10%	3.62%	4.67%	5.49%	6.07%	6.27%
投入资本收益率	7.15%	7.56%	5.40%	8.47%	9.16%	9.87%
增长率						
主营业务收入增长率	46.01%	36.81%	21.25%	13.43%	22.30%	18.96%
EBIT增长率	79.12%	66.92%	-27.55%	65.18%	25.03%	25.42%
净利润增长率	65.84%	49.55%	43.97%	25.06%	31.79%	21.28%
总资产增长率	13.73%	28.06%	11.66%	6.36%	19.16%	17.46%
资产管理能力						
应收账款周转天数	113.3	94.5	82.3	90.0	90.0	90.0
存货周转天数	267.1	243.2	242.6	250.0	250.0	250.0
应付账款周转天数	109.3	106.8	111.8	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	77.1	61.0	60.3	54.9	46.2	39.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.63%	-37.14%	-28.72%	-35.32%	-36.07%	-38.12%
EBIT利息保障倍数	-15.3	-140.3	-24.1	-18.8	-16.3	-17.9
资产负债率	50.68%	50.45%	51.06%	48.04%	49.98%	50.69%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	13	16	27
买入	1	2	7	8	14
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.43	1.42	1.40

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-02-22	买入	28.06	34.76 ~ 34.76
2 2010-04-25	买入	31.56	34.31 ~ 38.35
3 2010-09-14	买入	35.34	42.78
4 2010-10-24	买入	33.64	40.11 ~ 40.11
5 2011-04-26	买入	30.81	39.00 ~ 39.00
6 2011-08-24	买入	28.35	39.00 ~ 39.00

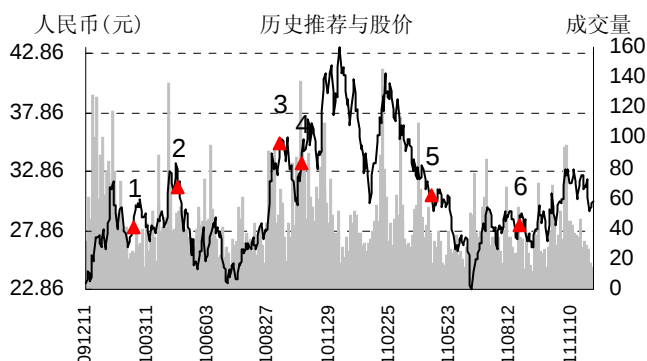
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B