

“宽带中国”战略利好烽火通信

宽带中国与十二五规划双政策驱动

报告关键点:

- 宽带中国、十二五规划在多个方向都非常利好于光通信板块;
- 我们测算明年的光通信行业投资大幅增加(传输40%以上, 宽带20%左右), 超此前市场预期, 也高于行业增速(6%-10%), 弹性主要来自中国移动。

报告摘要:

- **宽带中国战略提出, 到十二五期末, 带宽基本是目前的10倍左右。**
 - 工业和信息化部部长苗圩26日透露, 工信部将推动实施“宽带中国”战略, 争取国家政策和资金支持, 加快推进3G和光纤宽带网络发展, 扩大覆盖范围。争取到2015年末, 城市家庭带宽达到20M以上, 农村家庭达到4M以上, 东部发达地区的省会城市家庭达到100M, 我们已经在之前的中国电信、联通在各省大规模部署实践FTTH(光纤入户)看到这一迹象。
- **十二五规划将在两个方面利好光通信**
 - 就宽带部分来说, 十一五末期用户规模达到1.26亿户, 我们估计到十二五末期, 宽带用户将达到2亿户, 年复合增速为15%, 尽管设备每年有10-15%的单价下滑, 但不可忽视的是, 来自广电、电网、铁路的宽带投资将成为后续的接力棒;
 - 国家将重点扶持如下一些新业态: 移动互联网技术体系、云/绿色数据中心、内容分发平台、三网融合全面突破、物联网重点领域。这些业态和传输都有直接和间接的关系。
- **2012年的光通信投资: 较快增长, 大大强于行业增速**
 - 我们保守估计, 2012年, 宽带、传输整体投资增速的弹性在中国移动。
 - 三大运营商加总, 传输有望实现40%以上的增长, 宽带也大体保持15%-20%左右, 甚至更高的增速(需要边走边看铁通投资落实)。
- **投资建议**
 - 鉴于十二五的主线依旧是宽带, 我们长期看好烽火通信的发展。我们估计公司2011年-2013年的收入增长率为18.0%、20.4%、20.0%, 净利润增速为24.0%、26.0%、28.5%, 对应EPS分别为1.06元、1.33元、1.71元。
 - 我们调高公司评级至增持-A, 给予6个月的目标价为34元。
- **风险提示:**
 - 技术变化的风险: PTN与IP RAN是传输两种主流技术, 烽火一直以来在PTN上有较大优势, 若未来中国联通采用IP RAN方案, 公司的竞争力略显不足;
 - 投资的不确定性: 中国移动铁通投资明年依旧存在进展缓慢的风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,688.4	5,684.5	6,705.7	8,076.2	9,692.1
Growth(%)	36.8%	21.2%	18.0%	20.4%	20.0%
净利润	262.1	377.4	469.1	593.6	765.1
Growth(%)	49.6%	44.0%	24.3%	26.5%	28.9%
毛利率(%)	27.7%	25.1%	26.5%	26.3%	26.2%
净利润率(%)	5.6%	6.6%	7.0%	7.3%	7.9%
每股收益(元)	0.59	0.85	1.06	1.33	1.71
每股净资产(元)	7.23	7.94	9.00	10.35	12.08
市盈率	51.0	35.4	28.5	22.5	17.5
市净率	4.2	3.8	3.4	2.9	2.5
净资产收益率(%)	9.7%	11.8%	11.2%	12.4%	13.8%
ROIC(%)	10.8%	11.0%	9.6%	9.1%	10.0%
EV/EBITDA	31.4	48.6	34.2	27.5	22.1
股息收益率	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

评级:

增持-A

上次评级: 增持-B

目标价格:

34.00 元

期限: 6个月 上次预测: 33.60 元

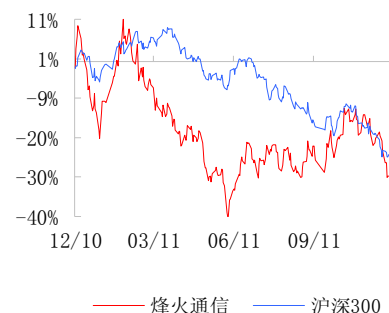
现价(2011年12月27日): 26.76 元

报告日期:

2011-12-28

总市值(百万元)	11,841.34
流通市值(百万元)	11,841.34
总股本(百万股)	442.34
流通股本(百万股)	442.34
12个月最低/最高	22.32/42.67 元
十大流通股股东(%)	68.84%
股东户数	28,426

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(8.46)	2.27	(4.20)
绝对收益	(17.58)	(9.19)	(28.85)

侯利

 021-68763972
 执业证书编号

高级行业分析师

 houli@essence.com.cn
 S1450511020031

报告联系人

王学恒

 010-66581621
 wangxh2@essence.com.cn

前期研究成果

烽火通信: 未来的增长看三网融合

2010-04-27

烽火通信: 外延内生双增长

2009-12-16

烽火通信: 毛利率和销售费用率的变化是关键

2009-08-05

1. 宽带中国与十二五规划对于公司的影响

1.1. 宽带中国战略新闻

工业和信息化部部长苗圩 26 日透露, 工信部将推动实施“宽带中国”战略, 争取国家政策和资金支持, 加快推进 3G 和光纤宽带网络发展, 扩大覆盖范围。争取到 2015 年末, 城市家庭带宽达到 20M 以上, 农村家庭达到 4M 以上, 东部发达地区的省会城市家庭达到 100M, 我们已经在此前的中国电信、联通在各省大规模部署实践 FTTH (光纤入户) 看到这一迹象。

苗圩在全国工业和信息化工作会议上表示, 2012 年我国将以提速度、广普及、惠民生、降价格为目标, 实施宽带上网提速工程。同时, 继续推动建立普遍服务资金, 深入实施通信村村通工程和信息下乡活动。继续推进 TD-LTE 研发、产业化及扩大规模试验。积极稳妥推进下一代互联网发展演进, 开展 IPv6 小规模商用试点, 探索形成成熟的商业模式和技术演进路线。

目前 3G 网络已覆盖我国所有县城及大部分乡镇。截至 11 月底, 固定互联网宽带接入用户达到 1.55 亿户, 3G 用户数达到 1.19 亿户, 其中 TD 用户 4800 万户。预计 2011 年全年通信业非话音业务收入占比达到 46%。当前随着宽带网络基础设施深入推进, 新技术、新业务、新业态加快发展。我国将加快推进通信业转型发展, 适应信息技术加速向宽带化、移动化、融合化、智能化发展的趋势, 并加强行业指导和市场监管, 增强通信业服务经济社会发展的能力。

1.2. 十二五规划的浅析: 多个方向利好光通信

我们预计, 通信行业的十二五规划将于近期出台。

我们估计在十二五规划中, 将会重点提及如下一些关键内容:

1、十二五规划中通信行业累计投资将会达到 2 万亿元, 对比十一五规划的 1.43 万亿元, 年复合增速为 7%;

2、就宽带部分来说, 十一五末期用户规模达到 1.26 亿户, 我们估计到十二五末期, 宽带用户将达到 2 亿户, 年复合增速为 15%, 尽管设备每年有 10-15% 的单价下滑, 但不可忽视的是, 来自广电、电网、铁路的宽带投资将成为后续的接力棒;

3、国家将重点扶持如下一些新业态: 移动互联网技术体系、云/绿色数据中心、内容分发平台、三网融合全面突破、物联网重点领域。这些业态和传输都有直接和间接的关系:

A) 移动互联网: 移动数据的基站回程国内基本采用光传输方式实现;

B) IDC 与内容分发平台: 大规模数据中心的建设、访问与内容分发对数据传输的速度和 Qos 有进一步的提升需求;

C) 三网融合: 无疑广电系统的单向改双向会以 EPON+EoC 方式为主, 烽火通信的 EPON 设备相当成熟且性能价格比较好;

D) 物联网的重点领域: 目前的物联网主要以 M2M (机器到机器) 为主, 传感器为辅, 在连接上将以初期有线为主 (机器连接), 中期无线为主 (进场, 远程)。

综上, 我们认为光通信设备将会在比较广泛的领域受益。

2. 2012 年的光通信投资: 较快增长, 大大强于行业增速

12 年, 我们对行业的整体投资如此分析:

电信固定资产投资估计保持持平状态, 宽带投资比例增加, 无线投资比例下降, 原因是中国电信的 CDMA2000 并没有 LTE 的演进路线, 因此无线网络扩容做到“够用就好”;

中国联通无疑要为明年 3G 手机的快速增长继续强化无线基础网络，增量大约在 100-200 亿元，无线的投资将带动对传输的需求增加，预计传输明年将实现 10%-20% 的增长，同时宽带也将保持 10% 以上的增长；

中国移动不会再做更大规模的 2G 扩容，3G 基本和今年相似，LTE 增加 1-2 万个站，宽带投入上可能会有加大的弹性：理由是，今年铁通投资实际仅有 20-30 亿左右，而为了加强宽带的建设，投资铁通是必然的，150-200 亿的投资方可以实现后来居上的态势。此外，预计传输投资有较大幅度增长，主要是因为 2011 年传输投资下滑厉害，为今年创造了一个低基数，同时，传输的补网也将为固网业务及 LTE 业务做准备。

综上，我们保守估计 2012 年，宽带、传输整体投资增速的弹性在中国移动，传输有望实现 40% 以上的增长，宽带也大体保持 15%-20% 左右，甚至更高的增速（需要边走边看）。

3. 投资建议与风险提示

3.1. 投资建议

鉴于十二五的主线依旧是宽带，我们长期看好烽火通信的发展。我们估计公司 2011 年-2013 年的收入增长率为 18.0%、20.4%、20.0%，净利润增速为 24.0%、26.0%、28.5%，对应 EPS 分别为 1.06 元、1.33 元、1.71 元。

我们调高公司评级至增持-A，给予 6 个月的目标价为 34 元。

3.2. 风险提示

1、技术变化的风险：PTN 与 IP RAN 是传输两种主流技术，烽火一直以来在 PTN 上有较大优势，若未来中国联通采用 IP RAN 方案，公司的竞争力略显不足；

2、投资的不确定性：中国移动铁通投资今年未达预期，明年依旧存在进展缓慢的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-12-08		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	36.8%	21.2%	18.0%	20.4%	20.0%
减: 营业成本	4,688.4	5,684.5	6,705.7	8,076.2	9,692.1	营业利润增长率	82.2%	-1.9%	30.2%	28.7%	31.6%
营业税费	3,388.1	4,255.7	4,929.7	5,954.5	7,153.7	净利润增长率	49.6%	44.0%	24.3%	26.5%	28.9%
销售费用	32.9	30.2	33.5	40.4	48.5	EBITDA 增长率	66.7%	0.0%	14.6%	29.4%	29.6%
管理费用	374.5	470.1	536.5	673.0	840.0	EBIT 增长率	96.8%	-4.5%	27.6%	26.8%	32.7%
财务费用	545.1	676.5	858.3	969.1	1,066.1	NOPLAT 增长率	55.7%	32.4%	5.2%	25.1%	29.5%
资产减值损失	-2.5	-10.5	-21.0	-34.0	-39.9	投资资本增长率	29.3%	20.7%	31.5%	19.0%	18.0%
加: 公允价值变动收益	74.3	42.1	50.0	50.0	50.0	净资产增长率	28.7%	10.3%	12.6%	14.2%	16.0%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	28.3	78.3	70.0	77.0	84.7	利润率					
加: 营业外净收支	304.2	298.5	388.7	500.2	658.4	毛利率	27.7%	25.1%	26.5%	26.3%	26.2%
利润总额	86.2	197.3	142.1	171.5	207.4	营业利润率	6.5%	5.3%	5.8%	6.2%	6.8%
减: 所得税	390.5	495.9	530.9	671.7	865.8	净利润率	5.6%	6.6%	7.0%	7.3%	7.9%
净利润	43.7	29.7	31.7	40.2	51.8	EBITDA/营业收入	8.7%	7.1%	6.9%	7.5%	8.1%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	6.4%	5.1%	5.5%	5.8%	6.4%
货币资金	1,830.0	1,569.2	2,712.3	3,260.5	3,906.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	58	55	55	51	44
应收账款	1,311.0	1,478.0	1,691.2	2,036.8	2,444.4	流动营业资本周转天数	197	207	241	265	273
应收票据	254.8	353.9	349.1	420.4	504.5	流动资产周转天数	410	400	406	416	416
预付账款	82.3	78.6	74.3	69.2	62.9	应收账款周转天数	93	81	77	76	77
存货	2,504.3	3,152.6	3,651.9	4,411.1	5,299.4	存货周转天数	194	199	201	198	199
其他流动资产	2.2	-	-2.3	-5.3	-8.9	总资产周转天数	495	485	478	474	465
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	281	289	310	320	316
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	222.7	239.3	-	-	-	ROE	9.7%	11.8%	11.2%	12.4%	13.8%
投资性房地产	-	84.1	-	-	-	ROA	4.8%	5.8%	5.1%	5.5%	6.0%
固定资产	783.7	938.7	1,109.8	1,183.3	1,163.8	ROIC	10.8%	11.0%	9.6%	9.1%	10.0%
在建工程	154.9	56.3	25.6	22.6	15.3	费用率					
无形资产	82.7	85.8	80.0	74.7	69.7	销售费用率	8.0%	8.3%	8.0%	8.3%	8.7%
其他非流动资产	12.3	48.7	48.6	56.9	68.5	管理费用率	11.6%	11.9%	12.8%	12.0%	11.0%
资产总额	7,241.0	8,085.1	9,740.5	11,530.1	13,526.5	财务费用率	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
短期债务	340.4	280.2	2,159.0	2,780.6	3,382.2	三费/营业收入	19.6%	20.0%	20.5%	19.9%	19.3%
应付账款	1,236.1	1,530.8	1,688.2	2,071.8	2,528.3	偿债能力					
应付票据	1,041.2	1,307.5	540.2	652.5	784.0	资产负债率	50.4%	51.1%	54.2%	55.6%	55.8%
其他流动负债	806.2	776.6	806.7	763.7	651.2	负债权益比	101.8%	104.3%	118.5%	125.2%	126.4%
长期借款	157.0	-	-	-	-	流动比率	1.72	1.61	1.61	1.60	1.64
其他非流动负债	6.4	6.1	6.1	6.1	6.1	速动比率	0.91	0.77	0.84	0.84	0.85
负债总额	3,652.9	4,127.9	5,283.6	6,370.4	7,461.5	利息保障倍数	121.78	27.56	17.47	13.72	15.51
少数股东权益	389.7	444.3	474.3	512.3	561.2	分红指标					
股本	441.8	441.8	442.3	442.3	442.3	DPS(元)	0.14	0.15	-	-	-
留存收益	2,756.7	3,071.1	3,540.2	4,133.8	4,898.9	分红比率	23.5%	17.6%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	3,588.1	3,957.2	4,456.9	5,088.5	5,902.5	股息收益率	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	346.8	466.2	469.1	593.6	765.1	EPS(元)	0.59	0.85	1.06	1.33	1.71
加: 折旧和摊销	104.5	120.8	97.7	136.2	161.9	BVPS(元)	7.23	7.94	9.00	10.35	12.08
资产减值准备	74.3	42.1	50.0	50.0	50.0	PE(X)	51.0	35.4	28.5	22.5	17.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.2	3.8	3.4	2.9	2.5
财务费用	8.1	9.3	13.0	-21.0	-34.0	P/FCF	-32.7	-24.7	21.4	-129.8	-100.7
投资收益	-28.3	-78.3	-70.0	-77.0	-84.7	P/S	2.9	2.4	2.0	1.7	1.4
少数股东损益	84.6	88.9	30.0	38.0	48.9	EV/EBITDA	31.4	48.6	34.2	27.5	22.1
营运资金的变动	-215.0	-349.2	-1,382.9	-800.6	-995.7	CAGR(%)	22.1%	20.4%	24.0%	22.7%	16.9%
经营活动产生现金流量	268.7	200.4	-827.1	-93.9	-94.3	PEG	2.3	1.7	1.2	1.0	1.0
投资活动产生现金流量	-399.2	-298.7	109.3	-123.0	-45.3	ROIC/WACC	1.2	1.2	1.1	1.0	1.1
融资活动产生现金流量	766.2	-160.8	1,748.1	655.7	641.4	REP	2.6	3.3	2.3	2.1	1.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

分析师声明

侯利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥

021-68765913

张勤

021-68763879

凌洁

021-68765237

潘冬亮

010-59113590

胡珍

0755-82558073

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

梁涛

021-68766067

周蓉

010-59113563

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034