

通信传输设备

署名人: 王鹏

S0960511020004

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 齐宁

S0960111010004

0755-82026841

qining@cjis.cn

6-12 个月目标价: 40.00 元

当前股价: 27.10 元

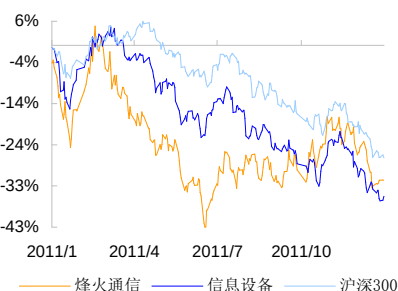
评级调整: 调高

基本资料

上证综合指数	2199.42
总股本(百万)	442
流通股本(百万)	442
流通市值(亿)	119
EPS	0.85
每股净资产(元)	7.95
资产负债率	51.06%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
烽火通信	-15.33	-3.10	4.20
信息设备	-14.29	-10.73	-23.04
沪深 300 指数	-10.08	-9.37	-21.81



相关报告

烽火通信-公司点评_20111024_毛利提升
昭示竞争力, 2012 将迎来景气高峰_齐宁
2011-10-24

烽火通信-烽烟起光网, 星火再燎原。
2011-10-14

烽火通信

600498

强烈推荐

增发获批亦是配置时点, 天时地利人和推升产业龙头

公司发布公告, 非公开发行 A 股申请获得有条件通过。

■ **非公开增发项目围绕公司主业及行业热点, 有效支撑公司未来发展。**公司非公开增发项目主要投入 PTN、OTN、家庭网关等项目, 与公司现有系统设备产品线形成有效协同, 充分发挥公司在光通信领域的技术和产品优势, 且符合 FTTH、无线回传网等技术发展趋势, 进一步巩固了公司在光通信全产业链的龙头地位。

■ **中移动传输资本开支将大幅上升, 公司显著受益。**传输设备是光通信行业发展的主要看点, 技术壁垒高, 行业格局日趋集中, 日趋形成中兴华为烽火三分天下局面。传输设备市场需求规模占光通信设备领域 60% 以上, 毛利水平约 35%, 远高于接入设备。传输设备需求在运营商数据流量累积到一定时点时集中爆发。据我们了解, 虽然中移动 2011 年传输投资萎缩, 但出于数据流量大增、本地传输资源长期短板等方面的实际需要, 2012 年极有可能出现大幅反弹, 我们预计中移动传输 CAPEX 将增长 1 倍以上, 高达 340 亿元左右, 传输设备行业将面临 2009 年之后的又一次重大发展机遇。

■ **政府意志推动 PTN 技术规模化应用, 2012 年中电信、中国联通将推广 PTN 技术, 公司有望复制在中移动市场强劲表现。**PTN 技术是我国自主推广的民族传输技术标准。尽管全球运营商在无线回传网采用 IP RAN 技术, 但其设备性价比低于 PTN, 且与传统的 SDH/MSTP 端到端传输技术之间不存在平滑过渡关系, 不符合运营商传统维护习惯。考虑到中国存在人口多, 流量大, 网络广的特征, 以及扶持民族产业的需要, 工信部对 PTN 技术的发展十分重视并已给予积极扶持, 这一举措也得到了电信和联通的积极响应。我们预计继中移动之后, 电信、联通极有可能在 2012 年推广 PTN 技术。公司有望复制在中移动 PTN 市场上的强劲表现。

■ **国家宽带战略、反垄断事件将助推光通信行业发展。**我们预计在反垄断调查背景下, 运营商将主要通过提升带宽的方式来降低“单位带宽接入费用”, 从而进一步加快光网建设; 而久未出台的国家宽带战略已列为工信部 2012 年七项工作首位, 将从政策层面对整个光通信行业形成利好, 为整个板块带来催化剂。

■ **盈利预测与评级。**基于中移动传输投资大幅上升, 电信、联通推广 PTN 应用等逻辑, 我们预测公司 2011-2013 年 EPS (增发摊薄后) 为 1.13 元、1.53 元、1.93 元, 目标价 40 元, 给予强烈推荐评级。

■ **风险提示:** 设备集采价格下滑超预期。

主要财务指标

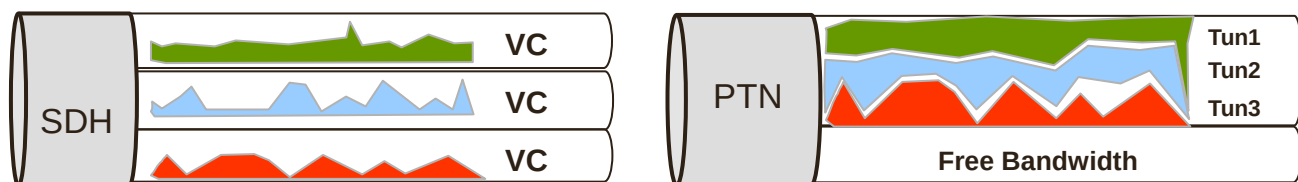
单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5684	6668	8660	11022
收入同比(%)	21%	17%	30%	27%
归属母公司净利润	377	498	734	928
净利润同比(%)	44%	32%	48%	26%
毛利率(%)	25.1%	27.8%	28.2%	27.2%
ROE(%)	10.7%	12.7%	16.2%	17.6%
每股收益(元)	0.85	1.13	1.53	1.93
P/E	33.52	25.41	17.22	13.64
P/B	3.60	3.22	2.79	2.40
EV/EBITDA	28	18	11	8

表 1 中国移动 2011-2012 资本开支预测

		2011E	2012E
上市公司	GSM	702	537
	传输	146	341
	新技术新业务	185	160
	支撑系统	93	81
	机房	159	160
	其他	40	40
	合计	1324	1319
集团公司	外协铁通	150	200
	TD-SCDMA	240	170
	TD-LTE	6	60
	合计	1720	1749

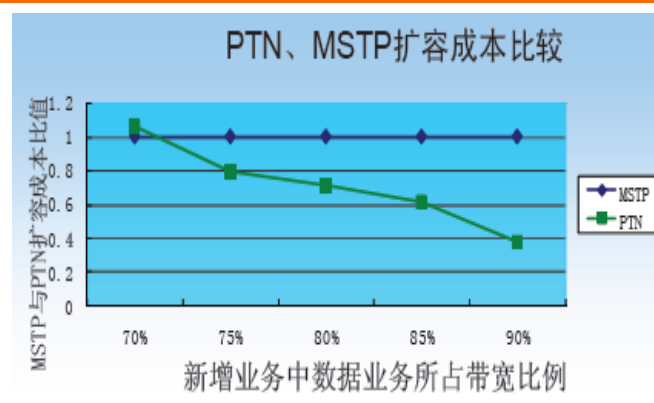
资料来源：中投证券研究所

图 1 PTN 技术与 SDH 技术比较：柔性管道 VS 刚性管道



资料来源：中投证券研究所

图 2 PTN/MSTP 扩容成本比较



资料来源：中国联通

表 2 PTN 与同级别交换容量 MSTP 设备价格比较

PTN 设备	MSTP 设备	PTN/MSTP 价格
GE 设备	622M 设备	89%
紧凑型 10GE 设备	2.5G 设备	71%
10GE 设备	10G 设备	46%

表 2 2009-2011 中移动 PTN 集采烽火份额逐年提升

	2009	2010	2011
第一名	华为 (份额 35%)	华为 (份额 35%)	烽火 (份额预计 35%)
第二名	中兴 (份额 35%)	中兴 (份额 35%)	中兴
第三名	烽火 (份额 15%)	烽火 (份额 25%)	爱立信
第四名	上海贝尔 (份额 10%)		日电
第五名	爱立信 (份额 5%)		华为
招标规模	30 亿元	50 亿元	>50 亿元

资料来源：中移动、中投证券研究所

表 3 烽火收入预测

		2011	2012E	2013E	2014E
传输设备	SDH/MSTP (亿元)	13.09	5.60	4.80	4.00
	PTN (亿元)	7.8	22.8	31.6	36.6
	WDM (亿元)	5.0	6.2	6.5	9.7
接入设备	PON (亿元)	11.38	21.01	34.28	11.38
ODN (亿元)		4.00	5.00	6.00	6.00
光纤光缆 (亿元)		19.21	19.35	19.65	21.61
数据设备 (亿元)		6.18	6.86	7.62	8.46
合计 (亿元)		66.9	82.4	99.9	110.9

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	6632	5996	7278	8874
现金	1569	1656	1627	1637
应收账款	1319	1547	2009	2557
其他应收款	159	139	192	250
预付账款	79	89	115	148
存货	3153	2167	2811	3618
其他流动资产	354	398	524	664
非流动资产	1453	3011	4396	5582
长期投资	239	234	236	235
固定资产	939	2217	3449	4551
无形资产	86	78	71	63
其他非流动资产	189	483	641	732
资产总计	8085	9007	11674	14456
流动负债	4122	4569	6494	8378
短期借款	280	1343	2352	3068
应付账款	1456	1639	2121	2735
其他流动负债	2386	1587	2022	2575
非流动负债	6	-59	-118	-195
长期借款	0	-65	-124	-201
其他非流动负债	6	6	6	6
负债合计	4128	4510	6376	8183
少数股东权益	444	575	761	998
股本	442	442	442	442
资本公积	2227	2227	2227	2227
留存收益	844	1253	1868	2605
归属母公司股东权益	3513	3922	4537	5274
负债和股东权益	8085	9007	11674	14456

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	200	920	816	1251
净利润	466	628	920	1165
折旧摊销	121	215	401	600
财务费用	-10	-25	-25	-30
投资损失	-78	-78	-78	-78
营运资金变动	-358	223	-494	-531
其他经营现金流	61	-43	91	125
投资活动现金流	-299	-1709	-1717	-1714
资本支出	296	1788	1788	1788
长期投资	-9	-6	2	-1
其他投资现金流	-12	73	73	73
筹资活动现金流	-161	876	872	473
短期借款	-60	1063	1008	716
长期借款	-157	-65	-59	-77
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	3	0	0	0
其他筹资现金流	53	-122	-78	-166
现金净增加额	-262	87	-29	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5684	6668	8660	11022
营业成本	4256	4816	6222	8024
营业税金及附加	30	42	53	66
营业费用	470	545	711	903
管理费用	676	867	1039	1212
财务费用	-10	-25	-25	-30
资产减值损失	42	53	49	50
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	78	78	78	78
营业利润	299	449	690	873
营业外收入	199	233	303	386
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	496	681	991	1257
所得税	30	53	71	92
净利润	466	628	920	1165
少数股东损益	89	131	186	238
归属母公司净利润	377	498	734	928
EBITDA	409	639	1066	1443
EPS（元）	0.85	1.13	1.53	1.93

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	21.2%	17.3%	29.9%	27.3%
营业利润	-1.9%	50.4%	53.6%	26.7%
归属于母公司净利润	44.0%	31.9%	47.6%	26.3%
获利能力				
毛利率	25.1%	27.8%	28.2%	27.2%
净利率	6.6%	7.5%	8.5%	8.4%
ROE	10.7%	12.7%	16.2%	17.6%
ROIC	10.8%	10.1%	10.9%	10.8%
偿债能力				
资产负债率	51.1%	50.1%	54.6%	56.6%
净负债比率	10.48	30.59%	36.79	36.41%
流动比率	1.61	1.31	1.12	1.06
速动比率	0.77	0.79	0.64	0.58
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.78	0.84	0.84
应收账款周转率	4	5	5	5
应付账款周转率	3.26	3.11	3.31	3.30
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.85	1.13	1.66	2.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	2.08	1.85	2.83
每股净资产(最新摊薄)	7.95	8.88	10.27	11.94
估值比率				
P/E	33.52	25.41	17.22	13.64
P/B	3.60	3.22	2.79	2.40
EV/EBITDA	28	18	11	8

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

王鹏，中投证券研究所副所长，研究主管。

齐宁，中投证券研究所通信行业分析师，中国人民大学金融学硕士，产业经济学学士，2010 年加入中投证券研究所，9 年通信运营商工作经验。

王大鹏，CFA Charter pending，北京邮电大学通信工程硕士，6 年通信业从业经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434