

长周期的景气繁荣

行业评级

增持/ 维持评级

相关研究

- 明确的市场需求带动光纤光缆市场持续发展。电信运营商在光传输和光接入领域的持续投资拉动光纤光缆市场需求前五年年平均增速在 30% 以上。未来五年内需求增长仍然能够保持超过 10% 以上的增长速度。这一轮光纤光缆行业的景气周期将持续到全球 FTTX 增长走向成熟为止。
- 市场结构在大集中后趋于稳定。以长飞，富通，亨通、烽火，中天五家企业合计在中国光纤光缆行业的市场占有率已经接近 76% 左右。市场竞争行为趋于理性。
- 光纤光缆厂商正向价值链上游光纤预制棒领域集体突破，带来的直接益处为利润率提升和在全球产业格局中定价能力的提升。预制棒技术的突破将使中国厂商最终走向全球打下坚实的基础。
- 产能的理性扩张和开工率的控制将避免灾难性的价格崩盘。由于本国市场的需求不足，印度、日本和美国的产能并没有明显扩大，全球产能过剩的状况不会发生。国内领导地位厂商 85% 的开工率是理性的，也是可以接受的正常状况。国内厂商恶性竞争带来产品市场价格大幅下降的危险存在，但发生后长期维持的概率不大。
- 光纤光缆厂商与下游电信运营商的价格博弈机制趋于稳定，将明显降低价格波动的非理性行为，带来行业利润率的相对稳定。
- 预计 2010 年，光纤光缆供求关系将由 2009 年供应趋紧转变为供需平衡，然后转变为供略大于求。不断增长的需求包括国际市场的需求将逐渐消化扩容实现的产能，带动行业持续增长。
- 风险分析：光纤光缆厂商和下游电信运营商之间的价格博弈是影响行业利润率和投资价值的主要风险因素。

最近 52 周股价表现



分析师

宋利杰

0755 82080077

songlj@lhqz.com

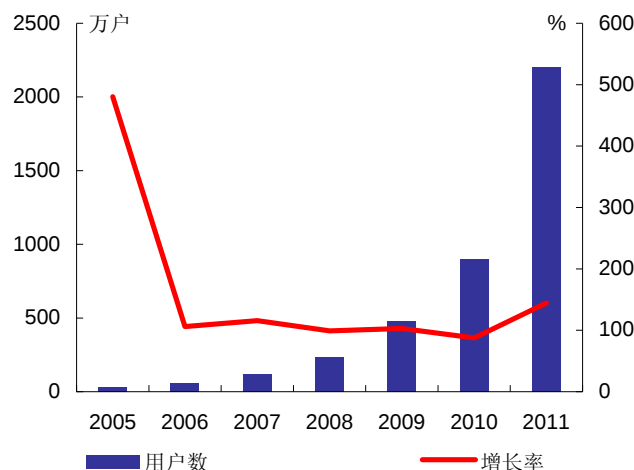
长周期的景气繁荣：需求将一直持续到 Fttx 的成熟

需求来自于光进铜退的大趋势

消费者对通信带宽的持续需求是拉动 FTTX 需求的主要动力。电信运营商为满足 IPTV、WIFI 接入、互联网视频、高清电视、手机视频等高带宽应用带来的迅速攀升的流量需求，将启动光通信的新一轮的成长性投资，光进铜退将直接带来对光纤光缆的投资需求。

根据中国电信的调查研究结果，大概到 2010 年左右，中国电信的高端用户带宽需求是 IPTV 移动高清电视，速率需要 6 到 10 兆。2 路标清电视 4 到 6 兆，视频通信 1 到 2 兆，上网的业务 2 到 6 兆，网络游戏 300K 到 800K，所以高端用户的基本需求是 20 兆带宽，高端需求是 50 到 100 兆。如果高清电视的输入机甚至三维的电影开始引入实践，带宽需求更高。

图 1、2003-2011 年我国 IPTV 用户数及增长



数据来源：联合证券研究所

FTTX 市场启动和光传输行业的再次成长带来光纤光缆的需求

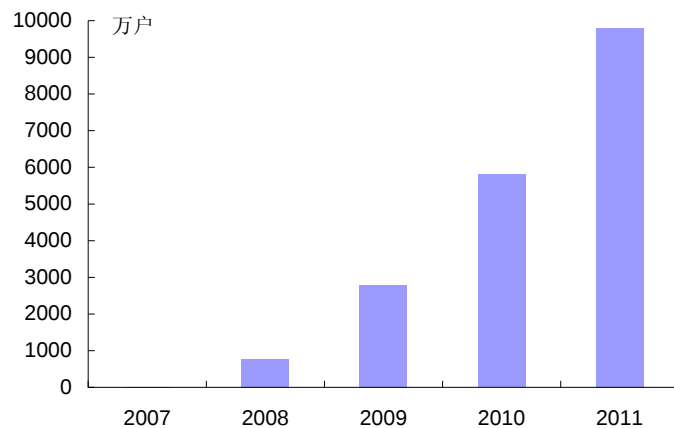
随着技术的不断成熟，运营商对 FTTX 设备的集中采购，中国 FTTX 的建设成本持续大幅降低，目前 FTTH 每线成本可以降至 1000 元左右，而 FTTB+LAN 模式的每线成本已经降到和单独铺设 ADSL 相等的价格。FTTx 相对于 ADSL 的性价比优势凸显无疑，运营商开始大规模的建设 FTTX。同时由于铜的价格持续维持在高位，光纤的低价格优势也是驱使运营商大规模推进“光进铜退”的诱因。

FTTX 的规模部署和 3G 基站建设带来光传输行业的再次成长。中国电信总工程师韦乐平近期指出，根据市场预测，未来 5 年之内，光传送网的带宽将以每年高于 50% 的速度递增，到 2010 年，骨干网截面带宽流量将达到 50T 以上，其中 97% 以上为数据带宽。以 P2P(点对点)和 IPTV 为代表的宽带业务的崛起刺激了带宽需求，飞速增长的 IP 流量需求将直观地反映到光传送网层面。目前中国电信覆盖区域中京广线以东的多数光缆符合 40G 传输要求，将是 40G 的主要部署

范围，而城域网建设投资的规模远远大于长途骨干网的需求。DWDM、SDH、MSTP、PTN 和 ASON 等建设投资需求将以每年 20-30% 以上的速度持续成长。国内三大运营商在 2009 年 3G 建设高峰后未来两年还将以每年 10-20 万个基站的增速进行 3G 建设。以上建设都将直接拉动光纤光缆行业的持续成长。

2010-2011 年受 3G 基站持续建设，FTTx 规模性拓展及城域网、骨干网扩容刺激，光纤需求仍有增长空间，预计 2010-2011 年光纤需求可以保持 15% 左右的增长率

图 2、中国 FTTX 累计用户数



稳定的市场结构：五大巨头的崛起带来行业秩序

混乱的市场结构已经成为过去

本世纪初，我国光纤光缆的企业有 200 家左右，经过近几年市场的激烈竞争，优胜劣汰，现在纤光缆企业总数已大为减少，光缆企业上规模的有十几家，大型光纤企业有五家。经过多年的市场竞争的洗礼，给我国的光纤光缆市场形成了很好的环境，以长飞，富通，亨通、烽火，中天五家光纤企业合计在中国光纤光缆行业的市场占有率已经接近 76% 左右，市场集中几近完成。每家光纤光缆的产销量预计今年都在 700 万芯公里以上，已经进入世界光纤光缆产销大型企业的行列。

产业集中度带来的直接结果就是行业秩序明显提升，各大企业在生产品质提升，价格竞争方面开始逐步走向有序。

预制棒的突破：打通产业链的制高点

中国厂商由大变强的突破

光纤光缆厂商正向价值链上游光纤预制棒领域集体突破，带来的直接益处为利润率提升和在全球产业格局中定价能力的提升。预制棒技术的突破将使中国厂商最终走向全球打下坚实的基础。

光纤预制棒是产业链上端控制行业利润和竞争力的关键，至今 80% 仍然

需要进口。目前五大厂商都在预制棒研发和扩产方面投入巨大的力量，有望在未来两年获得较大的改观。

价格博弈是影响行业价值的核心：有理由谨慎乐观

产能的理性扩张和开工率的控制将避免灾难性的价格崩盘

由于本国市场的需求不足，印度、日本和美国的产能并没有明显扩大，全球产能过剩的状况不会发生。

预计到 2009 年底国内行业整体产能可达到 8000 到 9000 万芯公里，2010 年，光纤光缆供求关系将由 2009 年供应趋紧转变为供需平衡，2011 年转变为供略大于求。不断增长的需求包括国际市场的需求将逐渐消化扩容实现的产能，带动行业持续增长。

国内领导地位厂商在 2011 年扩产后保持 85% 的开工率是理性的，也是可以接受的正常状况。国内厂商恶性竞争带来产品市场价格大幅下降的危险存在，但发生后长期维持的概率不大。

光纤光缆厂商与下游电信运营商的价格博弈机制趋于稳定，将明显降低价格波动的非理性行为，带来行业利润率的相对稳定。预计明年运营商光缆招标结果每芯公里在 80 元左右的可能性较大。

估值的合理水平在 20~25 倍 PE 比较合适

结合目前产业整体发展情况和光通信系统厂商的估值水平，光纤光缆行业厂商的估值水平应该在 20~25 倍 PE 比较合适。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。