



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
研究报告

2010 年 3 月 15 日

通信设备

研究部

陈丽嘉

分析师, SAC 执业证书编号: S0080210010109

chenlj@cicc.com.cn

陈昊飞

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208020075

chenhf@cicc.com.cn

武汉光通信公司调研纪要

光通信行业值得关注

行业近况:

近日我们对武汉的一些光通信相关公司进行了调研。总体来看行业内无论是光通信设备、器件、还是光纤缆类公司,对于光通信行业都很有信心。烽火通信作为国内光通信第一梯队的公司,正在研究传输方面的转型、接入的进一步增长以及与广电方面未来的合作前景;同为邮科院旗下的光迅科技上市后利用筹得资金正加紧建设提高产能从而满足光器件日益增长的需求;以激光加工为主要收入来源的华工科技也将注意力放在了光器件上,并认为光器件将成为未来公司第一增长业务。

评论:

受益于未来运营商对于 FTTx 加大投资以满足日益丰富的网络服务需要、三网融合带来的建设投资(据估算将总体带来对于光通设备 1000 亿元左右的投资,具体请见我们 2010 年 2 月 1 日报告《融合还是竞争》)、以及运营商在骨干城域网升级的需要,总体来看我们对近几年光通讯公司发展持乐观的态度。一路走来我们感觉还需继续关注光通信公司在以下几个方面的发展:**烽火通信:** 1) 传输设备: 公司正逐步转型,我们认为 PTN 技术取代 MSTP 是大势所趋,从而城域网光传输设备市场增量可期,须关注移动下一步集采以及电信/联通对于 PTN 的态度转变; 2) 接入设备: 未来几年对 FTTx 加大投资需求将使烽火直接受益; 3) 光纤缆业务: 需要关注本月集采结果,预计烽火仍可保持 14% 左右的市场份额,不考虑三网融合预计整体市场需求量可能会增长 5%~10%,但是价格下跌 5~10%。**光迅科技:** 1) 产能扩张: 2011 年底产能扩张达产,尤其是子系统方面产能翻倍,业绩有望爆发; 2) 公司纵深发展: 未来公司有意纵向延伸产业链到芯片,但目前还处于研发阶段,须关注进程; 3) 股权激励: 目前公司尚在做方案并进行研究,预计得到批复还需比较长的过程。**华工科技:** 1) 光器件和电子元器件方面的推进: 公司表示光通信和电子元器件到了快速发展的时期,所以今年打算再融一部分资金; 2) 股权激励进展: 股权激励推动起来比较困难,公司正考虑通过激励基金解决,目前公司正在进行讨论。**长江通信:** 公司对外投资情况: 由于公司自身发展有限,但现金充裕,公司有意通过股权或现金等方式增加投资控股公司,进行并表来扩大公司业绩规模,提升业绩。

估值与建议:

烽火通信: 对应 2010 及 2011 年市盈率 34 倍和 27 倍,市净率 4.2 和 3.7 倍。烽火通信将受益于 FTTx 加大投资建设需要以及升级 PTN 带来的增量需求,同时也将从三网融合中直接受益,最近股价有所回调,我们认为已经进入了可以关注的价格空间,可等继续回调时介入。**光迅科技:** 按照市场预期对应 2010 及 2011 年市盈率分别为 45 和 36 倍,市净率 6.2 和 5.7 倍。我们感觉光迅科技受益于未来几年光通信行业整体较好的趋势,加上产能扩张,十分值得投资者关注。**华工科技:** 按照市场预期对应 2010 及 2011 年市盈率分别为 33 和 23 倍,市净率 3.6 和 2.9 倍。还需要关注公司在光器件和电子元器件方面的推进情况,感觉短期可能缺少太多催化剂。**长江通信:** 按照市场预期对应 2010 及 2011 年市盈率分别为 80 和 100 倍,市净率 3 倍左右。感觉公司还没有太拿得出手的“硬拳头”,业绩更多靠投资,具有一定不确定性。

风险提示:

整体光通信行业的发展还需依靠政策的支持以及运营商和广电的推进。

近来事件

3/9/2010	华工科技 2009 年业绩报告
3/23/2010	光迅科技 2009 年业绩报告
4/24/2010	烽火通信 2009 年业绩报告
4/30/2010	长江通信 2009 年业绩报告

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供,及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者,有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询,新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

可比公司估值表

公司名称	货币	股价	总市值	市盈率			市净率			股利收益率		
		(当地货币)	(百万人民币)	09E	10E	11E	09E	10E	11E	09E	10E	11E
<u>综合设备制造商</u>												
中兴通讯-A	CNY	42.98	82,558	31.8	25.6	20.3	4.4	3.8	3.2	0.5%	0.7%	0.9%
大唐电信	CNY	17.58	7,717	130.2	58.6	40.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
南京熊猫	CNY	8.55	4,000	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
烽火通信	CNY	28.10	12,415	46.4	37.1	26.0	4.0	3.7	3.2	0.7%	0.9%	1.3%
平均				69.5	40.4	29.1	4.2	3.7	3.2	0.6%	0.8%	1.1%
<u>通信光缆厂商</u>												
亨通光电	CNY	33.47	5,560	38.3	31.5	20.9	4.3	3.8	3.0	0.7%	0.7%	1.0%
中天科技	CNY	22.82	7,321	30.0	24.9	16.0	4.9	4.0	2.8	n.a.	n.a.	n.a.
平均				34.1	28.2	18.5	4.6	3.9	2.9	0.7%	0.7%	1.0%
<u>系统集成及服务提供商</u>												
亿阳信通	CNY	17.28	6,082	32.1	26.0	24.0	n.a.	n.a.	n.a.	1.2%	1.0%	1.1%
华胜天成	CNY	16.77	7,731	31.3	24.8	21.0	4.8	4.0	3.6	n.a.	n.a.	n.a.
平均				31.7	25.4	22.5	4.8	4.0	3.6	1.2%	1.0%	1.1%
<u>专业设备提供商</u>												
武汉凡谷	CNY	19.21	10,678	25.7	21.5	19.0	4.9	4.2	3.5	1.1%	1.2%	1.5%
中创信测	CNY	17.39	2,410	30.5	23.0	20.8	5.3	4.3	4.0	0.6%	0.6%	1.7%
动力源	CNY	9.94	2,074	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
平均				28.1	22.3	19.9	5.1	4.2	3.7	0.9%	0.9%	1.6%
<u>国际可比公司</u>												
中兴通讯-H	HKD	50.20	82,558	32.8	27.4	20.9	4.7	4.2	3.4	0.7%	0.8%	1.0%
南京熊猫-H	HKD	2.20	4,000	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中通服	HKD	4.02	20,416	12.0	10.7	10.3	1.5	1.4	1.3	3.3%	3.6%	3.9%
摩托罗拉	USD	7.01	110,664	n.a.	n.a.	n.a.	1.6	1.5	1.4	0.0%	0.0%	0.0%
爱立信	SEK	79.10	250,400	19.5	13.7	13.0	1.8	1.6	1.6	2.3%	2.7%	3.0%
诺基亚	EUR	10.80	380,108	20.3	14.3	12.0	2.8	2.6	2.6	2.9%	3.5%	4.1%
阿尔卡特/朗讯	EUR	2.56	55,705	-17.8	27.5	14.4	1.4	1.3	1.5	0.0%	0.9%	1.1%
思科	USD	25.88	1,011,399	19.5	19.7	15.0	3.9	3.5	3.0	0.0%	0.0%	0.0%
高通	USD	38.95	446,793	21.8	16.2	15.7	3.3	2.9	2.5	1.7%	1.8%	1.8%
平均				15.5	18.5	14.5	2.6	2.4	2.2	1.4%	1.7%	1.9%

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部（依据市场预期）

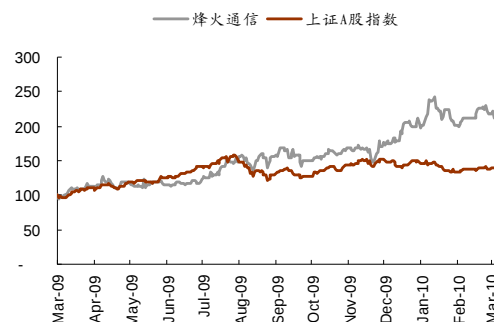
烽火通信 (600498.CH): 中性

光接入设备是未来看点

主要财务, 股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	2,347	3,427	5,029	6,448	8,071
(+/-%)	22.1%	46.0%	46.8%	28.2%	25.2%
主营业务利润	702	928	1,301	1,658	2,040
(+/-%)	37.5%	32.1%	40.2%	27.5%	23.0%
营业利润	102	167	308	414	535
(+/-%)	268.3%	64.4%	84.4%	34.3%	29.2%
净利润	106	175	274	364	469
(+/-%)	103.8%	65.8%	56.2%	33.1%	28.7%
每股收益 (元)	0.24	0.40	0.62	0.82	1.06
市盈率 (倍)	117.5	70.8	45.4	34.1	26.5
每股净资产 (元)	5.3	5.6	6.0	6.7	7.6
市净率 (倍)	5.3	5.0	4.7	4.2	3.7
每股分红 (元)	0.12	0.15	0.15	0.15	0.15
分红收益率	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
权益收益率	4.6%	7.3%	10.7%	12.9%	15.9%
占用资本收益率	1.5%	3.4%	5.3%	7.6%	2.6%

股票代码	600498.CH
当前股价	人民币 28.1
52周最高价/最低价	人民币 33.67/12.97
总市值 (百万元)	12,415
发行股数 (百万股)	442
主要股东 (持股比例)	武汉邮电科学研究院(56.83%)



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

投资建议

目前烽火通信光通信终端系统传输和接入各为公司贡献了大约 50%和 10%的收入, 另有 30%左右的收入来自于光纤缆。从客户来讲其中大约一半来自中国移动, 四成左右来自电信和联通。我们认为, 未来的 1-3 年, 受益于 FTTx 投资加大, 接入设备的占比将有所上升, 这方面投资增加首先源于运营商出于宽带价格的下降压力、竞争压力以及网上业务不断丰富需要, 将有意愿不断提升网络速度, 加大在 FTTx 方面的投资, 另外三网融合的政策出台也将极大推动光通设备和光纤缆的投资需求。传输方面预计中国移动在 PTN 方面的投资仍将继续, 也会对公司业务提供增量。以上均为烽火提供诸多看点, 最近股价有所回调, 我们认为已经进入了可以关注的价格空间, 可等继续回调时介入。

估值

目前对应 2010 年及 2011 年市盈率分别为 34 倍和 27 倍, 市净率 4.2 倍和 3.7 倍, 历史平均市盈率 30 倍左右。

关注

1) 传输设备: 公司正逐步转型, 我们认为 PTN 技术取代 MSTP 是大势所趋, 从而城域网光传输设备市场未来一~三年增量可期。中移动去年底 PTN 集采中烽火获 15%的份额, 位列第三, 这部分收益会反映到 2010 年, 未来中国移动 PTN 集采中我们认为烽火至少可以还保持这样的份额; 2) 接入设备: 烽火通信 FTTx 设备市场份额 2009 年在百分之十几, 比往年有所降低, 我们期待公司可以通过今年的努力夺回市场; 3) 光纤缆: 需要关注本月运营商集采情况, 我们预计烽火仍可保持 14%左右的市场份额, 但是不考虑三网预计市场整体量会增长 5%~10%, 价格下跌 5~10%。

财务

预计烽火通信 2009 年收入 50 亿, 同比增长 47%, 毛利率 26.6%, 净利润 2.7 亿, 同比增长 56%, 每股收益 0.62 元。预计 2010 年收入 64 亿, 同比增长 28%, 毛利率 26.5%, 净利润 3.6 亿, 同比增长 33%, 每股收益 0.82 元。

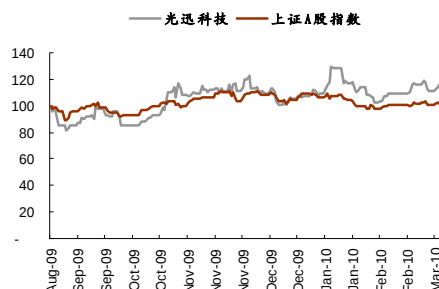
光迅科技 (002281.CH)：无评级

产能扩张推动公司规模增长

主要财务，股票信息

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
收入	488	654	785	957	1,182
同比%	18.4%	34.1%	20.0%	21.9%	23.6%
利润	68	76	102	125	154
同比%	76.6%	11.7%	34.4%	22.3%	22.8%
每股收益	0.43	0.48	0.63	0.78	0.98
同比%	76.6%	11.7%	32.2%	24.4%	25.2%
每股净值	1.8	2.2	5.5	5.7	6.2
同比%	21.8%	21.2%	151.2%	3.9%	10.2%
市盈率	83.1	74.4	56.3	45.3	36.1
市净率	19.7	16.3	6.5	6.2	5.7
权益收益率	32%	29%	14%	14%	15%
ROA	16%	14%	9%	9%	9%

股票代码	002281.CH
当前股价	35.35
52周最高价/最低价	42.57/16.00
总市值 (百万 人民币)	5,656
发行股数 (百万股)	160
主要股东 (持股比例)	武汉邮电科学研究院(46.25%)



资料来源：彭博资讯、公司数据、中金公司研究部 (预测数据为市场预测)

投资建议

目前光迅科技在国内光电子器件厂商中排名第一，全球排名第 11，产品主要包括子系统和光无源器件（占收比分别为 60%和 40%左右）。光迅目前客户结构为中兴、烽火、华为占 40%以上，国外占 30%左右。据了解去年四季度和今年一季度订单情况良好，每个月都能有 1 个亿以上的未完成订单在生产。一般来说光器件产品投资占光设备投资的 20%左右。目前市场对于公司的评级较有分歧，总的来看市场认同公司所在光通信行业中有发展前途，但是部分认为介于估值偏高，短期不具投资价值。我们感觉未来几年光通信行业将受益于三网融合的推动、FTTx 建设、骨干城域网扩容以及电力网智能网改造对于光器件更大的需求，行业整体趋势向好，公司十分值得关注。

估值

按照市场平均预期，目前对应 2010 年及 2011 年市盈率分别为 45 倍和 36 倍，市净率 6.2 倍和 5.7 倍。

关注

1) 产能扩张：公司目前没有跟上整个行业增速受制于产能以及定制化生产，公司利用上市资金，2011 年时产能将大幅扩张，尤其是子系统方面产能有望翻倍，业绩有望爆发，在此之前公司每年平均产能增长 20%左右。公司表示目前正在建设的产业园将于 2010 年 5 月封顶，2011 年 2 季度搬迁，预计 2011 年年底达产；2) 公司纵深发展：未来公司横向将继续利用现有技术，纵向可能向上游延伸到芯片，芯片有规模量产问题，目前还处于研发阶段；3) 股权激励：目前公司尚在做方案并进行研究，处于前期沟通阶段，预计得到国资委批复还需要一个过程。

财务

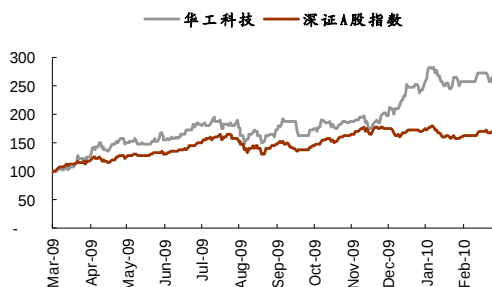
公司预计 2009 年实际业绩可能与业绩快报相近，收入增长在 12%左右，受益于三季度 Sanmina 的大订单公司毛利有所提升，利润增长在 30%左右。公司认为长期来看毛利率还是会回到 28-29%左右的水平。市场预计 2010 年收入和利润分别增长 22%左右，2011 年收入和利润分别增长 24%左右。

华工科技 (000988.CH): 无评级

光期间和电子元器件为看点

主要财务, 股票信息

						股票代码	000988.CH
						当前股价	15.41
						52周最高价/最低价	17.24/5.55
						总市值 (百万 人民币)	6,155
						发行股数 (百万股)	408
						主要股东 (持股比例)	武汉华中科技大产业集团 (41.82%)
	2007	2008	2009	2010E	2011E		
收入	1,006.6	1,210.0	1,462.7	1,816.2	2,378.3		
同比%	39.4%	20.2%	20.9%	24.2%	31.0%		
利润	45.0	56.4	150.5	192.7	268.3		
同比%	36.4%	25.3%	167.0%	28.0%	39.2%		
每股收益	0.1	0.2	0.4	0.5	0.7		
同比%	36.4%	10.0%	166.7%	18.2%	39.2%		
每股净值	3.5	2.8	3.7	4.3	5.2		
同比%	56.3%	-20.2%	30.6%	17.1%	21.3%		
市盈率	113.0	102.7	38.5	32.6	23.4		
市净率	4.4	5.5	4.2	3.6	2.9		
权益收益率	3.9%	16.5%	10.0%	15.8%	19.5%		
ROA	1.9%	2.4%	7.2%	n.a.	n.a.		



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部(预测数据为市场预测)

投资建议

华工科技目前产品主要涉及激光、光器件、敏感元器件、激光防伪、软件集成等, 2009 年收入占比分别为 40%、20%、16%、12%和 12%, 总体毛利率 26%左右, 公司目标是十二五之后收入规模可以达到 100 亿元。目前市场对于公司的预期中性偏正面, 认为其光器件和敏感元器件以及投资收益方面是未来看点。我们认同公司对于光/元器件方面的重视, 但是感觉公司目前在这两个产业的发展情况还须观察, 加上股权激励也尚未明确, 短期可能缺少太多催化剂。

估值

按照市场平均预期, 目前对应 2010 年及 2011 年市盈率分别为 33 倍和 23 倍, 市净率 3.6 倍和 2.9 倍。

关注

1) 光器件和电子元器件方面的推进: 公司表示光通信和电子元器件到了快速发展的时期, 会成为公司两大增长最快的业务, 所以今年打算再融一部分资金发展光通信和电子元器件。2) 股权激励进展: 公司表示华工是学校控股, 股权激励推动起来比较困难, 但是如果可以解决股权激励, 公司规模和业绩都将有很大提振, 目前公司正在努力中。公司也在考虑通过激励基金解决, 即超过业绩条件的部分业绩由管理层和公司进行分配, 用于管理层购买华工股票, 但这个事情还有待审批, 目前正处于讨论之中。

财务

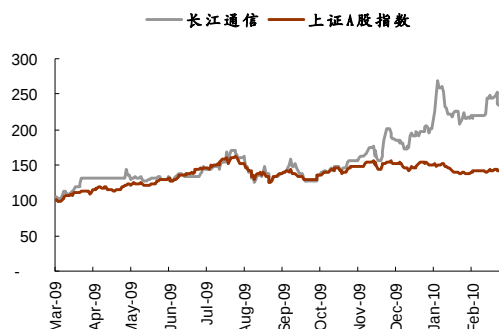
华工科技 2009 年实现收入 15 亿, 同比增长 21%, 实现净利润 1.5 亿, 同比增长 167%, 但是增长主要源于投资收益, 不包含投资收益的净利润同比增长仅在 6%左右。目前市场预计其 2010 年收入增长率 24%, 利润增长率 28%, 2011 年收入增长率 31%, 利润增长率 39%。

长江通信（600345.CH）：无评级

公司在寻找投资机会和发展空间

主要财务，股票信息

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	股票代码	600345.CH
收入	455.5	506.5	545.2	601.0	736.7	当前股价	16.03
同比%	-22.3%	11.2%	7.6%	10.2%	22.6%	52周最高价/最低价	18.74/6.65
利润	35.1	20.2	40.6	39.8	32.2	总市值（百万人民币）	3,186
同比%	109.4%	-42.5%	101.1%	-1.9%	-19.1%	发行股数（百万股）	198
每股收益	0.18	0.10	0.20	0.20	0.16	主要股东（持股比例）	武汉长江光通信产业（28.69%）
同比%	111.8%	-44.4%	104.9%	-1.9%	-19.2%		
每股净值	4.85	4.86	4.91	4.95	5.00		
同比%	2.3%	0.1%	1.0%	1.0%	1.0%		
市盈率	89.1	160.3	78.2	79.8	98.6		
市净率	3.3	3.3	3.3	3.2	3.2		
权益收益率	4%	2%	4%	4%	3%		
ROA	2%	1%	3%	2%	2%		



资料来源：彭博资讯、公司数据、中金公司研究部（预测数据为市场预测）

投资建议

长江通信业务涵盖光通信产品（光端机为主，并在长飞光系统方面有独有生产能力）、无线通信产品、光存储产品及光电互感等其他产品，占收比分别为 65%、5%、5%和 25%左右，销售以国内为主（占收比 95%左右）。另外公司在 2010 年对于做光纤到户的公司“长光科技”增资，从而自 2010 年起将其并表（预计能对收入增厚 15%左右，对利润的增厚预计要到 2011 年之后）。公司 2009 年预增 100%以上，主要是投资收益增加所致。

目前市场对于该公司的态度基本为中性。公司表示近期无股权激励计划。公司未来增长还需要视公司进一步投资情况而定。我们看目前参股公司中具备增资就可以达到控股权的公司很少，而投资从而控股新的相关公司可能仍需一段时间的寻找磨合。所以我们感觉公司还没有太拿得出手的“硬拳头”，业绩更多靠投资收益，具有一定不确定性。

估值

按照市场平均预期，目前对应 2010 年及 2011 年市盈率分别为 80 倍和 100 倍，市净率 3 倍左右。

关注

公司对外投资情况：由于公司自身发展有限，但现金充裕（货币资金占总资产的 40%，另 30%多的资产为长期股权投资），有意通过股权或现金等方式增加投资控股公司，进行并表来扩大公司业绩规模，提升业绩。未来公司投资进展是需要关注的问题。

财务

市场预计 2009 年收入增长在 8%左右，利润增长在 105%左右。2010 年收入增长在 10%左右，利润有所下降。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。