



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

业绩预览

研究报告

2010年3月31日

技术硬件及设备

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

大城市都在做光纤

主要上市公司业绩预览

2009年业绩预测:

光通讯设备及光纤行业在2009年处于高增长期,业绩均将处于其预增区间的上限:我们预计中天科技、亨通光电、烽火通信的收入分别同比增长32%、31%、47%,净利润分别同比增长125%、70%和57%。

与市场预期相比,中天科技和烽火通信基本符合预期;亨通光电的利润可能小幅超预期(10%左右)。

关注要点:

运营商总资本开支下降;但传输接入不受影响。

中国三大运营商最近分别公布了业绩及资本开支指引。总体来看,行业运营商合计资本开支将从2009年的3600亿降至2010年的3100亿左右,下降14%,短期会对市场情绪产生一定影响。

但根据我们的分析,传输和接入方面的投资反而仍有明显上升空间:1) 中国移动传输的投资比例将从2009年的20%提高到2010年的24%;2) 联通在宽带和数据方面投资预算尽管下降了18.6%,但公司表示今年宽带方面的投资将主要集中于接入网改造,2010年新增端口将全部使用FTTx;3) 中电信不但小幅提升了其固网资本开支,而且指出更大的比率将用于宽带接入,并表示计划在2~3年内将城市70%的宽带接入提升到12M的FTTx,50%的宽带接入提升到20M。

三大运营商都明确表示,目前传输接入方面的资本开支都还没有太多考虑三网融合。由于电信运营商在网络方面比有线有明显的优势,它们在投资上的表态上会比较低调,后发制人。

2010年通信设备商中,光网络相关设备公司发展仍可期待。在普遍较低的估值水平上,股价刺激因素有:业绩的继续高增长,3网融合的实质推进,3G数据需求的显著增长。

估值与建议:

中天科技: 短期首选, 估值低, 产业链延伸预期以及现金分配预期。中天2010年和2011年市盈率分别只有19.8倍和17倍,估值相对便宜,我们认为目前股价提供了较好的安全边际,按2011年20倍市盈率算,仍有20%左右的上涨空间,维持“审慎推荐”的投资评级。

亨通光电: 长期推荐, 短期看公司业绩将小幅超预期, 长期看公司将要扩充的业务类型可带来业绩增厚。2010年和2011年市盈率分别有25.2倍和21倍,保守考虑收购集团线缆、力缆的每股收益增厚后,市盈率为22.8倍和19倍,估值不算高,按2011年22倍市盈率算,仍有20%左右的上涨空间,维持“推荐”的投资评级。

烽火通信: 长期业绩有超预期可能, 建议25元~34元间交易。烽火通信2010年和2011年市盈率分别有33.1倍和26.4倍,目前估值看上去稍高,但考虑三网融合超预期可能后,目前估值分别在24倍和19倍左右,仍有20%左右的上涨空间,考虑到三网融合大规模投资还未正式启动以及按目前预测估值偏高,我们暂维持“中性”评级。

近来事件

4/1/2010 亨通光电 2009 年业绩报告
 4/9/2010 中天科技 2009 年业绩报告
 4/24/2010 烽火通信 2009 年业绩报告

图表 1：上市公司业绩预览

季度	评级	业绩情况	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09E	环比	同比
中天科技	审慎推荐	符合预期							
收入（百万元）			793.1	701.4	1,131.5	729.0	1,291.1	77%	62.8%
净利润（百万元）			52.8	56.3	98.8	81.0	92.8	15%	75.9%
每股收益（元）			0.16	0.18	0.31	0.25	0.29	15%	75.9%
亨通光电	推荐	小幅超预期可能							
收入（百万元）			406.7	290.6	465.1	556.6	574.3	3%	41.2%
净利润（百万元）			36.6	17.2	49.6	56.8	57.2	1%	56.3%
每股收益（元）			0.22	0.10	0.30	0.34	0.34	1%	56.3%
烽火通信	中性	符合预期							
收入（百万元）			1,282.7	747.3	1,201.7	1,342.9	1,737.3	29%	35.4%
净利润（百万元）			40.5	40.1	101.7	59.1	74.0	25%	82.9%
每股收益（元）			0.10	0.10	0.25	0.13	0.17	25%	69.7%

全年	评级	业绩情况	2008	2009E	同比	市场预测	差异	业绩预增
中天科技	审慎推荐	符合预期						
收入（百万元）			2,912.1	3,853.0	32.3%	3,761.2	2.4%	110~130%
净利润（百万元）			146.0	329.0	125.3%	335.4	-1.9%	
每股收益（元）			0.46	1.03	125.3%	0.98	4.3%	
亨通光电	推荐	小幅超预期可能						
收入（百万元）			1,437.7	1,886.7	31.2%	1,883.8	0.2%	50~70%
净利润（百万元）			106.5	180.8	69.8%	167.8	7.7%	
每股收益（元）			0.64	1.09	69.8%	1.08	0.5%	
烽火通信	中性	符合预期						
收入（百万元）			3,427.0	5,029.2	46.8%	4,930.8	2.0%	40~60%
净利润（百万元）			175.3	274.8	56.8%	285.4	-3.7%	
每股收益（元）			0.40	0.62	56.8%	0.65	-4.1%	

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

运营商刚刚公布的年报带来的消息

2010 年总体资本开支下调

- 中国移动资本支出指引有小幅下调，2010 年资本开支指引 1294 亿降至 1230 亿，其中 86% 用于 2G/3G 融合组网。
- 中国电信指出母公司将把 CDMA 资本支出从 2009 年的 535 亿降至 2010 年的 270 亿，可能短期对中兴通讯和中通服的影响负面。
- 中国联通资本开支从 2009 年的 1125 亿降至 735 亿。联通资本开支的下降对设备商的实际影响可能并不会太大，因为联通 2009 年的资本开支预算实际上有一部分留给了 2010 年。但无疑，资本开支的表面大幅下降，对情绪可能会受到影响。

然而，2010 年光通信设备仍有上升空间

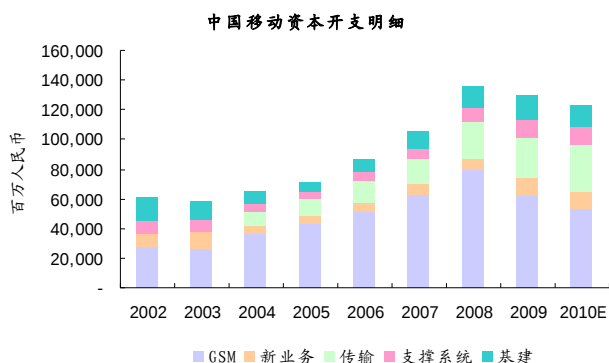
- 中国移动传输方面的投资比例从 2009 年的 20% 左右提高到 2010 年的 24%，绝对金额也从 260 亿提高到 300 亿左右，上升 15% 左右。
- 中国电信计划在 2~3 年内将其城市中 70% 的宽带接入提升到 12M，印证了我们此前表示运营商打算推行 FTTx 的看法。中电信不仅提升了其固网资本开支（从 380 亿到 390 亿），并指出更多的资本开支将用于宽带。另外，中电信表示如果三网融合确实推进，不排除增加资本开支用于宽带建设的可能。
- 中国联通表示今年固网北方将大规模升级提速，加大 FTTN、FTTB 投入，南方加大重要发展区域投入，宽带今年 153 亿的投资（2009 年为 188 亿）主要在接入网改造上，本年新增端口全部使用 FTTx。公司表示 2010 年宽带 ARPU 争取从目前的 57 元提高到 60 元，我们认为这必将通过升级提速来实现。

图表 2: 电信行业去年资本开支和今年资本开支指引

单位: 十亿	2009	2010E	同比
中国移动上市公司	129	123	-5%
中国移动母公司-TD(约)	30	50	67%
中国电信上市公司	38	39	3%
中国电信母公司-CDMA	54	27	-50%
中国联通上市公司	113	74	-35%
合计	363	313	-14%

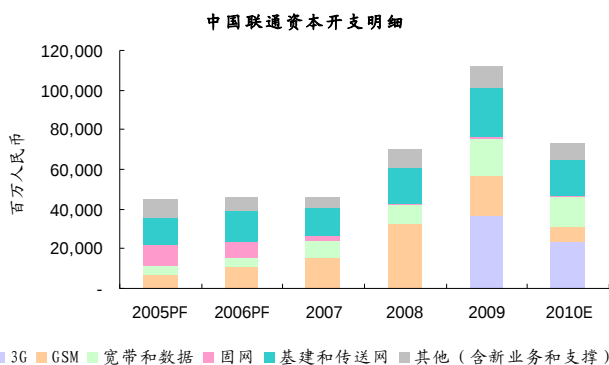
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 3: 中国移动资本开支结构 (上市公司)



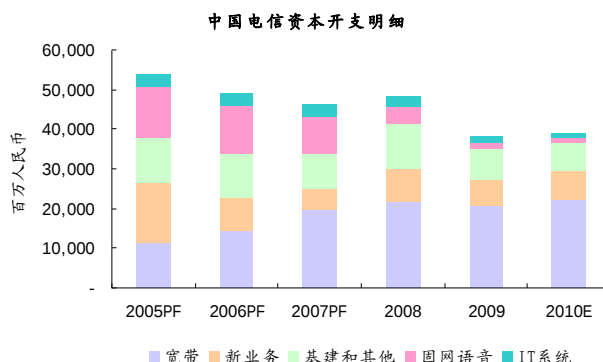
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4: 中国联通资本开支结构 (上市公司)



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 5: 中国电信资本开支结构 (上市公司)



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

2010 年光纤需求受 FTTx 带动与供给基本平衡, 价格压力不会太大

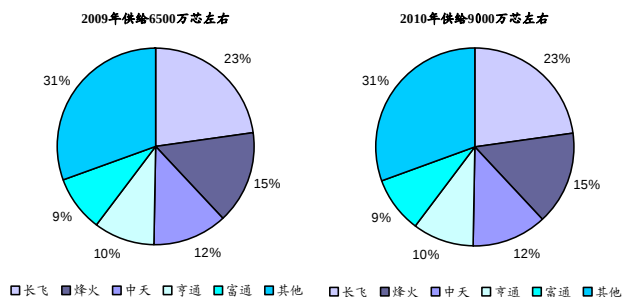
由于 2009 年光纤厂商扩产较充分, 导致市场对于光纤需求供大于求以及价格非常担心。我们对于 2010 年光纤需求做了一个简单的测算, 我们认为 2010 年光纤需求将增长 15% 左右, 需求量略小于供给量, 不会造成价格大幅下跌, 预计今年光纤价格在 75~80 元左右, 下降 10% 左右。

图表 6: 光纤需求测算

		新建 基站 (万座)	传输 (万芯 公里)	新FTTx数 (万户)	FTTx接入 所需 (万芯 公里)	总需求 (万芯 公里)
2009年需求	中国移动	16	1,382	680	1,632	3,014
	中国联通	18	1,037	510	1,224	2,261
	中国电信	8	461	729	1,749	2,209
	合计	42	2,880	1,919	4,605	7,485
2010年需求	中国移动	13	1,123	1,133	2,720	3,843
	中国联通	9	518	638	1,530	2,048
	中国电信	3	173	1,020	2,448	2,621
	合计	25	1,814	2,791	6,698	8,512

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 7: 光纤供给情况

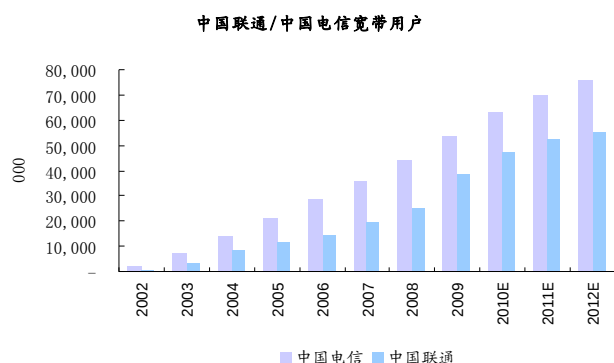


资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

2009年运营商集中进行3G建设，尤其是移动基站建设方面，对于光纤需求很大，而厂商扩产尚未完成，造成供不应求，价格上升。2010年运营商基站建设基本到位，增幅不会太大，预计中国移动新增基站13万座，主要为了TD建设，中国联通新增9万座，进一步加强3G覆盖，中国电信覆盖基本到位，估计2010年新增基站最多3万座。但是，基站传输带来的光纤需求的下降将被新增的接入方面对于光纤需求的上升所弥补，2010年，中国电信和中国联通分别表示将提高宽带接入速度，其中，中国电信目标是将城市70%的接入提高到12M，50%的接入提高到20M，中国联通新增端口也将都使用FTTx。

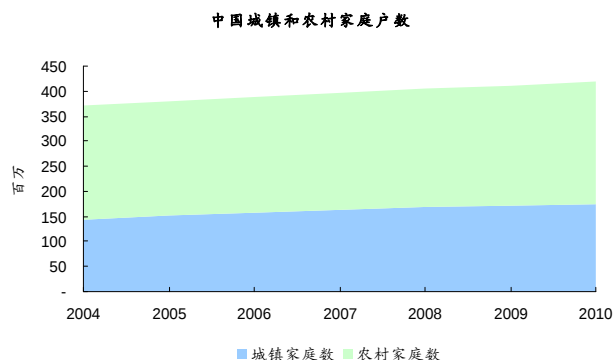
预计2010年宽带用户数还将以较快的速度增长(电信目标900万，联通目标900万)，为保持一定的端口利用率，联通和中电信在宽带建设上的步伐仍将继续，且以FTTx为主，在宽带建设方面对于光通设备和光纤的需求将大幅提升。目前电信和联通宽带上的现状是：中电信城市中4M覆盖95%、8M覆盖77%，农村2M覆盖80%、4M覆盖70%；联通2M覆盖超过98%，20M以上超过20%。预计未来的2-3年，通过FTTx的将设，20M以上的覆盖将大幅提升。预计2010年中国电信和中国联通在FTTx上的投资分别为80亿和100亿左右。

图表8：中国宽带用户数



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表9：中国家庭户数



资料来源：公司数据，中金公司研究部

中天科技 - 目前估值便宜，年报现金分红预期

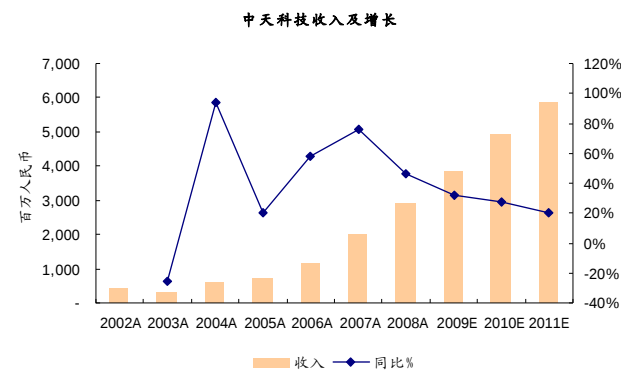
我们预计中天科技2009年收入38.5亿元(通信缆15亿左右、电缆19亿左右、商品房3左右)，同比增长32%，毛利率24.7%，同比上升5.4个百分点(通信缆毛利率26%左右、电力缆毛利率22%左右)，三项费用率12.6%，净利润3.3亿，同比增长125%，净利润率8.5%。

增发预期以及带来的现金分红预期为寻找现金股利投资的投资者提供短期投资机会。根据行业其他公司的做法，我们预计上市公司可能会也做预制棒(目前仍在集团做)，根据公司财务情况这部分收购很可能通过增发进行。通过增发收购预制棒项目(一期150吨在2011年达产，可满足小一半的产能需求，二期300吨预计要2012年左右达产)，中天科技能够弥补自身产业链原来没有预制棒的短板，进一步稳定光纤缆的毛利率，对公司长远发展有利。同时，根据证监会《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》，公司发行证券要求最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十，而中天在最近几年都没有现金分红，意味着中天可能需要在09年进行比例比较高的现金分红，据我们测算，本年需分红至少为0.17元，股利支付率比例大概为17%。

电缆业务渐将成为公司主要收入贡献源。公司2008年通信缆和电缆分别贡献收入44%和48%，而2006年这个比例为71%和24%，可以看出公司把业务重点逐步向电缆业务转移。公司电缆业务主要包括铝杆、电力导线、特种导线等等，公司的优势在于其是国内能够生产特导的三家厂商之一，08年在国家电网特导集采份额超过一半，2010年特导产能预计翻倍。我们预计随着公司在电缆业务的推动，该业务将会成为公司第一大收入贡献业务，2009年通信缆和电缆业务占比将分别为40%和50%。

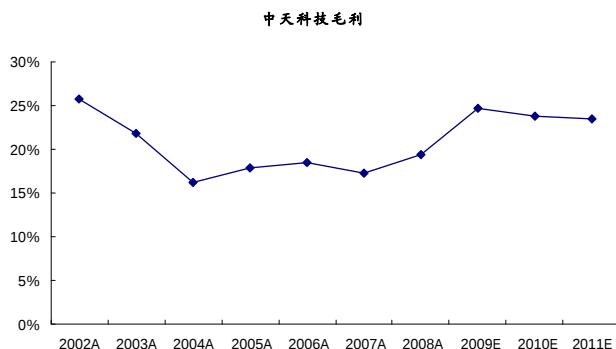
中天科技2010年和2011年市盈率分别只有19.8倍和17倍，估值相对便宜，我们认为目前股价提供了较好的安全边际，按2011年20倍市盈率算，仍有20%左右的上涨空间，维持“审慎推荐”的投资评级。

图表10：中天科技收入及增长率



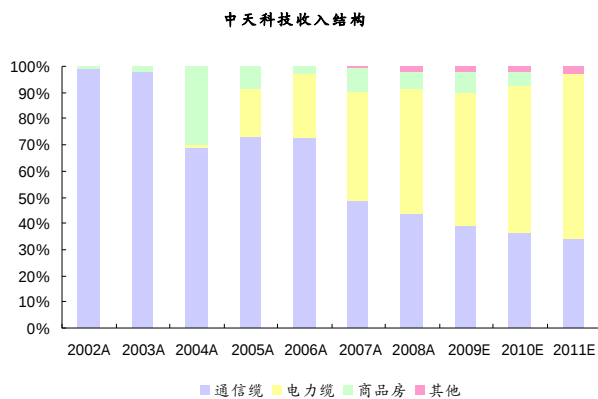
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 11: 中天科技毛利率



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 12: 中天科技收入结构



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

亨通光电 - 公司正在转型拓展业务链, 长期看好

我们预计公司 2009 年收入 18.9 亿元, 增长 31%, 毛利率 25.8%, 上涨 5.4 个百分点, 三项费用率 12.8%, 上涨 2 个百分点, 净利润 1.8 亿元, 增长 70%, 净利润率 9.6%, 净利润增长来源于收入和毛利率增长, 受益于重组后 2009 年大增的光纤缆需求。

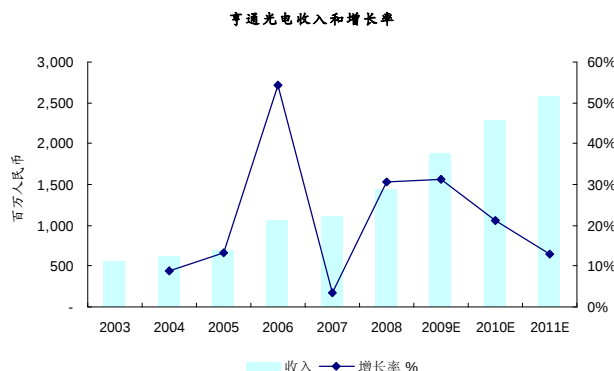
亨通目前主营业务仍然是光纤光缆, 另外还有 5% 左右的收入来源于光元器件。目前运营商正在对于光纤缆进行集采, 各厂商份额变动应该不大, 但是价格稍有下调。

但是长期来说, 公司已经对于竞争形势有所考虑, 正在转型扩充业务类型, 对业绩提升有较大贡献; 维持“推荐”评级:

- 非公开发行股份从集团和崔根海等自然人购买亨通线缆 (100% 股权)、亨通力缆 (75% 股权) 资产事项已经在今年 2 月获得有条件通过, 正在等待证监会正式批文。预计业绩会从 2010 年起开始反映, 每年贡献利润 8000 万以上, 对 2010、2011 年业绩增厚 10% 以上, 考虑此增厚之后, 2010 年、2011 年市盈率分别为 23 倍和 19 倍, 估值相对便宜。

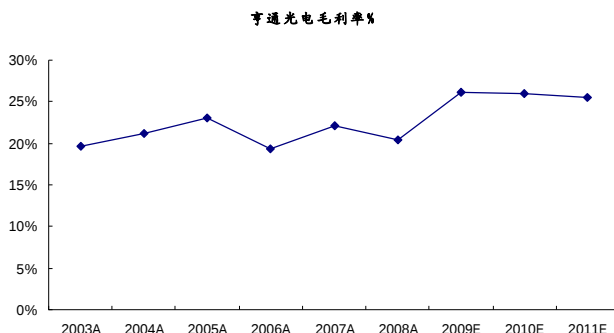
- 公司从 2009 年下半年起开始筹建亨通高压电缆公司, 主要经营高压海底复合缆生产, 包括 220kV 以下海底电力电缆、500kV 以下陆用超高压电力电缆、海底光缆、高压海底光电复合缆等。预计这部分产品 2011 年可以投产, 并开始部分反映业绩。保守估计用 2~3 年运行正常后每年可以贡献收入 20 亿左右, 税前利润 2 亿左右, 对利润规模有较大贡献。公司目前税前利润规模在 2~3 亿左右。

图表 13: 亨通光电收入及增长率



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 14: 亨通光电毛利率



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

烽火通信 - 光通讯设备有发展; 但需要三网融合的启动来消化相对偏高的估值

我们预计烽火通信 2009 年收入 50 亿元 (光通系统 29 亿, 光纤缆 16 亿, 网络安全 5 亿), 同比增长 47%, 毛利率 27.4%, 三项费用率 19.6%, 净利润 2.7 亿, 增长 57%。

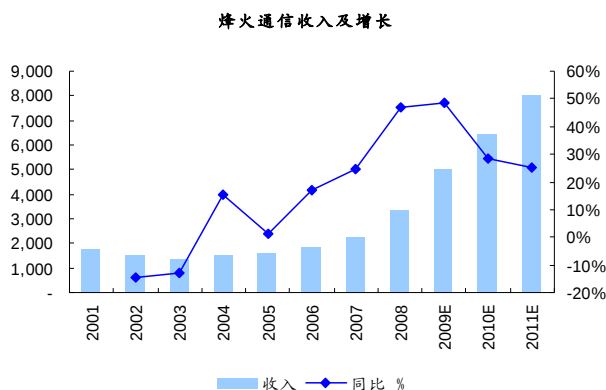
FTTx 是未来建设方向。1) 不仅是全世界发展趋势, 做 FTTx、提高网络带宽也是国内电信运营商应对日益丰富的新业务的必然要求。之前, 我们进行的语音通信、VoIP 等简单语音服务时, 上下带宽需求只需要 64K 左右, 网页浏览上下行需要 64K/400K 左右, 但是当服务拓展到电脑视频通话上下行就需要 1.6M/789K 左右, 在线游戏上下行需要 2M, 视频上传更是需要上下行 64K/7M 左右, 更不要说未来要实现的高清 IPTV、时时文件共享等等。

2) FTTx 价格不断下降, 据了解, 目前建设 FTTH 每线成本已经降至 1200 元左右, 以每月用户贡献 ARPU200 元为例, 6 个月即可收回成本。

未来三网融合将带来光通设备巨大投资需求, 我们目前模型中没有考虑这部分增量投资需求带来的收益, 一旦三网融合正式启动, 业绩将有超预期可能。根据我们 2 月 1 日的报告《融合还是竞争》所述, 三网融合将带来光通设备 1200 亿元的投资需求, 其中 1/3 来自电信运营商, 2/3 来自广电, 以烽火通信 2009 年光通设备市场分额大约 10% 预计, 三网融合将为烽火通信带来潜在收入 120 亿左右, 保守预计光通设备净利率 6% 的情况下, 将带来潜在利润 7.2 亿, 即使以 5 年计算, 每年带来潜在利润 1.5 亿, 利润增厚在 40% 以上, 以此增厚计算, 公司股价仍有 20% 左右的增长空间。

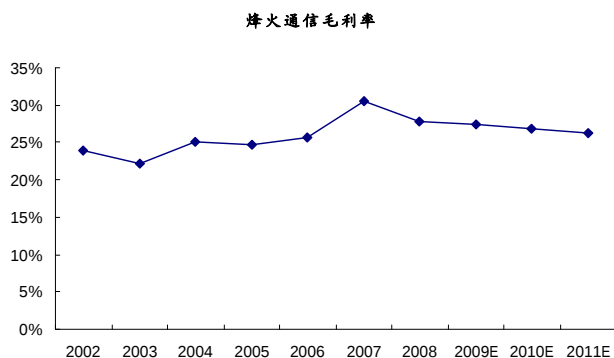
烽火通信 2010 年和 2011 年市盈率分别有 33.1 倍和 26.4 倍, 目前估值稍高。但考虑三网融合超预期可能后, 目前估值分别在 24 倍和 19 倍左右 (每股收益在目前水平上增厚 40%), 以 22 倍市盈率计算, 在此预测基础上仍有 20% 左右的上涨空间。我们考虑到三网融合大规模投资还未正式启动以及按照目前预测估值尚偏高, 暂维持“中性”评级。

图表 15: 烽火通信收入及增长率



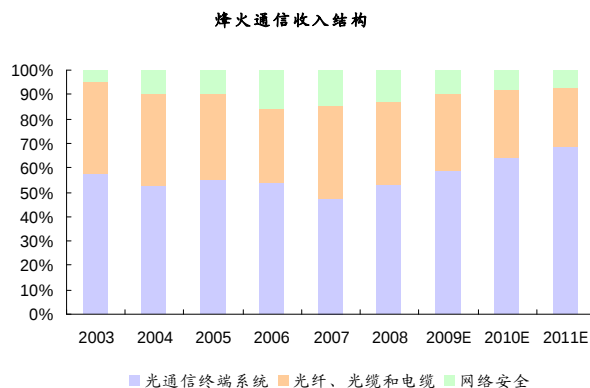
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 16: 烽火通信毛利率



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 17: 烽火通信收入结构



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 18: 历史和预测的财务指标 – 中天科技

(百万人民币)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表主要项目					
主营业务收入	1,988.4	2,912.1	3,853.0	4,904.8	5,875.3
通信缆	962.5	1,272.7	1,503.3	1,771.5	2,013.8
电力缆	829.5	1,389.6	1,952.9	2,757.0	3,711.5
房地产	189.2	190.7	316.8	276.4	-
其他	7.2	59.2	80.0	100.0	150.0
主营业务成本	(1,645.0)	(2,349.4)	(2,901.9)	(3,736.5)	(4,498.1)
毛利率 %	17.3%	19.3%	24.7%	23.8%	23.4%
通信缆	20.8%	23.1%	26.5%	25.1%	23.4%
电力缆	13.8%	15.5%	22.0%	22.0%	23.0%
房地产	14.3%	17.4%	30.0%	30.0%	30.0%
主营业务税金及附加	(14.8)	(17.8)	(23.1)	(29.4)	(35.3)
主营业务利润	328.7	544.9	927.9	1,138.9	1,342.0
主营业务利润率	16.5%	18.7%	24.1%	23.2%	22.8%
费用	(192.0)	(325.3)	(484.7)	(591.1)	(688.3)
费用率	9.7%	11.2%	12.6%	12.1%	11.7%
营业费用	(122.5)	(205.9)	(327.5)	(416.9)	(499.4)
营业费用率	6.2%	7.1%	8.5%	8.5%	8.5%
管理费用	(49.6)	(68.1)	(111.7)	(142.2)	(164.5)
管理费用率	2.5%	2.3%	2.9%	2.9%	2.8%
财务费用	(19.9)	(51.4)	(45.4)	(31.9)	(24.4)
财务费用率	1.0%	1.8%	1.2%	0.7%	0.4%
资产减值损失	(5.8)	(9.2)	(13.5)	(24.5)	(35.3)
公允价值变动收益	(1.7)	0.7	2.0	2.0	2.0
投资收益	6.6	(5.2)	40.0	40.0	40.0
营业利润	135.8	205.9	471.8	565.3	660.4
营业利润率	6.8%	7.1%	12.2%	11.5%	11.2%
所得税	(35.6)	(43.6)	(96.8)	(115.5)	(134.5)
有效税率	25.8%	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%
少数股东权益	(18.2)	(25.5)	(58.1)	(69.3)	(80.7)
净利润	84.3	146.0	329.0	392.6	457.3
净利润率	4.2%	5.0%	8.5%	8.0%	7.8%
增长率	113.4%	73.2%	125.3%	19.3%	16.5%
每股收益 (元)	0.263	0.455	1.025	1.224	1.425
资产负债表					
流动资产	1,599.2	2,164.8	2,770.2	3,405.5	4,068.2
货币资金	186.5	387.2	666.4	877.0	1,279.9
应收帐款净额	497.8	702.8	880.6	1,000.7	1,252.8
存货净额	791.6	968.7	1,046.5	1,343.4	1,287.2
流动负债	1,246.0	1,792.4	2,016.5	2,306.9	2,549.7
短期借款	520.9	898.3	840.9	840.9	840.9
应付票据和应付账款	285.9	365.2	429.8	593.9	638.5
负债总额	1,331.2	1,828.8	2,052.9	2,343.3	2,586.1
总资产	2,190.2	2,845.7	3,561.3	4,313.6	5,094.3
净资产	732.7	878.7	1,203.1	1,595.7	2,053.0
现金流量表					
经营活动现金流	(127.3)	56.2	405.4	406.8	608.5
投资活动现金流	(136.0)	(140.1)	(173.4)	(196.2)	(205.6)
融资活动现金流	48.9	289.1	47.1	0.0	0.0

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 19：历史和预测的财务指标 - 亨通光电

(百万人民币)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1,100.3	1,437.7	1,886.7	2,283.5	2,578.9
主营业务成本	(857.1)	(1,143.7)	(1,399.6)	(1,700.9)	(1,929.7)
毛利率 %	22.1 %	20.4 %	25.8 %	25.5 %	25.2 %
主营业务税金及附加	(3.8)	(4.7)	(6.1)	(7.4)	(8.4)
主营业务利润	239.4	289.3	481.0	575.2	640.8
费用	(110.8)	(167.2)	(253.7)	(274.7)	(278.4)
费用率 %	10.1%	11.6%	13.4%	12.0%	10.8%
营业费用	(45.4)	(67.2)	(105.7)	(118.7)	(128.9)
营业费用率 %	4.1%	4.7%	5.6%	5.2%	5.0%
管理费用	(45.5)	(73.6)	(115.1)	(125.6)	(128.9)
管理费用率 %	4.1%	5.1%	6.1%	5.5%	5.0%
财务费用	(17.8)	(17.5)	(17.9)	(14.4)	(5.0)
财务费用率 %	1.6%	1.2%	0.9%	0.6%	0.2%
资产减值损失	(2.1)	(8.8)	(15.1)	(16.0)	(15.5)
占主营业务收入 %	0.2%	0.6%	0.8%	0.7%	0.6%
投资收益	(2.6)	19.1	15.0	2.0	2.0
营业利润	126.0	141.2	242.3	302.5	364.4
营业利润率 %	11.5%	9.8%	12.8%	13.2%	14.1%
税前利润	130.1	145.0	247.3	307.5	369.4
占主营业务收入 %	11.8%	10.1%	13.1%	13.5%	14.3%
所得税	(32.3)	(21.1)	(37.1)	(46.1)	(55.4)
有效税率 %	24.8%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	(18.1)	(17.4)	(29.4)	(36.6)	(44.0)
净利润	79.7	106.5	180.8	224.8	270.0
净利润率 %	7.2%	7.4%	9.6%	9.8%	10.5%
每股收益 (元)	0.480	0.641	1.088	1.353	1.625
资产负债表					
流动资产	1,442.2	1,464.0	1,682.6	1,790.7	2,066.6
货币资金	593.3	514.2	431.4	465.9	581.7
应收帐款净额	409.8	422.2	669.7	651.8	840.7
存货净额	345.8	432.6	443.3	528.0	468.3
流动负债	741.3	844.0	1,065.4	1,014.2	1,068.4
短期借款	299.7	283.5	350.0	150.0	100.0
应付票据	181.4	170.1	260.1	262.7	330.4
应付帐款	195.1	304.3	345.2	490.8	510.5
负债总额	754.1	857.5	1,084.9	1,033.7	1,087.9
总资产	1,953.4	2,134.7	2,518.0	2,660.8	2,948.0
净资产	1,072.8	1,140.6	1,267.1	1,424.5	1,613.5
现金流量表					
经营活动现金流	160.6	215.4	122.2	402.0	326.8
投资活动现金流	(141.9)	(221.0)	(223.3)	(100.0)	(80.0)
融资活动现金流	82.8	(79.1)	18.3	(267.4)	(131.0)

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 20: 历史和预测的财务指标 - 烽火通信

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	2,347.1	3,427.0	5,029.2	6,447.8	8,070.8
光通设备	1,082.3	1,764.4	2,932.4	4,105.4	5,498.3
光纤、光缆和电缆	864.9	1,162.2	1,578.1	1,775.9	1,953.5
数据网络产品	336.2	434.2	477.6	525.4	577.9
占主营业务收入 %					
光通设备	46.1%	51.5%	58.3%	63.7%	68.1%
光纤、光缆和电缆	36.8%	33.9%	31.4%	27.5%	24.2%
数据网络产品	14.3%	12.7%	9.5%	8.1%	7.2%
毛利	718.5	953.4	1,380.0	1,733.2	2,117.4
毛利率 %	30.6%	27.8%	27.3%	26.8%	26.1%
光通设备	36.6%	31.7%	28.0%	27.5%	26.8%
光纤、光缆和电缆	20.1%	16.9%	21.0%	20.0%	19.0%
数据网络产品	39.5%	43.5%	45.0%	45.0%	45.0%
费用	(704.2)	(809.5)	(1,088.1)	(1,301.6)	(1,568.5)
费用率	30.0%	23.6%	21.6%	20.2%	19.4%
营业费用	(328.3)	(351.6)	(442.6)	(483.6)	(565.0)
营业费用率	14.0%	10.3%	8.8%	7.5%	7.0%
管理费用	(257.8)	(368.0)	(553.2)	(709.3)	(887.8)
管理费用率	11.0%	10.7%	11.0%	11.0%	11.0%
财务费用	8.8	13.6	8.3	7.3	13.4
财务费用率	-0.4%	-0.4%	-0.2%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	(127.0)	(103.5)	(100.6)	(116.1)	(129.1)
资产减值率	5.4%	3.0%	2.0%	1.8%	1.6%
投资收益	103.3	48.6	55.0	70.0	80.0
营业利润	101.5	167.0	309.6	453.8	569.0
营业利润率	-4.3%	-4.9%	-6.2%	-7.0%	-7.1%
营业外收支净额	75.9	59.4	97.6	126.0	158.4
税前利润	177.5	226.3	407.2	579.7	727.4
所得税	(21.0)	8.4	(40.7)	(58.0)	(72.7)
有效税率	11.8%	-3.7%	10.0%	10.0%	10.0%
少数股东损益	(50.8)	(59.4)	(91.6)	(130.4)	(163.7)
净利润	105.7	175.3	274.8	391.3	491.0
净利率	4.5%	5.1%	5.5%	6.1%	6.1%
每股收益 (元)	0.239	0.397	0.622	0.886	1.111
资产负债表					
流动资产	4,123.0	4,701.3	5,314.0	6,625.5	8,197.2
现金	1,359.0	1,197.1	1,571.3	2,179.0	3,068.4
应收帐款	947.6	1,180.6	1,377.9	1,413.2	1,326.7
存货	1,608.7	2,011.5	1,920.6	2,481.3	3,133.4
流动负债	2,119.5	2,858.1	3,222.6	4,113.6	5,133.1
应付票据和应付帐款	1,216.9	1,793.9	2,072.5	2,657.2	3,326.0
预收帐款	597.2	781.9	905.3	1,160.6	1,452.7
总资产	4,971.6	5,654.4	6,319.1	7,665.7	9,272.5
净资产	2,333.9	2,459.7	2,668.3	2,993.4	3,418.1
现金流量表					
经营现金流	248.3	238.9	410.9	864.4	1,147.2
投资现金流	72.8	(142.3)	(190.5)	(190.5)	(190.5)
融资现金流	17.3	(258.3)	153.7	(66.3)	(67.3)

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 21：可比公司估值

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	43.32	82,029	31.6	23.9	19.8	4.8	4.1	3.6	0.8%	1.0%	1.2%
大唐电信	CNY	18.76	8,235	135.9	69.5	44.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
南京熊猫	CNY	8.99	4,138	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
烽火通信	CNY	29.35	12,967	47.2	33.1	26.4	4.9	4.3	3.8	0.5%	0.5%	0.5%
平均				71.6	42.2	30.4	4.8	4.2	3.7	0.6%	0.8%	0.9%
<u>通信光缆厂商</u>												
亨通光电	CNY	34.10	5,665	31.3	25.2	21.0	4.5	4.0	3.5	0.6%	0.6%	0.6%
中天科技	CNY	24.26	7,783	23.7	19.8	17.0	6.5	4.9	3.8	0.0	-	-
平均				27.5	22.5	19.0	5.5	4.4	3.7	0.6%	0.3%	0.3%
<u>系统集成及服务提供商</u>												
亿阳信通	CNY	17.89	6,297	42.6	37.7	25.2	n.a.	n.a.	n.a.	1.0%	1.1%	1.4%
华胜天成	CNY	17.25	7,953	34.8	27.0	20.9	5.2	4.4	3.8	n.a.	n.a.	n.a.
平均				38.7	32.4	23.0	5.2	4.4	3.8	1.0%	1.1%	1.4%
<u>专业设备提供商</u>												
武汉凡谷	CNY	20.62	11,462	30.4	24.0	20.5	5.1	4.4	3.7	1.0%	1.2%	1.4%
中创信测	CNY	18.98	2,630	41.6	31.9	21.9	6.1	5.2	4.4	0.9%	1.1%	1.5%
动力源	CNY	11.00	2,296	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
平均				36.0	27.9	21.2	5.6	4.8	4.0	1.0%	1.1%	1.4%
<u>国际可比公司</u>												
中兴通讯-H	HKD	46.80	82,029	29.7	22.5	18.6	4.2	3.6	3.1	0.8%	1.1%	1.3%
南京熊猫-H	HKD	2.00	4,138	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中通服	HKD	3.97	20,143	12.2	11.0	10.1	1.6	1.4	1.3	3.2%	3.6%	4.0%
摩托罗拉	USD	7.23	112,879	n.a.	n.a.	n.a.	1.7	1.6	1.5	0.7%	0.0%	0.0%
爱立信	SEK	75.45	227,275	19.7	14.7	12.5	1.7	1.6	1.5	2.4%	2.8%	3.1%
诺基亚	EUR	11.49	394,028	19.8	15.4	12.9	3.2	3.0	2.8	2.9%	3.6%	3.9%
阿尔卡特/朗讯	EUR	2.48	50,987	-17.6	59.0	13.9	1.4	1.5	1.4	0.0%	0.6%	1.1%
思科	USD	26.51	1,034,111	20.1	17.3	15.4	4.0	3.4	3.0	0.0%	0.0%	0.0%
高通	USD	41.76	481,686	22.9	18.2	16.5	3.6	3.0	2.7	1.6%	1.7%	1.8%
平均				15.3	22.6	14.3	2.7	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（根据市场预测）

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。