

## 加大光通信投资

—— 电信运营商的财富新进路

## 核心提示：

从行业上下游来看，光通信设备行业在 2011 年的一季度相对平淡，我们认为这只是由电信运营商投资的短期波动性所影响，从全年来看，受高带宽需求和支撑宽带与数据业务的需求推动，光通信需求在全年仍将实现高速增长，我们维持对光通信投资的高增长预期。

## 研究结论

- **带宽需求在未来几年将数倍增长，推动光网络必然投资需求。**我们测算，2015 年国内 IP 总流量有望达到 11.39EB/月，预计达到 2010 年 6.4 倍左右，再考虑到移动通信网络接入 IP 流量，总倍数有望达到 7.4 倍左右。仅从移动通信需求来看，国内移动通信流量在 2015 年有望等于当前的固网总流量。我们认为，由于光网络在全球通信网络中的基础地位，网络流量的数倍增长将推动光网络的不断升级建设，而光网络作为电信运营商业务体系的主要依托，其推进光通信网络的建设将是别无选择。
- **高带宽是运营商支撑主要增长点的唯一可行资源。**以中国电信 2009 年为例，其原有固网语音贡献负增长，传统固网业务中，贡献最大的业务模块为宽带业务。而移动运营商的增长如果不考虑用户增减，又主要依靠数据业务，以德国电信 DT 的欧洲业务为例，其德国业务在 2009Q2 到 2010Q2 总体增长为 4%，但数据业务增长达到 29%，增长贡献比例高达 3/4，未来可能更为显著。我们认为，固网宽带和移动网络数据业务已经成为运营商仅有的显著增长点，其基本特征就是对带宽提高的不断需求，运营商着力高带宽业务别无选择，而这也意味着其对光通信投资别无选择。
- **投资回报分析显示加大光通信投资“钱”景确定（详细场景测算见正文）：**
  - ✓ **电信 FTTH 建设测算：**以电信 2011 年建设 3000 万线光纤到户为假设，同时十分保守的假设光纤入户 ARPU 从 110 元每年下降 8%。而实际来看，光纤到户推动下 ARPU 是提高了，2009 年其 ARPU 仅下降了 4.18%。十分保守假设每年 ARPU 下降 8%，IRR 高达 9.49%；
  - ✓ **电信行业光通信投资回报测算：**假定宽带和移动 ARPU 每年均下降 10%的悲观情形，三大运营大幅度加大光投资仍然有 9.42%的 IRR，运营商投资光通信“钱”景乐观。
- **光通信行业内部仍然呈结构性受益。**光器件行业呈长期持续稳定增长，主系统设备商看竞争实力，光配线行业呈现集中爆发增长，光线光缆行业关注价格、预制棒、市场集中度等关键因素。
- **投资建议：**建议关注中兴通讯（买入）、光迅科技（买入）、日海通讯（买入）。
- **投资风险与催化剂：**风险主要包括投资落实风险、竞争风险、技术风险等，催化剂包括国家政策强化、运营商大规模新招标等。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

吴友文

通信行业高级分析师

63325888 × 6091

wuyouwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120025

周军

通信行业资深分析师

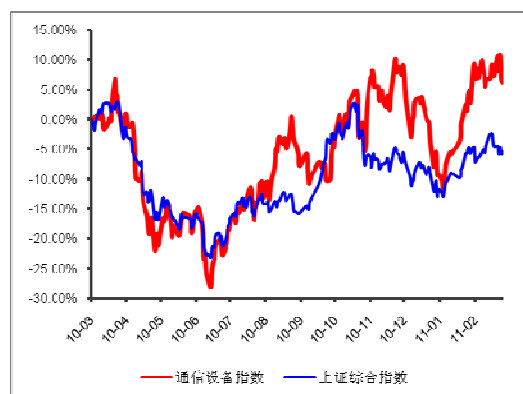
63325888 × 6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120007

行业评级 **看好** 中性 看淡（维持）  
国家/地区 中国/A 股  
行业 通信及相关设备制造  
报告发布日期 2011 年 3 月 23 日

## 股价表现



## 相关研究报告

通信行业十二五规划前瞻研究：通信行业即将迎来新一轮投资高峰 2011.11.19

## 推荐标的

| 标的   | EPS   |      |      | 评级 |
|------|-------|------|------|----|
|      | 10A   | 11E  | 12E  |    |
| 中兴通讯 | 1.13  | 1.45 | 1.87 | 买入 |
| 光迅科技 | 0.79  | 1.10 | 1.51 | 买入 |
| 日海通讯 | 1.05* | 1.65 | 2.58 | 买入 |

注：日海通讯 2010 年 EPS 为预期 EPS

## 目 录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 核心观点提示 .....                         | 4  |
| 一、有线和无线带宽需求并驾齐驱网络流量未来五年数倍增长.....     | 5  |
| 1、有线 IP 流量将随用户和应用需求数倍增长 .....        | 5  |
| 2、2015 年国内无线宽带流量有望超出当前 IP 网络总流量..... | 6  |
| 3、有线无线都将最终承载在光网络推动建设需求.....          | 8  |
| 二、运营商着力高带宽需求业务别无选择 .....             | 9  |
| 三、加大光通信投资“钱”景仍可观 .....               | 10 |
| 1 第一类测算：光纤到户投资收益测算结果： .....          | 10 |
| 2 第二类测算：光网络总投资综合支撑固网和移动宽带测算.....     | 11 |
| 四、光通信领域投资标的分析 .....                  | 15 |
| 1、光通信领域内部仍然结构分化.....                 | 15 |
| 2、光通信领域受益标的概况 .....                  | 15 |
| 五、风险提示 .....                         | 16 |

## 图表目录

|                                                            |    |
|------------------------------------------------------------|----|
| 图 1 全球 IP 总流量与个人消费流量发展预测.....                              | 5  |
| 图 2 全球宽带用户发展与月均流量使用预测 .....                                | 5  |
| 图 3 中国宽带用户发展预测（百万户） .....                                  | 5  |
| 图 4 假定月户均流量下的国内 IP 总流量发展.....                              | 5  |
| 图 5 移动终端多样化推动数据需求几何级数级增长.....                              | 6  |
| 图 6 全球移动宽带总流量需求预测.....                                     | 6  |
| 图 7 全球手机用户数与全球手机月度人均流量情况(百万户，MB/月).....                    | 6  |
| 图 8 AT&T 移动用户带宽使用量的增长快速 .....                              | 7  |
| 图 9 中国 3G 手机用户发展预测 .....                                   | 7  |
| 图 10 在假定月户均流量下的国内 3G 手机总流量发展预测 .....                       | 7  |
| 图 11 有线无线最终的承载传输都在光通信网络 .....                              | 8  |
| 图 12 中电信 2009 年增长主要依靠宽带和相关的数据业务实现.....                     | 9  |
| 图 13 DT 欧洲业务数据业务成为新增长点 .....                               | 9  |
| 图 14 DT 美国业务数据业务表现突出 .....                                 | 9  |
| 图 15 光通信各子行业受益仍呈现结构分化特点.....                               | 15 |
| 表 1 FTTH 建设投资回报分析场景一（ARPU 每年下降 8%） .....                   | 10 |
| 表 2 FTTH 建设投资回报分析场景二（ARPU 每年下降 4%） .....                   | 11 |
| 表 3 FTTH 建设投资回报分析场景三（ARPU 每年下降 10%） .....                  | 11 |
| 表 4 带宽需求推动下的光网络总投资预测分析.....                                | 12 |
| 表 5 光通信投资支撑运营商业务投资回报测算场景一收入数据测算(宽带、移动 ARPU 均每年下降 6%) ..... | 13 |
| 表 6 光通信投资支撑运营商业务投资回报测算场景一 IRR 水平测算.....                    | 13 |
| 表 7 光通信投资支撑运营商业务投资回报测算场景二 IRR 水平测算.....                    | 13 |
| 表 8 光通信投资支撑运营商业务投资回报测算场景三 IRR 水平测算.....                    | 14 |
| 表 9 光通信领域受益标的概况.....                                       | 15 |

## 核心观点提示

从行业上下游所得出的光通信一季度平淡现象只会是阶段现象，不影响全年和未来高增长预期

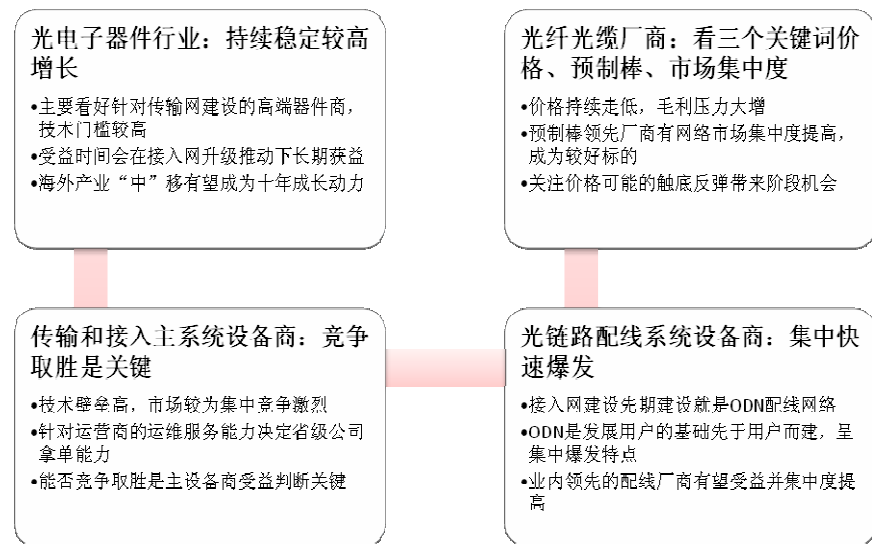
- 光通信行业 2011 年一季度的平淡只是电信运营商的投资阶段波动的影响所致，从 2010 年的情况来看二季度曾经出现过类似情况，单从全年业绩来看并无大碍
- 从运营内部来看集团决心一定，但各省公司思想仍待统一也是一季度投资平淡的主要因素，竞争的压力和对未来的布局必将推动最终的落实

带宽已经成为支撑运营商增长最核心的网络资源，加大光通信投资支撑带宽需求已经成为运营商的必然选择

- 运营商行业当前最大的增长模块就是宽带业务和移动数据业务，都是以带宽需求为主要特征的业务形态
- 从带宽需求测算来看，2015 年总带宽需求将呈现 7 倍左右的增长，对光通信网络的建设需求刻不容缓
- 支撑主要增长模块就必须加大力度建设光通信网络，这已是电信运营商必然选择

光通信行业作为电信投资内的结构性会，其本身内部也存在结构性机会

四个子行业呈现不同特征，决定了光通信行业内部机会的差异化，如下图分析：



# 一、有线和无线带宽需求并驾齐驱网络流量未来五年数倍增长

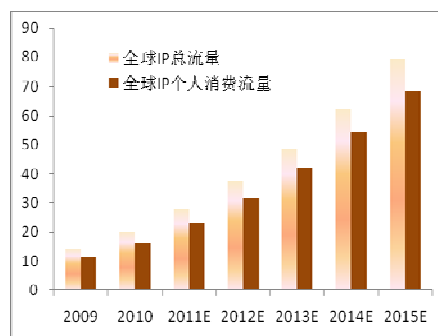
## 1、有线 IP 流量将随用户和应用需求数倍增长

全球 IP 总流量随着宽带接入用户的不断增长和应用层级的不断提高。工信部研究院的报告显示，截止 2010 年 Q1 全球宽带接入用户数已经达到了 4.85 亿，而全球宽带用户应用层级的不断提升推动单位用户流量需求同步不断提高（如图 1）。

全球 2000 年时 IP 总流量仅为 0.0733EB/月左右，而根据 Cisco 公司的研究数据，2009 年全球 IP 总流量达到了 14.34EB/月，增长近 200 倍。根据我们对全球宽带用户发展数量和月均用户使用流量的预测，我们预计，2015 年全球宽带 IP 总流量有望达到 79.3EB/月（如图 2）。

中国 2010 年底宽带接入用户总数为 1.26 亿，我们预计到 2015 年有望接入总数达到 2.1 亿左右（如图 3）。参照全球宽带人均流量，基于我们对中国宽带用户数据流量使用的假设，我们预计，2015 年国内 IP 总流量有望达到 11.39EB/月（如图 4），预计达到 2010 年 6.4 倍左右，再考虑到移动通信网络接入 IP 流量，总倍数有望达到 7.4 倍左右。

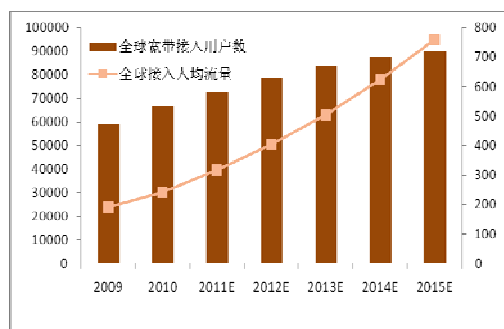
**图 1 全球 IP 总流量与个人消费流量发展预测**



单位：EB/月

资料来源：Cisco；ITU；东方证券研究所

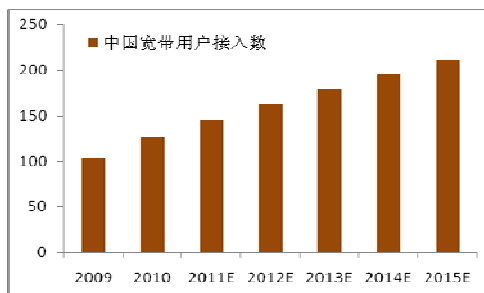
**图 2 全球宽带用户发展与月均流量使用预测**



单位：百万户，MB/月

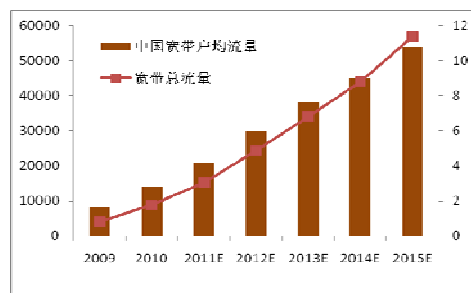
资料来源：Cisco；ITU；东方证券研究所

**图 3 中国宽带用户发展预测（百万户）**



资料来源：工信部；东方证券研究所

**图 4 假定月户均流量下的国内 IP 总流量发展**



单位：MB/月，EB/月

资料来源：东方证券研究所

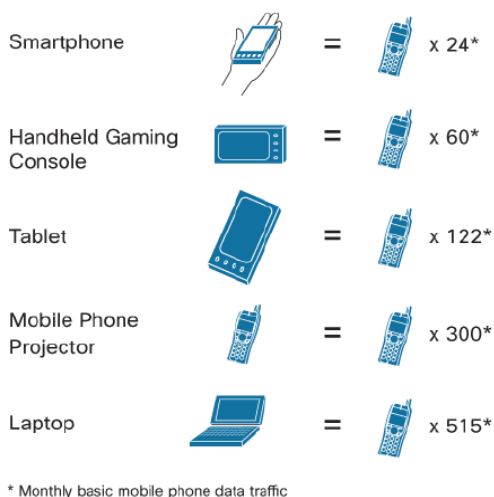
## 2、2015 年国内无线宽带流量有望超出当前 IP 网络总流量

无线通信网络随着新一代网络技术如 3G 和 LTE 的发展网络速率不断提升，同步来看移动通信终端的多样化从手机扩展到智能终端、手持游戏终端、平板电脑、手机投影仪、笔记本无线上网本等多种形式，带动了移动终端数据业务需求的几何级数级增长（如图 5 所示）。

全球移动通信网络流量需求有望在 2010-2020 年间呈现互联网自 2000 年以来相似的 IP 流量需求爆发轨迹。跟我们对全球手机用户总数和人月均流量需求的预测（如图 7），参考 Cisco 所发布的相关数据，我们预计全球移动网络数据流量在 2015 年有望达到 6.3EB/月（如图 6），呈现几乎每年翻倍的趋势。

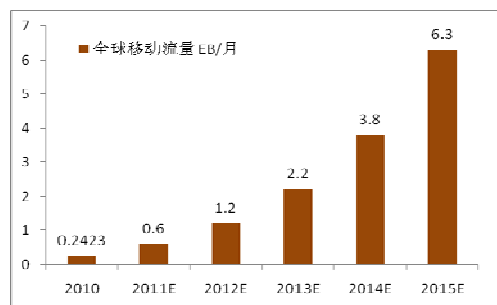
全球每智能手机平均流量 2009 年是 35M/月，到了 2010 年这个平均数据就到了 79M/月。而从全球各运营商的具体数据来看，美国 AT&T 公司在 2009 年移动网络的数据流量在当年增长了 200%（如图 8 所示）。其他地区运营商从当前具体数据来看，西欧地区每用户人均数据流量 44M/月，全球数据流量较高的韩国和日本则达到了 271M/月和 199M/月。我们认为，随着各种大容量带宽需求的移动终端如平板电脑等的出现，2015 年每用户月均流量有望达到千兆以上。

图 5 移动终端多样化推动数据需求几何级数级增长



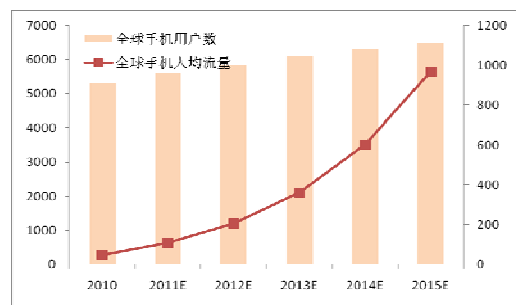
资料来源：Cisco

图 6 全球移动宽带总流量需求预测

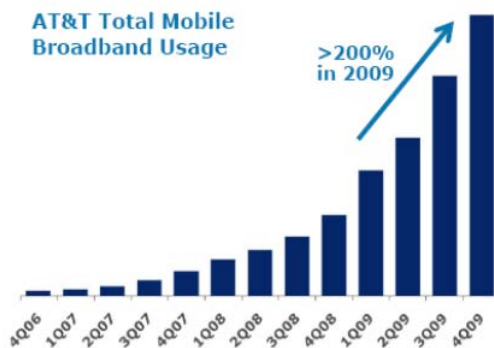


资料来源：Cisco, ITU, 东方证券研究所

图 7 全球手机用户数与全球手机月度人均流量情况(百万户, MB/月)



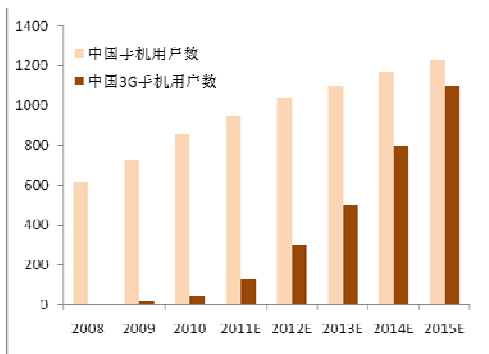
资料来源：Cisco, ITU, 东方证券研究所

**图 8 AT&T 移动用户带宽使用量的增长快速**


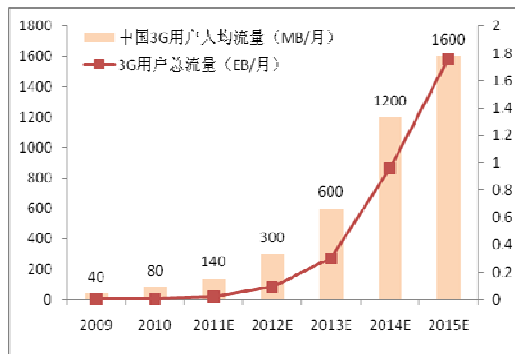
资料来源：GSA

从国内具体情况来看，国内手机用户在 2010 年底达到了 8.59 亿（如图 9），预计 2010 年中国手机人均流量在 20-30M 之间。根据我们对未来 3G 用户占比和预测和每用户月均使用网络流量的预测，预计到 2015 年中国移动网络产生的总流量将达到 1.845EB/月，根据我们在后续将要详细展示的模型中的测算，该数字将约等于 2010 年的基于固网的国内 IP 总流量预测 1.7688 亿（如图 10）。

我们认为，随着 3G、LTE 等带宽的不断提高，以及终端类型和终端对带宽需求的不断膨胀，国内移动通信流量在 2015 年有望等于当前的固网总流量，也就是说有必要再建一个当前的光通信传输网络和接入网络才能够支撑 2015 年的移动通信流量，若再考虑到固网宽带本身流量的数倍增长，光通信网络建设的需求不可限量。

**图 9 中国 3G 手机用户发展预测**


资料来源：工信部；东方证券研究所

**图 10 在假定月户均流量下的国内 3G 手机总流量发展预测**


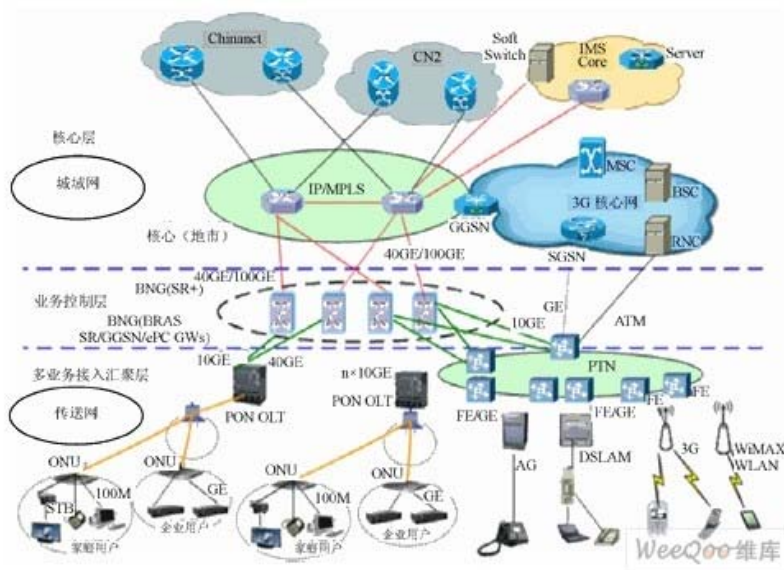
资料来源：东方证券研究所

### 3、有线无线都将最终承载在光网络推动建设需求

有线网络和无线网络的宽带流量最终都承载在以光通信网络为基础的骨干网、汇聚传输网、接入网上。如图 11 所示，无论是光纤接入宽带，还是通过移动通信基站接入的终端，最终的流量都必将通过光接入网、光链路的基站回传，然后到达汇聚层面通过光传输线路进行传输。

我们认为，由于光网络在全球通信网络中的基础地位，网络流量的数倍增长将推动光网络的不断升级建设，而光网络作为电信运营商业务体系的主要依托，其推进光通信网络的建设将是别无选择。

**图 11 有线无线最终的承载传输都在光通信网络**



资料来源：东方证券研究所

## 二、运营商着力高带宽需求业务别无选择

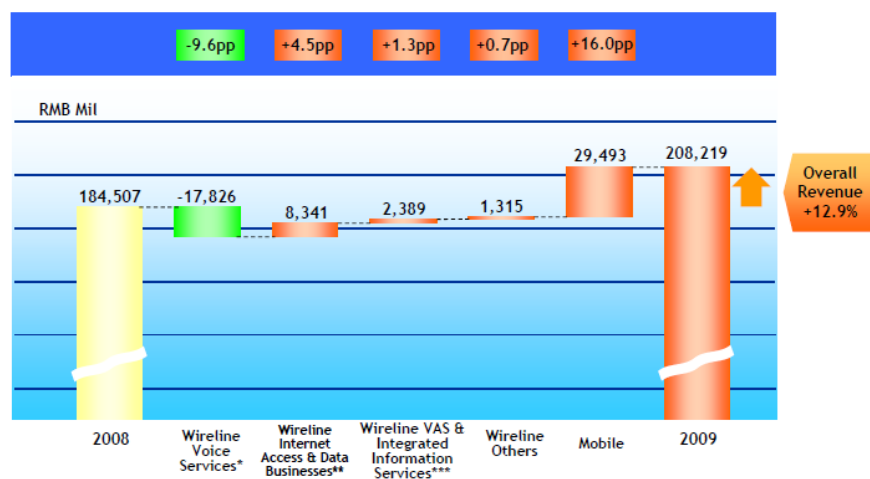
从当前全球运营商情况来看，增长点主要就在固网宽带接入业务和移动通信数据业务，高带宽成为支撑运营商主要增长点的唯一可行资源。

以中国电信 2009 年为例，其原有固网语音贡献负增长，传统固网业务中，贡献最大的业务模块为宽带业务，贡献 8341 百万人民币，其次就是移动通信业务贡献了较大增量（如图 12）。我们认为，固网运营商当前主要支撑就是宽带业务的增长，而宽带业务增长的最大依托也就是光网络建设。

而移动运营商的增长如果不考虑用户增减，又主要依靠数据业务，以德国电信 DT 的欧洲业务和美洲业务为例（如图 13、14），其德国业务在 2009Q2 到 2010Q2 总体增长为 4%，但占据其总营收比例为 10% 强的数据业务增长达到 29%，具体测算来看，营收增长中的 75% 都是依托数据业务，未来可能更为显著。而从其美洲移动业务的总 ARPU 和数据业务 ARPU 来看同样呈现这种趋势。

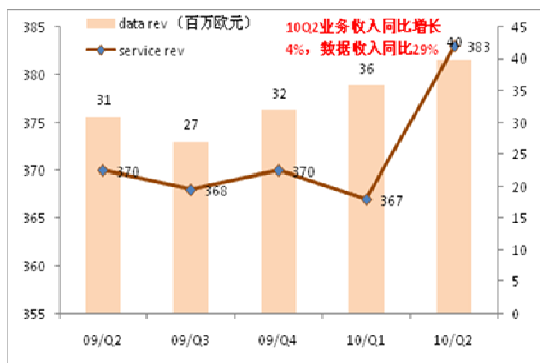
我们认为，固网宽带和移动网络数据业务已经成为运营商仅有的显著增长点，其基本特征就是对带宽提高的不断提升需求，运营商着力高带宽业务别无选择，而这也意味着其对光通信投资别无选择。

图 12 中电信 2009 年增长主要依靠宽带和相关的业务实现



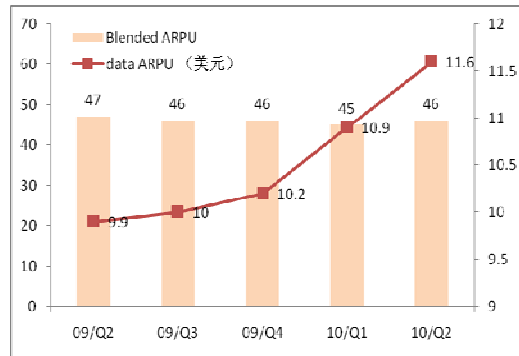
资料来源：中国电信；东方证券研究所

图 13 DT 欧洲业务数据业务成为新增长点



资料来源：东方证券研究所

图 14 DT 美国业务数据业务表现突出



资料来源：东方证券研究所

### 三、加大光通信投资“钱”景仍可观

光通信网络是运营商当前主要增长点的业务支撑所在，加大光通信投资对运营商来说仍然是“钱”景可观。我们以下依据对光纤入户建设和光通信总投资支撑固网和移动的测算总得出，光纤入户建设和光网络总投资建设对运营商来说都是有利可图，“钱”景可观。

#### 1 第一类测算：光纤到户投资收益测算结果：

我们分别假设宽带用户 ARPU 会每年下降 4%、8%、10%，测算下降比例的依据就是中国电信和中国联通的历史数据，根据中国电信公布的 2008-2009 年两年的宽带 ARPU，分别为 83.8 和 80.3，其下降幅度为 4.18%，中国联通 2008-2009 年分别为 63.6 和 57.2，下降幅度为 10%。但是总体来看联通的宽带用户较为低端且总数远小于电信，所以我们假设了上述三种场景。结果如下。

**十分保守假设每年 ARPU 下降 8%，IRR 高达 9.49%（如表 1）：**我们对电信的光纤入户建设进行测算，以电信 2011 年建设 3000 万线光纤到户为假设，相关数据假设如表 1 所示，同时十分保守的假设光纤入户 ARPU 从 2011 年的 110 元每年下降 8%，测算 IRR 高达 9.49%。而实际来看，电信的宽带 ARPU 下降比例在光纤到户推动下实际是上升的。

**表 1 FTTH 建设投资回报分析场景一（ARPU 每年下降 8%）**

| 单位     | 项目    | 2010    | 2011E   | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 备用倍数   |
|--------|-------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 百万线    | 投资规模  | 10      | 30      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
|        | 累计规模  | 10      | 40      | 40    | 40    | 40    | 40    |        |
| 元      | 每线价格  | 1300    | 1200    |       |       |       |       | 0.94   |
| 百万元    | 投资规模  | 13000   | 36000   | 0     | 0     | 0     | 0     |        |
|        | 运维投入  |         | 1440    | 2880  | 4320  | 6480  | 7200  |        |
| 百万线    | 用户发展数 | 4       | 8       | 16    | 24    | 36    | 40    |        |
| 元      | ARPU  | 120     | 110     | 102   | 93    | 86    | 79    | 0.92   |
| 百万元    | 收入规模  | 2880    | 7949    | 14626 | 22426 | 30948 | 36065 |        |
|        |       | 后续价值    |         |       |       |       |       |        |
|        |       | -10120  | -29491  | 11746 | 18106 | 24468 | 28865 | 151858 |
| IRR 水平 | 9.49% |         |         |       |       |       |       |        |
|        | 年份    | 0       | 1       | 2     | 3     | 4     | 5     |        |
|        | 折现系数  | 1.000   | 0.616   | 0.380 | 0.234 | 0.144 | 0.089 | 0.089  |
|        |       | (10120) | (18175) | 4461  | 4238  | 3530  | 2566  | 13500  |
| 现值目标   | -0.00 |         |         |       |       |       |       |        |

资料来源：东方证券研究所

**较为乐观估计每年 ARPU 下降 4%，则 IRR 高达 21.17%（如表二所示）。**这种情况本身也并非非常乐观，其情况接近于电信本身，但总体收益率却高达 21.17%。

**较为悲观估计每年 ARPU 下降 10%，则 IRR 高达 5.79%（如表三所示）。**这种情况类似联通的发展，低端用户且 ARPU 快速下降，而 FTTH 本身发展的都是高端用户，所以此种悲观场景较难出现，但其 IRR 仍然达到 5.79%，可以认为盈亏平衡。

表 2 FTTH 建设投资回报分析场景二（ARPU 每年下降 4%）

| 单位     | 项目     | 2010    | 2011E   | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 备用倍数   |
|--------|--------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 百万线    | 投资力度   | 10      | 30      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
|        | 累计力度   | 10      | 40      | 40    | 40    | 40    | 40    |        |
| 元      | 每线价格   | 1300    | 1200    |       |       |       |       | 0.94   |
| 百万元    | 投资规模   | 13000   | 36000   | 0     | 0     | 0     | 0     |        |
|        | 运维投入   |         | 1440    | 2880  | 4320  | 6480  | 7200  |        |
| 百万线    | 用户发展数  | 4       | 8       | 16    | 24    | 36    | 40    |        |
| 元      | ARPU   | 120     | 115     | 111   | 106   | 102   | 98    | 0.96   |
| 百万元    | 收入规模   | 2880    | 8294    | 15925 | 25480 | 36692 | 44617 |        |
|        |        | 后续价值    |         |       |       |       |       |        |
|        |        | -10120  | -29146  | 13045 | 21160 | 30212 | 37417 | 117997 |
| IRR 水平 | 21.17% |         |         |       |       |       |       |        |
|        | 年份     | 0       | 1       | 2     | 3     | 4     | 5     |        |
|        | 折现系数   |         | 0.616   |       |       |       |       | 0.089  |
|        |        | (10120) | (17962) | 4955  | 4953  | 4358  | 3326  | 10490  |
| 现值目标设  | 0.00   |         |         |       |       |       |       |        |

资料来源：东方证券研究所

表 3 FTTH 建设投资回报分析场景三（ARPU 每年下降 10%）

| 单位     | 项目    | 2010    | 2011E   | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 备用倍数   |
|--------|-------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 百万线    | 投资力度  | 10      | 30      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
|        | 累计力度  | 10      | 40      | 40    | 40    | 40    | 40    |        |
| 元      | 每线价格  | 1300    | 1200    |       |       |       |       | 0.94   |
| 百万元    | 投资规模  | 13000   | 36000   | 0     | 0     | 0     | 0     |        |
|        | 运维投入  |         | 1440    | 2880  | 4320  | 6480  | 7200  |        |
| 百万线    | 用户发展数 | 4       | 8       | 16    | 24    | 36    | 40    |        |
| 元      | ARPU  | 120     | 108     | 97    | 87    | 79    | 71    | 0.9    |
| 百万元    | 收入规模  | 2880    | 7776    | 13997 | 20995 | 28344 | 32312 |        |
|        |       | 后续价值    |         |       |       |       |       |        |
|        |       | -10120  | -29664  | 11117 | 16675 | 21864 | 25112 | 167490 |
| IRR 水平 | 5.79% |         |         |       |       |       |       |        |
|        | 年份    | 0       | 1       | 2     | 3     | 4     | 5     |        |
|        | 折现系数  |         | 0.616   |       |       |       |       | 0.089  |
|        |       | (10120) | (18281) | 4222  | 3903  | 3154  | 2232  | 14890  |
| 现值目标设  | 0.00  |         |         |       |       |       |       |        |

资料来源：东方证券研究所

## 2 第二类测算：光网络总投资综合支撑固网和移动宽带测算

我们测算光通信投资的国内投资预期需求的主要逻辑在于：

**首先预测 2010-2015 年国内 IP 流量增长趋势：**参照全球固网宽带和移动流量情况，结合国内的实际情况和发展趋势，对宽带用户、宽带人均流量、移动用户（3G）用户、移动用户人均流量趋势进行预测，获得国内 IP 总流量的发展趋势

再次预测国内光纤线路对流量的单位支撑量,以单位支撑量较稳定为依据预测未来可能投资增长比例: 确保投资比例保障单位承载量合理增长。

参照前几年投资情况,考虑技术进步因素推到光通信投资需求,并最终按照前几年数据比例推出纯设备投资比例。

表 4 带宽需求推动下的光网络总投资预测分析

| 区域 | 单位     | 项目           | 2000   | 2008   | 2009    | 2010   | 2011E  | 2012E   | 2013E  | 2014E   | 2015E  |
|----|--------|--------------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 全球 | EB/月   | 全球 IP 总流量    | 0.0733 |        | 14.34   | 19.92  | 27.82  | 37.35   | 48.75  | 62.41   | 79.3   |
|    | EB/月   | 全球移动流量       |        |        |         | 0.2423 | 0.6    | 1.2     | 2.2    | 3.8     | 6.3    |
|    | EB/月   | 全球 IP 个人消费流量 |        |        | 11.33   | 16.15  | 23.19  | 31.78   | 42.11  | 54.49   | 68.4   |
|    | 百万户    | 全球宽带接入用户数    |        | 411    | 473     | 533    | 583    | 628     | 668    | 698     | 720    |
|    | 百万人    | 全球手机用户数      |        |        |         | 5300   | 5600   | 5850    | 6100   | 6300    | 6500   |
|    | M/月    | 全球接入人均流量     |        |        | 23954   | 30294  | 39783  | 50609   | 63034  | 78070   | 95000  |
|    | M/月    | 全球手机人均流量     |        |        |         | 45.72  | 107.14 | 205.13  | 360.66 | 603.17  | 969.23 |
|    | 百万户    | 中国宽带用户接入数    |        | 83.42  | 103.226 | 126.34 | 145.34 | 162.84  | 179.84 | 195.84  | 210.84 |
|    | 百万人    | 中国手机用户数      |        | 618.52 | 725.96  | 859    | 947.64 | 1037.64 | 1100   | 1170    | 1230   |
|    | 百万人    | 中国 3G 用户数    |        | 0      | 18.08   | 47.05  | 130    | 300     | 500    | 800     | 1100   |
| 中国 | M/月    | 中国宽带人均流量     | 假设数据   | 3000   | 8000    | 14000  | 21000  | 30000   | 38000  | 45000   | 54000  |
|    | M/月    | 中国手机人均流量     | 假设数据   | 20     | 25      | 30     | 35     | 60      | 300    | 1000    | 1500   |
|    | M/月    | 中国 3G 用户人均流量 | 假设数据   | 0      | 40      | 80     | 140    | 300     | 600    | 1200    | 1600   |
|    | EB/月   | 宽带总流量        | 0.2503 | 0.8258 | 1.7688  | 3.0521 | 4.8852 | 6.8339  | 8.8128 | 11.3854 |        |
|    | EB/月   | 手机总流量        | 0.0124 | 0.0181 | 0.0258  | 0.0332 | 0.0623 | 0.3300  | 1.1700 | 1.8450  |        |
|    | EB/月   | 3G 用户总流量     | 0.0000 | 0.0007 | 0.0038  | 0.0182 | 0.0900 | 0.3000  | 0.9600 | 1.7600  |        |
|    | 千公里    | 年度光缆线路总量     |        | 6780   | 8270    | 9950   | 12500  | 15500   | 18500  | 20500   | 22500  |
|    | 千公里    | 年建设量         |        |        | 1490    | 1680   | 2550   | 3000    | 3000   | 2000    | 2000   |
|    | G/公里每月 | 光纤线路均承载量     |        | 36.91  | 99.86   | 177.76 | 244.17 | 315.17  | 369.40 | 429.89  | 506.02 |
|    |        | 单位承载量增速      |        |        | 170.53% | 78.02% | 37.36% | 29.08%  | 17.21% | 16.38%  | 17.71% |
|    | 千公里    | 技术进步因子提升     |        |        | 1       | 1      | 1.1    | 1.1     | 1.05   | 1.05    | 1      |
|    | 千公里    | 线路未来需求建设量    |        |        | 1490    | 1680   | 2318   | 2727    | 2857   | 1905    | 2000   |
|    | 百万     | 光通信 CAPEX    |        | 81974  | 101983  | 124740 | 172125 | 202500  | 212143 | 141429  | 148500 |
|    |        | 设备占比情况假设     | 比例验证   | 30.86% | 33.93%  | 34%    | 35%    | 36%     | 33%    | 33%     | 33%    |
|    | 百万元    | 设备投资         |        | 25300  | 34600   | 42412  | 60244  | 72900   | 70007  | 46671   | 49005  |
|    |        | 投资增速         |        |        | 36.76%  | 22.58% | 42.05% | 21.01%  | -3.97% | -33.33% | 5.00%  |

资料来源: 东方证券研究所

根据我们对整个网络流量需求、光通信投资需求的测算,在假定相应的移动通信投资需求的背景下,根据移动通信收入情况、宽带收入情况、以及业务运维费用,测算投资 IRR 水平。

中性测算场景一, 宽带和移动 ARPU 均年下降 6%, IRR 高达 17.11%。

**表 5 光通信投资支撑运营业务投资回报测算场景一—收入数据测算(宽带、移动 ARPU 均每年下降 6%)**

|              | 单位  | 2008   | 2009   | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   | 2014E   | 2015E     | 备用倍数 |
|--------------|-----|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|------|
| 宽带用户数        | 百万户 | 83.42  | 103.23 | 126.34  | 145.34  | 162.84  | 179.84  | 195.84  | 210.84    |      |
| 宽带用户 ARPU    | 元   | 75.72  | 71.06  | 66.80   | 62.79   | 59.02   | 55.48   | 52.15   | 49.02     | 0.94 |
| 宽带用户收入       | 百万元 | 6,317  | 7,335  | 8,439   | 9,126   | 9,611   | 9,978   | 10,213  | 10,336    |      |
| 宽带年收入        | 百万元 | 75,799 | 88,023 | 101,269 | 109,508 | 115,332 | 119,730 | 122,560 | 124,030   |      |
| 3G 移动终端用户数   | 百万人 | 0      | 18.08  | 47.05   | 110     | 300     | 500     | 800     | 1100      |      |
| 人均月度收入       | 元   |        |        |         | 120     | 112.80  | 106.03  | 99.67   | 93.69     | 0.94 |
| 3G 移动智能用户年收入 | 百万元 |        |        |         | 113,076 | 277,488 | 508,954 | 777,427 | 1,068,065 |      |

资料来源：东方证券研究所

**表 6 光通信投资支撑运营业务投资回报测算场景一 IRR 水平测算**

| 单位     |        | 2010     | 2011E    | 2012E    | 2013E   | 2014E   | 2015E   | 永续价值    |
|--------|--------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 投资流    | 存量投资   |          |          |          |         |         |         |         |
| 百万元    | 光通信投入量 | -360000  | -172125  | -202500  | -212143 | -141429 | -148500 |         |
| 百万元    | 移动投入量  | -600000  | -180000  | -250000  | -250000 | -200000 | -180000 |         |
| 百万元    | 移动运维   |          | -28230   | -76440   | -171000 | -276000 | -432000 |         |
| 百万元    | 宽带运维   |          | -52322   | -58622   | -64742  | -70502  | -75902  |         |
| 收入流    |        |          |          |          |         |         |         |         |
| 百万元    | 宽带收入   |          | 109508   | 115332   | 119730  | 122560  | 124030  |         |
| 百万元    | 智能移动收入 |          | 113076   | 277488   | 508954  | 777427  | 1068065 |         |
|        |        | (960000) | (210093) | (194742) | (69201) | 212055  | 355692  | 2313196 |
| IRR 水平 | 17.11% |          |          |          |         |         |         |         |
| g      | 1.50%  |          |          |          |         |         |         |         |
|        | 年份     | 0        | 1        | 2        | 3       | 4       | 5       |         |
|        | 折现系数   | 1.000    | 0.854    | 0.729    | 0.623   | 0.532   | 0.454   | 0.454   |
|        |        | (960000) | (179402) | (142001) | (43089) | 112749  | 161493  | 1050250 |
| 现值目标设定 | 0.00   |          |          |          |         |         |         |         |

资料来源：东方证券研究所

**悲观测算场景二，宽带和移动 ARPU 均年下降 10%，IRR 高达 9.42%。**我们认为，宽带和移动 ARPU 每年均下降 10%属于非常悲观的情形，从三大运营商情况来看也是非常悲观。在这种情况下，仍然有 9.42%的 IRR，运营商投资光通信“钱”景乐观。

**表 7 光通信投资支撑运营业务投资回报测算场景二 IRR 水平测算**

| 单位     |        | 2010     | 2011E    | 2012E    | 2013E    | 2014E   | 2015E   | 永续价值    |
|--------|--------|----------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|
| 投资流    | 存量投资   |          |          |          |          |         |         |         |
| 百万元    | 光通信投入量 | -360000  | -172125  | -202500  | -212143  | -141429 | -148500 |         |
| 百万元    | 移动投入量  | -600000  | -180000  | -250000  | -250000  | -200000 | -180000 |         |
| 百万元    | 移动运维   |          | -28230   | -76440   | -171000  | -276000 | -432000 |         |
| 百万元    | 宽带运维   |          | -52322   | -58622   | -64742   | -70502  | -75902  |         |
| 收入流    |        |          |          |          |          |         |         |         |
| 百万元    | 宽带收入   |          | 100387   | 101227   | 100615   | 98610   | 95546   |         |
| 百万元    | 智能移动收入 |          | 113076   | 265680   | 466560   | 682344  | 897545  |         |
|        |        | (960000) | (219215) | (220656) | (130710) | 93023   | 156689  | 2007344 |
| IRR 水平 | 9.42%  |          |          |          |          |         |         |         |
| g      | 1.50%  |          |          |          |          |         |         |         |
|        | 年份     | 0        | 1        | 2        | 3        | 4       | 5       |         |
|        | 折现系数   | 1.000    | 0.914    | 0.835    | 0.763    | 0.698   | 0.637   | 0.637   |
|        |        | (960000) | (200337) | (184289) | (99767)  | 64887   | 99884   | 1279621 |
| 现值目标设定 | 0.00   |          |          |          |          |         |         |         |

资料来源：东方证券研究所

乐观测算场景三，宽带和移动 ARPU 均年下降 4%，IRR 高达 20.69%。

表 8 光通信投资支撑运营商业投资回报测算场景三 IRR 水平测算

| 单位     |        | 2010     | 2011E    | 2012E    | 2013E   | 2014E   | 2015E   | 永续价值    |
|--------|--------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 投资流    | 存量投资   |          |          |          |         |         |         |         |
| 百万元    | 光通信投入量 | -360000  | -172125  | -202500  | -212143 | -141429 | -148500 |         |
| 百万元    | 移动投入量  | -600000  | -180000  | -250000  | -250000 | -200000 | -180000 |         |
| 百万元    | 移动运维   |          | -28230   | -76440   | -171000 | -276000 | -432000 |         |
| 百万元    | 宽带运维   |          | -52322   | -58622   | -64742  | -70502  | -75902  |         |
| 收入流    |        |          |          |          |         |         |         |         |
| 百万元    | 宽带收入   |          | 114218   | 122852   | 130250  | 136165  | 140730  |         |
| 百万元    | 智能移动收入 |          | 113076   | 283392   | 530842  | 828113  | 1161906 |         |
|        |        | (960000) | (205384) | (181319) | (36794) | 276346  | 466234  | 2466320 |
| IRR 水平 | 20.69% |          |          |          |         |         |         |         |
| g      | 1.50%  |          |          |          |         |         |         |         |
|        | 年份     | 0        | 1        | 2        | 3       | 4       | 5       |         |
|        | 折现系数   | 1.000    | 0.829    | 0.687    | 0.569   | 0.471   | 0.391   | 0.391   |
|        |        | (960000) | (170178) | (124485) | (20931) | 130258  | 182092  | 963244  |
| 现值目标设定 | 0.00   |          |          |          |         |         |         |         |

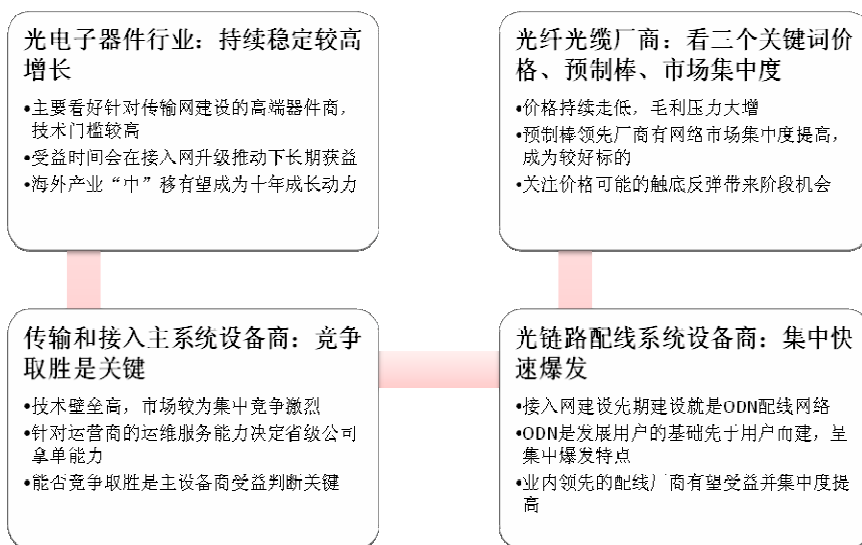
资料来源：东方证券研究所

## 四、光通信领域投资标的分析

### 1、光通信领域内部仍然结构分化

近年来光通信领域的投资主要体现为接入网的建设，我们认为，结合光通信几个子领域市场竞争格局的特征，仍然将体现不同的结构性机会。

图 15 光通信各子行业受益仍呈现结构分化特点



资料来源：东方证券研究所

### 2、光通信领域受益标的概况

光通信行业四个子行业、主系统设备、光电子器件、光纤光缆、光配线设备相关受益标的概况如下。

表 9 光通信领域受益相关公司概况

| 所属子行业          | 个股             | 地区      | 业务规模与基本情况                                          |
|----------------|----------------|---------|----------------------------------------------------|
| 主系统设备（包括接入网设备） | 中兴通讯<br>000063 | 广东深圳    | 预计 2010 年营收规模 700 亿，业务主要为光通信与数据网络设备、移动通信设备、通信终端设备等 |
|                | 烽火通信<br>600498 | 湖北武汉    | 预计 2010 年营收规模 60 亿，业务主要为光通信主设备包括骨干网设备和接入网设备，以及光纤光缆 |
| 光电子器件（主系统设备上游） | 光迅科技<br>002281 | 湖北武汉    | 预计 2010 年营业收入规模 9 亿，业务主要为骨干传输网设备所需的光电子器件           |
|                | 华工科技<br>000988 | 湖北武汉    | 主要业务为激光机械、光电子器件、敏感元器件、RFID 标签应用等                   |
|                | 昂纳光通信          | 0877.HK | 和光迅类似                                              |

|                                      |                |      |                                                               |
|--------------------------------------|----------------|------|---------------------------------------------------------------|
|                                      |                | 广东深圳 |                                                               |
| 光纤光缆                                 | 烽火通信<br>600498 | 湖北武汉 | 同上                                                            |
|                                      | 亨通光电<br>600487 | 江苏苏州 | 2010 年预计营收规模 23 亿，主要为光纤光缆产品，定增收购完成后电缆也将成为主要业务；预制棒项目在发展中       |
|                                      | 中天科技<br>600522 | 江苏南通 | 2010 年预计营业总收入 45 亿，主要为光纤光缆和电力电缆；预制棒项目在发展中                     |
|                                      | 通鼎光电<br>002491 | 江苏吴江 | 主要产品为光纤光缆                                                     |
|                                      | 永鼎股份<br>600105 | 江苏吴江 | 主要产品为光纤光缆                                                     |
| 光配线设备<br>(光网络链接中需<br>要用到的物理连接<br>设备) | 日海通信<br>002313 | 广东深圳 | 2010 年预计营业收入 9 亿左右，占国内配线市场 10%，未国内龙头企业                        |
|                                      | 新海宜<br>002089  | 江苏苏州 | 2010 年预计营业收入 6 亿左右，占据国内配线市场比例 5%左右，另有软件业务和视频监控、增值服务流量监控设备等新业务 |

资料来源：wind;东方证券研究所

## 五、风险提示

**投资落实风险：**在电信运营商收入增速下降的背景下，投资能否如带宽所需的力度加快存在风险，但从带宽需求、运营商作为信息网络基础设施建设社会责任所在来看，投资落实仍然会有较大的确定性；

**竞争风险：**在光通信各个领域竞争都较为剧烈，特别是在运营商在所有领域都开始集采的背景下，价格下降趋势显著，成为影响行业业绩的重要因素；

**技术风险：**在接入网领域仍然存在不同的接入标准，对未来技术路线的判断很关键；又如在光电子器件领域享受产业中移的重要基础就是产品技术层次要升级上去。

## 海外业务高增长，毛利率稳中有升

## 事件：

中兴通讯公布 2010 年年报，公司实现营业收入 702.64 亿元人民币，同比增长 16.58%，实现归属于母公司股东的净利润 32.50 亿元人民币，同比增长 32.22%，全面摊薄每股收益为 1.13 元人民币。

2010 年度的分配预案为：每 10 股转增 2 股，每 10 股派发人民币 3 元现金（含税）。

## 研究结论：

- **2010 年国际业务是亮点。**2010 年，公司国际业务继续保持稳健发展，国际市场实现营业收入 380.66 亿元人民币，同比增长 27.45%，高于公司 16.58% 的平均增速，其收入占整体营业收入的比重达 54.18%。海外业务主要系运营商网络产品的突破以及终端产品的快速上量。
- **终端产品毛利率下滑换来运营商网络业务的毛利率增加，总体毛利率小幅上升。**虽然公司终端产品毛利率下滑 5.88 个百分点，但是通过终端产品与运营商建立了良好的客户关系，使得设备产品毛利率增加 3.55 个百分点，从而使得整体毛利率有 0.03 个百分点的小幅上升。
- **终端业务将继续保持高增长态势。**公司终端收入增长较快，去年整体终端增长 37.15%，国内增长约为 50%，海外增长约为 32%，预计随着公司手机业务在国内进一步的推开，以及海外如印度等新兴市场 3G 业务对终端的需求，公司终端业务将继续保持高增长的态势。
- **中兴通讯股价的其他催化剂：中移动 GSM 网络 200 万载的招标和印度市场的启动。**中国移动集团于 2 月份启动了近 200 万载的 GSM 设备集采招标，预计这是一个两百亿级别的大市场（<http://www.donews.com/tele/201103/385035.shtm>）。中兴在移动 2G 市场的占比不高，但在 TD 市场的带动下，中兴在移动 2G 市场的份额有望提升，预计中兴在移动此次 GSM 招标份额有可能从之前 10% 不到一举达到 20%。印度市场方面，2009 年，印度市场占中兴的收入份额达到 8% 左右，预计随着贸易战阴霾散去，中兴在印度市场的收入有望达到 10 亿美元以上。
- 我们预测，中兴通讯 2011—2013 年的 EPS 分别为 1.45、1.87 和 2.42 元。我们给予公司 11 年 25—30 倍 PE 的估值水平，目标价 40 元，维持公司买入评级！

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

## 周军

通信行业资深分析师  
63325888 × 6127  
zhoujun@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860210060004

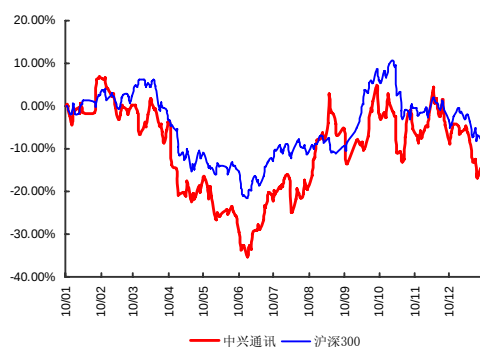
## 联系人

张杰伟  
通信行业分析师  
18601712550  
zhangjiawei@orientsec.com.cn

## 投资评级 买入 增持 中性 减持（维持）

股价（2011 年 3 月 17 日） 32.10 元  
目标价格 40.00 元  
总股本（万股） 286,673.200  
国家/地区 中国  
行业 通信设备  
报告发布日期 2011 年 3 月 18 日

## 股价表现



## 财务预测（单位：百万元）

|        | 2010A  | 2011E  | 2012E   | 2013E   |
|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入   | 70,264 | 84,096 | 105,215 | 131,518 |
| 利润总额   | 4,360  | 5,560  | 7,209   | 9,324   |
| 净利润    | 3,476  | 4,433  | 5,748   | 7,435   |
| EBITDA | 4,564  | 5,629  | 7,466   | 9,890   |
| EPS（元） | 1.13   | 1.45   | 1.87    | 2.42    |
| 每股经营现金 | 0.33   | 1.79   | 1.73    | 2.26    |
| 每股净资产  | 8.06   | 9.02   | 10.28   | 11.90   |
| 净资产收益率 | 14.07% | 16.02% | 18.23%  | 20.37%  |
| P/E（倍） | 28     | 22     | 17      | 13      |
| P/B（倍） | 3.98   | 3.56   | 3.12    | 2.70    |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 相关研究报告

竞争格局与市场机遇有望驱动高速增长 2011.01.13  
利比亚局势影响较小，关注印度和中移动 2011.02.24  
市场的突破

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表（百万元）     |              |              |               |               | 利润表（百万元）          |               |               |               |               |
|----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                | 2010A        | 2011E        | 2012E         | 2013E         |                   | 2010A         | 2011E         | 2012E         | 2013E         |
| 货币资金           | 15383        | 18412        | 23035         | 28794         | 营业收入              | 70264         | 84096         | 105215        | 131518        |
| 交易性金融资产        | 123          | 123          | 123           | 123           | 营业成本              | 47335         | 55988         | 69453         | 86408         |
| 应收账款           | 18954        | 22685        | 28382         | 35477         | 毛利                | 22929         | 28109         | 35762         | 45111         |
| 存货             | 12104        | 14312        | 17750         | 22081         | %营业收入             | 32.6%         | 33.4%         | 34.0%         | 34.3%         |
| 预付账款           | 450          | 532          | 659           | 820           | 营业税金及附加           | 1149          | 1375          | 1721          | 2151          |
| 其他流动资产         | 17225        | 19994        | 24866         | 30859         | %营业收入             | 1.6%          | 1.6%          | 1.6%          | 1.6%          |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>65528</b> | <b>77601</b> | <b>96747</b>  | <b>120569</b> | 销售费用              | 8755          | 10302         | 12889         | 16111         |
| 可供出售金融资产       | 343          | 343          | 343           | 343           | %营业收入             | 12.5%         | 12.3%         | 12.3%         | 12.3%         |
| 持有至到期投资        | 0            | 0            | 0             | 0             | 管理费用              | 9502          | 10890         | 13467         | 16598         |
| 长期股权投资         | 918          | 932          | 946           | 959           | %营业收入             | 13.5%         | 13.0%         | 12.8%         | 12.6%         |
| 投资性房地产         | 0            | 0            | 0             | 0             | 财务费用              | 1198          | 851           | 865           | 973           |
| 固定资产合计         | 7670         | 8829         | 10339         | 12304         | %营业收入             | 1.7%          | 1.0%          | 0.8%          | 0.7%          |
| 无形资产           | 891          | 847          | 804           | 764           | 资产减值损失            | 315           | 914           | 1396          | 1739          |
| 商誉             | 0            | 0            | 0             | 0             | 公允价值变动收益          | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 递延所得税资产        | 655          | 185          | 283           | 352           | 投资收益              | 497           | 14            | 14            | 14            |
| 其他非流动资产        | 8147         | 8147         | 8147          | 8147          | <b>营业利润</b>       | <b>2506</b>   | <b>3789</b>   | <b>5438</b>   | <b>7554</b>   |
| <b>资产总计</b>    | <b>84152</b> | <b>96884</b> | <b>117608</b> | <b>143439</b> | %营业收入             | 3.6%          | 4.5%          | 5.2%          | 5.7%          |
| 短期贷款           | 6715         | 8625         | 13072         | 21684         | 营业外收支             | 1771          | 1771          | 1771          | 1771          |
| 应付款项           | 25498        | 30150        | 37393         | 46515         | <b>利润总额</b>       | <b>4360</b>   | <b>5560</b>   | <b>7209</b>   | <b>9324</b>   |
| 预收账款           | 2745         | 3285         | 4110          | 5137          | %营业收入             | 6.2%          | 6.6%          | 6.9%          | 7.1%          |
| 应付职工薪酬         | 3098         | 3663         | 4543          | 5652          | 所得税费用             | 884           | 1127          | 1461          | 1890          |
| 应交税费           | -321         | -396         | -503          | -639          | 净利润               | 3476          | 4433          | 5748          | 7435          |
| 其他流动负债         | 10480        | 12328        | 15302         | 19022         | <b>归属于母公司所有者</b>  | <b>3250.2</b> | <b>4144.6</b> | <b>5373.5</b> | <b>6950.8</b> |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>48214</b> | <b>57655</b> | <b>73916</b>  | <b>97371</b>  | <b>的净利润</b>       |               |               |               |               |
| 长期借款           | 1719         | 2034         | 2523          | 3139          | 少数股东损益            | 226           | 288           | 374           | 484           |
| 应付债券           | 4000         | 4000         | 4000          | 619           | <b>EPS（元/股）</b>   | <b>1.13</b>   | <b>1.45</b>   | <b>1.87</b>   | <b>2.42</b>   |
| 递延所得税负债        | 89           | 0            | 0             | 0             | <b>现金流量表（百万元）</b> |               |               |               |               |
| 其他非流动负债        | 5168         | 5168         | 5168          | 5168          |                   | 2010A         | 2011E         | 2012E         | 2013E         |
| <b>负债合计</b>    | <b>59190</b> | <b>68856</b> | <b>85607</b>  | <b>106296</b> | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>942</b>    | <b>5126</b>   | <b>4956</b>   | <b>6467</b>   |
| 归属于母公司所有者      | 23094        | 25871        | 29471         | 34128         | 取得投资收益收回现金        | 17            | 0             | 0             | 0             |
| 权益             |              |              |               |               | 长期股权投资            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 少数股东权益         | 1868         | 2157         | 2531          | 3014          | 无形资产投资            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>股东权益</b>    | <b>24962</b> | <b>28027</b> | <b>32002</b>  | <b>37142</b>  | 固定资产投资            | -3038         | -2102         | -2630         | -3288         |
| <b>负债及股东权益</b> | <b>84152</b> | <b>96884</b> | <b>117608</b> | <b>143439</b> | 其他                | -75           | 0             | 0             | 0             |
| <b>基本指标</b>    |              |              |               |               | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-3113</b>  | <b>-2102</b>  | <b>-2630</b>  | <b>-3288</b>  |
| EPS            | 1.134        | 1.446        | 1.874         | 2.425         | 债券融资              | 0             | 0             | 0             | -3381         |
| BVPS           | 8.06         | 9.02         | 10.28         | 11.90         | 股权融资              | 3913          | 0             | 0             | 0             |
| PE             | 28.31        | 22.20        | 17.13         | 13.24         | 银行贷款增加（减少）        | 378           | 2224          | 4937          | 9227          |
| PEG            | 0.98         | 0.77         | 0.59          | 0.46          | 筹资成本              | 1253          | -2219         | -2638         | -3267         |
| PB             | 3.98         | 3.56         | 3.12          | 2.70          | 其他                | -2506         | 0             | 0             | 0             |
| EV/EBITDA      | 19.52        | 15.68        | 11.86         | 8.97          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>3038</b>   | <b>5</b>      | <b>2298</b>   | <b>2580</b>   |
| ROE            | 14.1%        | 16.0%        | 18.2%         | 20.4%         | <b>现金净流量</b>      | <b>867</b>    | <b>3028</b>   | <b>4624</b>   | <b>5759</b>   |

资料来源：东方证券研究所

## 业绩基本符合预期，长期稳定增长可期

## 事件说明

光迅科技公布 2010 年报，实现营收 9.14 亿，同比增长 25.17%，实现净利润 1.26 亿，同比增长 21.72%，实现 EPS 为 0.79 元。每 10 股派发现金红利 2.5 元。

## 研究观点

- **业绩基本符合市场预期。**业绩受研发投入加大的影响比我们之前预测值略有走低，但基本符合预期。
- **盈利能力仍然稳定可靠。**毛利率下降 3.33 个百分点主要受产品结构影响，各产品毛利率仍保持稳定。综合毛利率下降 3.33 个百分点，主要源自于：毛利率较低的无源器件产品增长迅速占比大幅提高但高毛利率的子系统产品受产能制约增长较慢推动下降略 1.9 个百分点，子系统产品毛利率从 40.62% 下降到 40.14% 影响总体毛利率略为 0.5 个百分点；其他类收入毛利大幅波动影响略 1 个百分点。但是从主要产品来看，盈利能力高的子系统类产品毛利率基本高位稳定，无源器件类产品毛利率从 13.7% 上升到 14.87%。**我们认为，公司各类产品盈利能力仍然稳定可靠。**
- **公司战略集中发展高端产品有望提升未来综合毛利率水平。**公司未来的发展战略更多的集中于中高端光电子器件的研发、设计、制造，将低端产品外包。随着今年光迅科技新产业基地按计划投入使用，有望解决光纤放大器等产品产能问题，加快实现公司的高端战略。我们认为，未来放大器等产品产能将能得到充分释放，推动公司综合毛利不断提升。
- **多因素推动公司长期稳定增长趋势。**公司光器件主要用于骨干传输网络。国内光通信接入网的不断升级，将推动骨干网在未来的持续升级需求，结合国家电网骨干网投资建设需求，本土光器件需求将持续高速增长。光器件产业“中”移目前仍在起步阶段，光迅作为国内领先的器件厂商占全球比例仅不到 3%，成本必将推动该产业大规模“中”移，未来持续增长动力有保障。我们认为，光迅科技是国内龙头企业，对比国内企业享有竞争优势，有望充分享受国内市场需求高企和产业“中”移的长期过程，看好其 5—10 年的持续较高增长。
- **投资建议：**我们预计公司 2011—2013 年 EPS 为 1.17、1.51、2.01 元。考虑到公司为光通信上游元器件行业，技术壁垒较高，参照电子元器件部分公司估值水平，按照 2011 年 EPS 的 40 倍估值，对应目标价 46.8 元，维持公司“买入”评级。
- **催化剂因素：**新基地投产运作、光通信政策利好和投资超预期。
- **风险提示：**技术风险、产业链下游强势风险。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

吴友文

通信行业高级分析师

63325888 × 6091

wuyouwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120025

周军

通信行业资深分析师

63325888 × 6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120007

投资评级 **买入 增持 中性 减持 (维持)**

股价 (2011 年 2 月 25 日) 46.07 元

目标价格 46.80 元

总股本/A 股 (亿股) 1.6

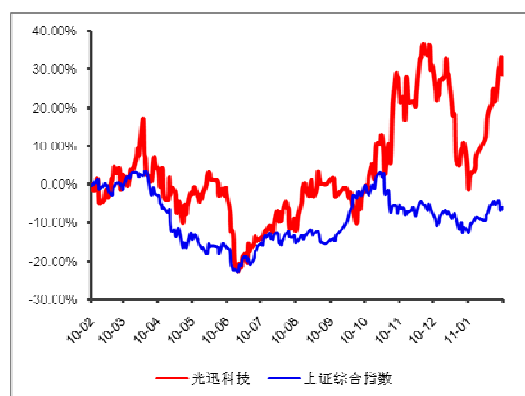
A 股市值 (亿元) 74.4

国家/地区 中国

行业 通信设备制造业

报告发布日期 2011 年 2 月 27 日

## 股价表现



资料来源：WIND

| 财务预测    | 单位：百万元 |        |        |        |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 财务预测    | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 营业总收入   | 914    | 1207   | 1585   | 2078   |
| 同比增长(%) | 25.17% | 32.03% | 31.31% | 31.10% |
| 净利润     | 127    | 187    | 241    | 321    |
| 同比增长    | 21.73% | 47.49% | 28.79% | 33.32% |
| EPS (元) | 0.79   | 1.17   | 1.51   | 2.01   |
| P/E (倍) | 58.7   | 39.8   | 30.9   | 23.2   |
| P/B (倍) | 7.2    | 6.1    | 5.2    | 4.4    |

## 相关报告

时间

激励方案凸显管理层对光通信未来信心 2010-12-03

**附图：光迅科技财务预测**

| 损益表            |       |       |       |       |       | 现金流量表           |        |        |        |        |        |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |                 | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 销售收入           | 730   | 914   | 1207  | 1585  | 2078  | 经营活动产生的现金流量     |        |        |        |        |        |
| 销售成本           | -503  | -657  | -871  | -1152 | -1514 | 净利润             | 104    | 127    | 187    | 241    | 321    |
| 销售利润           | 228   | 257   | 336   | 433   | 564   | 固定资产折旧          | 15     | 16     | 25     | 34     | 40     |
| 其他利润           | 0     | 0     | -1    | -1    | -2    | 财务费用            | 1      | -4     | 1      | 1      | 1      |
| 销售及管理费用        | -94   | -123  | -139  | -174  | -218  | 投资损失            | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| EBI TDA        | 133   | 134   | 196   | 257   | 344   | 存货的减少           | -75    | -147   | -85    | -155   | -123   |
| 折旧             | -14   | -14   | -23   | -32   | -37   | 经营性应收项目的减少      | -47    | 38     | -83    | -68    | -89    |
| 摊销             | -1    | -2    | -2    | -3    | -3    | 经营性应付项目的增加      | 79     | 3      | 56     | 65     | 83     |
| EBI T          | 118   | 119   | 172   | 223   | 304   | 其他流动资产项目的减少     | 11     | -27    | -12    | -1     | -2     |
| 利息收入           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 其他流动负债项目的增加     | 0      | 29     | -16    | 4      | 5      |
| 投资等营业外收入       | 4     | 22    | 42    | 52    | 62    | 经营活动产生的现金流量净额   | 88     | 34     | 74     | 121    | 237    |
| 财务费用           | -1    | 4     | -1    | -1    | -1    | 投资活动产生的现金流量     |        |        |        |        |        |
| 终止经营业务利润       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 投资收益            | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 税前利润           | 121   | 145   | 213   | 274   | 365   | 短期存款的净减少        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 所得税            | -17   | -18   | -26   | -33   | -44   | 长期投资净额的减少       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 少数股东损益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 固定资产净额(除折旧)的减少  | -23    | -146   | -125   | -124   | -96    |
| 净利润            | 104   | 127   | 187   | 241   | 321   | 无形及其他非流动资产的减少   | -2     | -13    | -14    | -18    | -23    |
| EPS(人民币)       | 0.65  | 0.79  | 1.17  | 1.51  | 2.01  | 投资活动产生的现金流量净额   | -24    | -159   | -139   | -141   | -119   |
| 每股派息           | 0.00  | 0.00  | 0.23  | 0.30  | 0.40  | 筹资活动产生的现金流量     |        |        |        |        |        |
|                |       |       |       |       |       | 短期借款的增加         | -24    | -8     | 0      | 0      | 0      |
|                |       |       |       |       |       | 一年内到期的非流动负债的增加  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
|                |       |       |       |       |       | 长期借款的增加         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
|                |       |       |       |       |       | 其他非流动负债项目的增加    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
|                |       |       |       |       |       | 减去：财务费用         | -1     | 4      | -1     | -1     | -1     |
|                |       |       |       |       |       | 减去：股利           | -33    | -41    | -37    | -48    | -64    |
|                |       |       |       |       |       | 减去：少数股东损益       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
|                |       |       |       |       |       | 普通股的增加          | 40     | 0      | 0      | 0      | 0      |
|                |       |       |       |       |       | 资本公积的增加         | 575    | 1      | 37     | 11     | 16     |
|                |       |       |       |       |       | 少数股东权益的增加       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
|                |       |       |       |       |       | 筹资活动产生的现金流量净额   | 510    | 1      | -23    | -37    | -48    |
|                |       |       |       |       |       | 期末现金及现金等价物余额    | 630    | 506    | 418    | 361    | 430    |
|                |       |       |       |       |       | 减：期初现金及现金等价物余额  | 56     | 630    | 506    | 418    | 361    |
|                |       |       |       |       |       | 现金及现金等价物净增加额(2) | 574    | -124   | -89    | -57    | 70     |
| 资产负债表          |       |       |       |       |       | 经营比率 (%)        |        |        |        |        |        |
|                | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |                 | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 资产             |       |       |       |       |       | 税前ROI C         | 25.4%  | 18.2%  | 18.9%  | 19.0%  | 22.1%  |
| 现金与现金等价物       | 630   | 506   | 418   | 361   | 430   | 经营利润率           | 13.0%  | 10.0%  | 10.9%  | 10.8%  | 18.1%  |
| 应收账款           | 139   | 116   | 181   | 238   | 312   | 毛利率             | 31.2%  | 28.1%  | 27.8%  | 27.3%  | 27.1%  |
| 其他应收账款         | 151   | 172   | 217   | 285   | 374   | SG&A/收入         | 12.9%  | 13.4%  | 11.5%  | 11.0%  | 10.5%  |
| 预付账款           | 32    | 18    | 35    | 47    | 61    | 折旧/收入           | 1.5%   | 1.9%   | 2.0%   | 1.8%   | 2.8%   |
| 存货             | 247   | 394   | 479   | 634   | 757   | 平均资本周转率         | 194.5% | 181.9% | 173.0% | 175.3% | 122.2% |
| 短期存款/投资        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 经营流动资金/收入       | 40.8%  | 35.1%  | 35.5%  | 34.8%  | 50.0%  |
| 流动资产合计         | 1199  | 1206  | 1330  | 1564  | 1935  | 固定资产/收入         | 22.3%  | 25.4%  | 25.1%  | 22.0%  | 31.0%  |
| 固定资产           | 72    | 204   | 306   | 398   | 458   | 营业收入同比          | 12%    | 25%    | 32%    | 31%    | 31%    |
| 无形资产           | 25    | 36    | 48    | 63    | 83    | EBI TA同比        | 29%    | 1%     | 46%    | 31%    | 34%    |
| 商誉             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | RCE             | 17%    | 13%    | 17%    | 18%    | 21%    |
| 递延税款资产         | 4     | 4     | 5     | 7     | 9     | ROI C           | 25%    | 19%    | 19%    | 19%    | 21%    |
| 其他非流动资产        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS             | 0.65   | 0.79   | 1.17   | 1.51   | 2.01   |
| 总资产            | 1299  | 1450  | 1690  | 2032  | 2484  | 每股净资产           | 5.92   | 6.46   | 7.63   | 8.90   | 10.61  |
| 负债和所有者权益       |       |       |       |       |       | P/E             | 71.4   | 58.7   | 39.8   | 30.9   | 23.2   |
| 应付账款           | 141   | 144   | 200   | 265   | 348   | P/B             | 7.9    | 7.2    | 6.1    | 5.2    | 4.4    |
| 其他应付款          | 128   | 195   | 218   | 288   | 379   |                 |        |        |        |        |        |
| 短期借款           | 47    | 39    | 39    | 39    | 39    |                 |        |        |        |        |        |
| 一年内到期的长期负债     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |                 |        |        |        |        |        |
| 其他流动负债         | 0     | 29    | 13    | 17    | 22    |                 |        |        |        |        |        |
| 流动负债合计         | 316   | 407   | 469   | 608   | 787   |                 |        |        |        |        |        |
| 长期负债           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |                 |        |        |        |        |        |
| 递延税款负债         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |                 |        |        |        |        |        |
| 其他非流动负债(不付息)   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |                 |        |        |        |        |        |
| 总负债            | 316   | 407   | 469   | 608   | 787   |                 |        |        |        |        |        |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |                 |        |        |        |        |        |
| 股本(普通股)和股本溢价   | 160   | 160   | 160   | 160   | 160   |                 |        |        |        |        |        |
| 总留存(储备、拟派发与留存) | 787   | 873   | 1061  | 1264  | 1537  |                 |        |        |        |        |        |
| 所有者权益          | 947   | 1033  | 1221  | 1424  | 1697  |                 |        |        |        |        |        |
| 负债和所有者权益合计     | 1262  | 1440  | 1690  | 2032  | 2484  |                 |        |        |        |        |        |

资料来源：东方证券研究所

# 光纤到户建设的最大先行受益者

## 研究结论

- **国内最大的光配线网络设备提供商**：公司 2010 预计年度营业收入总额为 9.03 亿，占有配线设备市场份额超过 10%，主要产品涵盖铜配线、光配线等配线类产品和户外机房与户外机柜等保护设备类产品。公司技术实力雄厚，参与国家和运营商相关配线设备标准制定。我们认为，日海通讯作为国内最大的配线网络设备提供商，有望在未来光纤到户的大幅集中建设中优先获得市场机会，成为最大受益者。
- **配线网是光纤到户先行投资，特点是迅速集中**：光纤配线网是指光纤网络的物理链路网络，就类似电网中的电线线路，是实现传输和高带宽接入的基础。在运营商大规模推进光纤到户的建设中，配线网络属于先行投资，相对集中非常迅速，光纤到户发展有望推动配线网络市场倍数级增长。公司跟光配线网络相关的产品包括光类别的户外机柜、光配线产品等，占据公司收入的重要份额，而公司已完成全国营销网络的布局，将保障公司享受全国光纤入户建设的利好。我们预计，公司光类别产品在 2011—2013 年有望跟随市场迎来倍数级增长，公司发展将迎来大机遇。
- **上游扩张和新业务拓展显公司远见**：公司上游扩张投资光波导芯片设计公司，属于光配线设备上游，这将有助于公司在未来进一步掌握光配线设备产品的核心技术能力，加强对国内光配线产业的影响力，推动国内相对不集中的配线设备市场向公司集中。公司收购通信工程公司拓展新业务，有望从单纯的提供设备向安装维护设备发展，为运营商提供整合的光纤入户 ODN 网络建设一揽子服务，进一步利用同各地运营商良好关系提升公司业绩，凸显未来发展空间。
- **投资建议**：我们预计日海通讯 2010—2012 年 EPS 为 1.05、1.65、2.58 元，当前价格 51.95 元，合 2010—2012 年三年预计 EPS 的 PE 倍数为 49.6、31.5、20.2 倍。参考通信设备行业 25—30 倍的估值中枢，综合考虑日海通讯的偏制造行业属性和近年来的高增长预期，基于 2011 年预期 EPS 给予 35 倍估值，对应目标价 57.75 元。首次给予公司买入评级。
- **风险提示**：竞争风险、市场价格风险。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

吴友文

通信行业高级分析师

63325888 × 6091

wuyouwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120025

周军

通信行业资深分析师

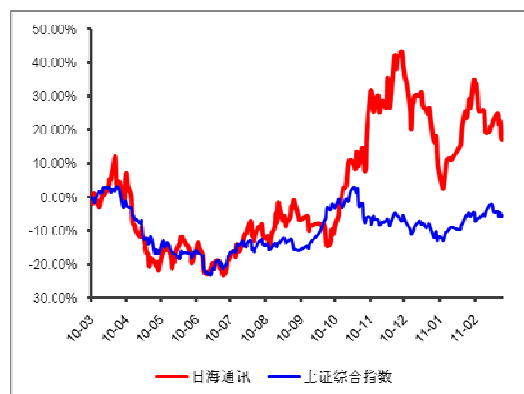
63325888 × 6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120007

| 投资评级           | 买入         | 增持 | 中性 | 减持 | (首次) |
|----------------|------------|----|----|----|------|
| 股价(2011年3月22日) | 50.68 元    |    |    |    |      |
| 目标价格           | 57.75 元    |    |    |    |      |
| 总股本/A股(万股)     | 10000      |    |    |    |      |
| A股市值(百万元)      | 5200       |    |    |    |      |
| 国家/地区          | 中国         |    |    |    |      |
| 行业             | 通信与相关设备制造  |    |    |    |      |
| 报告发布日期         | 2011年3月23日 |    |    |    |      |

## 股价表现



| 主要财务指标    | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 685   | 904   | 1,323 | 1,855 |
| 同比(%)     | 65%   | 32%   | 46%   | 40%   |
| 归属母公司净利润  | 73    | 105   | 165   | 258   |
| 同比(%)     | 104%  | 44%   | 57%   | 56%   |
| 毛利率(%)    | 31.0% | 30.6% | 31.3% | 31.8% |
| ROE(%)    | 4.4%  | 6.1%  | 16.8% | 12.6% |
| 每股收益(元)   | 0.73  | 1.05  | 1.65  | 2.58  |
| P/E       | 71.61 | 49.60 | 31.52 | 20.17 |
| P/B       | 3.12  | 3.02  | 5.30  | 2.55  |
| EV/EBITDA | 50    | 36    | 22    | 14    |

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**附表：日海通讯财务预测**

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表              |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |             |              |              |              | 单位:百万元           |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 会计年度             | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
| <b>流动资产</b>    | 1,005       | 1,137        | 1,352        | 1,769        | <b>营业收入</b>      | 685         | 904          | 1,323        | 1,855        |
| 现金             | 631         | 590          | 590          | 667          | 营业成本             | 472         | 627          | 910          | 1,265        |
| 应收账款           | 288         | 430          | 596          | 833          | 营业税金及附加          | 1           | 2            | 2            | 3            |
| 其它应收款          | 12          | 22           | 29           | 39           | 营业费用             | 91          | 120          | 163          | 204          |
| 预付账款           | 1           | 1            | 1            | 2            | 管理费用             | 36          | 48           | 70           | 98           |
| 存货             | 60          | 94           | 136          | 228          | 财务费用             | 3           | (12)         | (10)         | (10)         |
| 其他             | 13          | -            | -            | -            | 资产减值损失           | 1           | 1            | 1            | 1            |
| <b>非流动资产</b>   | 93          | 123          | 154          | 149          | 公允价值变动收益         | -           | -            | -            | -            |
| 长期投资           | -           | -            | -            | -            | 投资净收益            | -           | -            | -            | -            |
| 固定资产           | 81          | 103          | 127          | 114          | <b>营业利润</b>      | 80          | 119          | 189          | 295          |
| 无形资产           | 9           | 18           | 27           | 36           | 营业外收入            | 3           | 4            | 5            | 6            |
| 其他             | 3           | 1            | (1)          | (2)          | 营业外支出            | 0           | 1            | 2            | 2            |
| <b>资产总计</b>    | 1,098       | 1,259        | 1,506        | 1,918        | <b>利润总额</b>      | 84          | 122          | 192          | 299          |
| <b>流动负债</b>    | 263         | 372          | 525          | 712          | 所得税              | 11          | 17           | 27           | 42           |
| 短期借款           | -           | 20           | 30           | 40           | <b>净利润</b>       | 73          | 105          | 165          | 257          |
| 应付账款           | 138         | 208          | 289          | 397          | 少数股东损益           | -           | -            | -            | -            |
| 其他             | 125         | 145          | 206          | 275          | <b>归属于母公司净利润</b> | 73          | 105          | 165          | 257          |
| <b>非流动负债</b>   | 3           | -            | -            | -            | EBITDA           | 92          | 126          | 205          | 318          |
| 长期借款           | -           | -            | -            | -            | <b>EPS (元)</b>   | 0.73        | 1.05         | 1.65         | 2.57         |
| 其他             | 3           | -            | -            | -            | <b>主要财务比率</b>    |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 266         | 372          | 525          | 712          | <b>会计年度</b>      | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 少数股东权益         | -           | -            | -            | -            | <b>成长能力</b>      |             |              |              |              |
| 股本             | 100         | 100          | 100          | 100          | 营业收入             | 64.8%       | 32.0%        | 46.4%        | 40.2%        |
| 资本公积           | 591         | 561          | 511          | 511          | 营业利润             | 122.9%      | 47.8%        | 58.8%        | 56.6%        |
| 留存收益           | 141         | 226          | 370          | 594          | 归属于母公司净利润        | 104.3%      | 44.3%        | 57.4%        | 56.3%        |
| 归属母公司股东权益合计    | 832         | 887          | 981          | 1,205        | <b>获利能力</b>      |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 1,098       | 1,259        | 1,506        | 1,918        | 毛利率              | 31.0%       | 30.6%        | 31.3%        | 31.8%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率              | 10.6%       | 11.6%        | 12.5%        | 13.9%        |
| 单位:百万元         |             |              |              |              | ROE              | 8.7%        | 11.8%        | 16.8%        | 21.4%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | ROIC             | 8.7%        | 10.1%        | 15.1%        | 19.6%        |
| <b>经营活动现金流</b> | 96          | 19           | 111          | 121          | <b>偿债能力</b>      |             |              |              |              |
| 净利润            | 73          | 105          | 165          | 257          | 资产负债率            | 24.2%       | 29.6%        | 34.9%        | 37.1%        |
| 折旧摊销           | 8           | 19           | 27           | 33           | 净负债比率            |             |              | 5.7%         |              |
| 财务费用           | 3           | (12)         | (10)         | (10)         | 流动比率             | 3.82        | 3.05         | 2.58         | 2.48         |
| 投资损失           | -           | -            | -            | -            | 速动比率             | 3.59        | 2.80         | 2.32         | 2.16         |
| 营运资金变动         | 11          | (90)         | (70)         | (160)        | <b>营运能力</b>      |             |              |              |              |
| 其它             | 2           | (3)          | -            | -            | 总资产周转率           | 0.89        | 0.77         | 0.96         | 1.08         |
| <b>投资活动现金流</b> | (74)        | (50)         | (60)         | (30)         | 应收账款周转率          | 2.87        | 2.52         | 2.58         | 2.60         |
| 资本支出           | (31)        | (50)         | (60)         | (30)         | 应付账款周转率          | 4.04        | 3.63         | 3.66         | 3.68         |
| 长期投资           | -           | -            | -            | -            | <b>每股指标 (元)</b>  |             |              |              |              |
| 其他             | (43)        | -            | -            | -            | 每股收益             | 0.73        | 1.05         | 1.65         | 2.57         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 478         | (10)         | (51)         | (14)         | 每股经营现金流          | 0.96        | 0.19         | 1.11         | 1.21         |
| 短期借款           | (80)        | 20           | 10           | 10           | 每股净资产            | 8.32        | 8.87         | 9.81         | 12.05        |
| 长期借款           | -           | -            | -            | -            | <b>估值比率</b>      |             |              |              |              |
| 普通股增加          | 25          | -            | -            | -            | P/E              | 71.6        | 49.6         | 31.5         | 20.2         |
| 资本公积增加         | 544         | (30)         | (50)         | -            | P/B              | 6.2         | 5.9          | 5.3          | 4.3          |
| 其他             | (11)        | (0)          | (11)         | (24)         | EV/EBITDA        | 49.8        | 36.2         | 22.2         | 14.3         |
| <b>现金净增加额</b>  | 501         | (41)         | 0            | 77           |                  |             |              |              |              |

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向





注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；  
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；  
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；  
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；  
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

根据公开信息披露：截止2010年年报，我司持有光迅科技（002281.SZ）股票1904443股，占总股本1.19%；

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)