

公司研究/首次覆盖

2018年01月08日

通信/通信设备制造 II

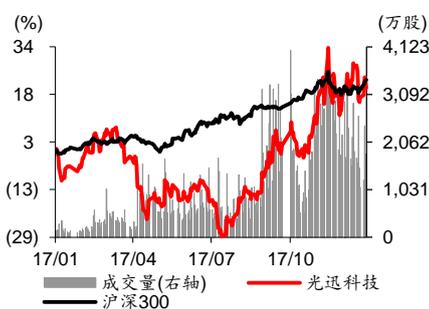
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 30.17
合理价格区间(元): 33.60~36.30

周明 执业证书编号: S0570517030002
研究员 0755-23950856
zhouming2017@htsc.com

陈歆伟 021-28972061
联系人 chenxinwei@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

国内光器件龙头，聚焦中国“芯”

光迅科技(002281)

公司为国内光器件龙头，未来业绩增长可期

公司主营业务为光电子器件及子系统产品研发、生产、销售及技术服务。根据咨询机构 OVUM 的数据，2016 年光迅位列全球光器件厂商第五，全球市占率约 6%，具备全球竞争力。通过外延并购扩展产品线，掌握模块、器件和芯片的核心技术。2017 年截至第三季度，公司业绩稳中有升，整体经营情况较好。作为我国光器件龙头企业，公司或将受益于 5G 及数据中心光模块市场增长而实现业绩增长，首次覆盖给予“增持”评级。

公司股权结构相对集中，公司产品多样化发展

光迅科技成立于 2001 年 1 月，前身是 1976 年成立的邮电部固体器件研究所，2004 年 4 月整体变更为股份公司，2009 年 8 月登陆深圳证券交易所，成为国内首家上市的光电子器件公司。公司的第一大股东为烽火科技集团有限公司，持股占比 45.43%。公司的实际控制人是武汉邮电科学研究院。公司在电信传输网、接入网和企业数据网等领域，构筑了从芯片到器件、模块、子系统的综合解决方案。

通过外延并购，实现垂直一体化布局

2012 年与武汉电信器件重组合并，使得公司可集成包含有源、无源两类分立元器件的智能化功能模块或子系统产品，扩展了光电子器件产品线；2013 年收购丹麦 IPX 公司，其 PLC 技术对公司快速打开无源器件高端市场、实现产品升级具有重要推动作用；2016 年子公司大连藏龙收购了法国 Almae 公司，拥有 InP 基高速激光器研发生产能力，随后增资大连藏龙，进军 10G 以上高端有源器件封装领域，助力公司产品从低端向高端升级。

公司业绩稳中有升，整体经营较好

2017 年三大运营商资本开支下降，导致主要通信设备商需求下降，进而影响光器件市场需求不振。在收入增长放缓、毛利率下滑的市场背景下，光迅通过提高经营效率、加强费用管控，营业总收入、归母净利润等主要指标实现同比增长。公司前三季度总营收为 34.02 亿元，同比增加了 11.41%，归母净利为 2.52 亿元，同比增长了 19.00%。公司毛利率和净利率分别为 20.03% 和 7.26%，基本维持稳定。公司销售费用率及管理费用率呈下滑趋势，财务费用率基本稳定。

首次覆盖给予“增持”评级

预计公司 2017-2019 年净利润分别为 3.5/4.2/6.1 亿元。采用可比公司估值法，行业 18 年平均 PE 为 33x，考虑到公司是国内唯一拥有 25G 光芯片生产能力的厂家，应享有一定的估值溢价。参考国内芯片上市公司 18 年平均 PE 80x，我们认为公司合理估值水平应介于光器件行业平均和芯片行业平均值之间，给予公司 18 年 50-54 倍 PE，对应目标价 33.6-36.3 元。公司短期估值较高，但考虑到公司或将受益于 5G 及数据中心光模块市场增长而实现业绩增长，仍具备短期交易性机会。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：芯片量产不及预期；产品价格大幅度下滑。

公司基本资料

总股本 (百万股)	628.90
流通 A 股 (百万股)	616.41
52 周内股价区间 (元)	17.86-81.37
总市值 (百万元)	18,974
总资产 (百万元)	4,994
每股净资产 (元)	4.76

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

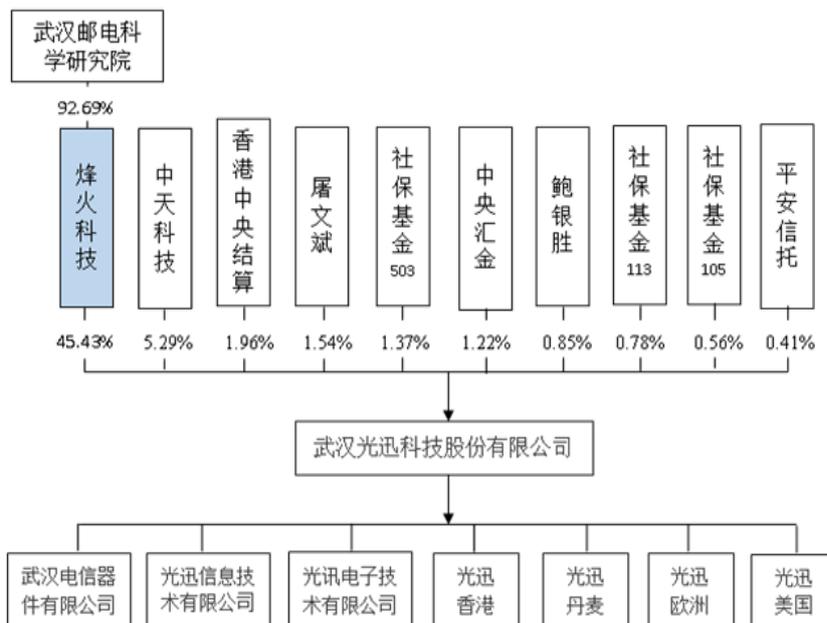
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3,128	4,059	5,135	5,838	6,650
+/-%	28.54	29.79	26.49	13.69	13.92
归属母公司净利润 (百万元)	243.29	285.02	349.67	422.80	606.37
+/-%	68.80	17.15	22.68	20.91	43.42
EPS (元, 最新摊薄)	0.39	0.45	0.56	0.67	0.96
PE (倍)	78.02	66.59	54.28	44.89	31.30

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司股权结构相对集中，烽火科技为第一大股东

股权结构相对集中，公司具有央企背景。光迅科技成立于 2001 年 1 月，前身是 1976 年成立的邮电部固体器件研究所，2004 年 4 月整体变更为股份公司，2009 年 8 月登陆深圳证券交易所，成为国内首家上市的光电子器件公司。公司股权结构相对集中，根据 2017 年三季报，公司的第一大股东为烽火科技集团有限公司，持股占比 45.43%。公司的实际控制人是武汉邮电科学研究院，为国务院国有资产监督管理委员会直接管理的中央企业。武汉邮电科学研究院通过其子公司烽火科技持有烽火通信 46.57% 的股份、持有长江通信的 28.63% 的股份。

图表22：截至 2017Q3 公司前十大股东



资料来源：公司 2017 年三季报，华泰证券研究所

公司董事专业技术扎实，行业背景深厚。公司董事长余少华先生为中国工程院院士，拥有博士学位，1993 年进入武汉邮电科学研究院，现担任副院长兼总工程师，烽火科技集团有限公司副总裁，烽火通信科技股份有限公司监事会主席等职务，为公司提供主要的技术支持。公司副董事长夏存海先生拥有工商管理硕士学历，本科为审计专业，现任武汉邮电科学研究院总会计师兼总法律顾问，武汉烽火科技集团有限公司总会计师等职务，具有丰富的财务管理经验。两人分工明确，各尽所长，推动公司发展。

图表23： 公司主要董事任职情况

主要董事	任职情况
余少华 (董事长)	中国工程院院士 武汉大学空间物理专业博士 武汉大学无线电物理专业硕士 武汉大学空间物理系学士 武汉邮电科学研究院副院长兼总工程师 烽火科技集团有限公司副总裁 烽火通信科技股份有限公司监事会主席 武汉虹信通信技术有限责任公司董事 武汉烽火众智数字技术有限公司董事
夏存海 (副董事长)	武汉大学工商管理硕士 武汉大学审计专业学士 武汉邮电科学研究院总会计师兼总法律顾问 武汉烽火科技集团有限公司总会计师 武汉理工光科股份有限公司董事 武汉烽火众智数字技术有限公司董事长 武汉长江通信产业集团股份有限公司监事会主席 武汉烽火网络有限责任公司财务总监 武汉邮电科学研究院财务部主任

资料来源：公司 2016 年年报，华泰证券研究所

股权激励彰显公司未来发展信心。为进一步完善公司治理结构，充分调动核心员工的积极性，支持公司战略实现和长期稳健发展，公司于 2017 年 9 月发布新的限制性股票激励计划，拟向激励对象授予 2,088.8 万股公司限制性股票，约占本期激励计划签署时公司股本总额 6.30 亿股的 3.32%；授予价为 9.55 元/股。本计划分三个解锁期，以 2016 年为基数，对 2018 年-2020 年的净利润复合增长率、ROE 水平、对标同行业水平和新产品销售占比提出新的要求，体现了管理层对公司业务发展的信心。

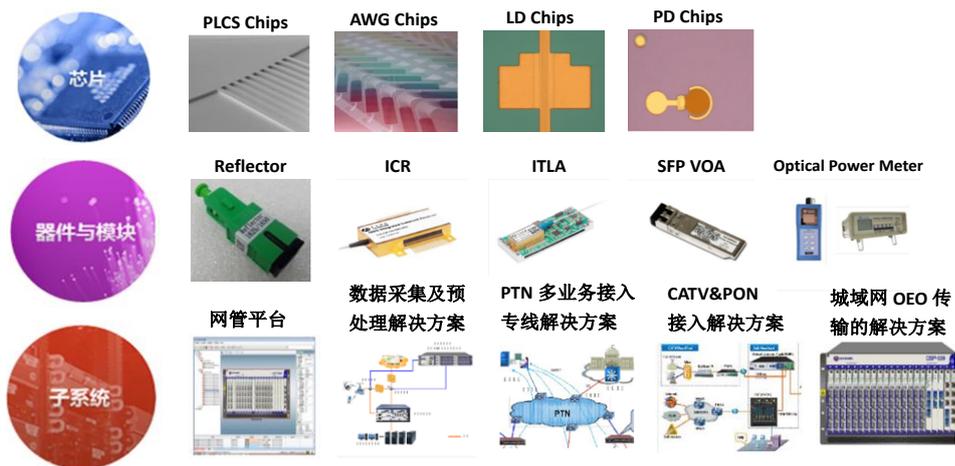
图表24： 股权激励计划—解锁期业绩考核

解锁期	业绩考核目标
第一期	以 2016 年为基数，2018 年净利润复合增长率不低于 15%； 2018 年 ROE 不低于 10%，且上述指标都不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；2018 年新产品销售收入占主营业务收入比例不低于 20%
第二期	以 2016 年为基数，2019 年净利润复合增长率不低于 15%； 2019 年 ROE 不低于 10%，且上述指标都不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；2019 年新产品销售收入占主营业务收入比例不低于 20%
第三期	以 2016 年为基数，2020 年净利润复合增长率不低于 20%； 2020 年 ROE 不低于 10%，且上述指标都不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；2020 年新产品销售收入占主营业务收入比例不低于 20%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司专业从事光电子器件及子系统产品研发、生产、销售及技术服务。在电信传输网、接入网和企业数据网等领域，公司构筑了从芯片到器件、模块、子系统的综合解决方案，提供光电子有源模块、无源器件、光波导集成器件，以及光纤放大器和子系统产品。通过持续不断的技术积累，公司形成了半导体材料生长、半导体工艺与平面光波导技术、光学设计与封装技术、高频仿真与设计技术、热分析与机械设计技术、软件控制与子系统开发技术六大核心技术工艺平台。公司主要产品有光电子器件、模块和子系统产品。

图表 25: 光迅科技主要产品



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

国内光器件龙头，产品多元化发展

公司产品类型丰富，按应用领域可分为传输类产品、接入类产品、数据通信类产品。

1)、传输类产品

公司传输类产品主要提供光传送网从端到端的整体解决方案，包括光传输收发模块、光纤放大器和各类无源光器件。传输收发模块包括客户侧和线路侧模块 10Gbps XFP/SFP+、40Gbps/100Gbps CFPx 等光模块产品。光纤放大器产品包括掺铒光纤放大器、拉曼放大器和混合放大器。无源光器件产品包括 AWG、VUMX、WDM、VOA、OPM 等光传送网所需的光器件。5G 承载网将全面升级，届时将带动传输类产品需求大幅增加。

2)、接入类产品

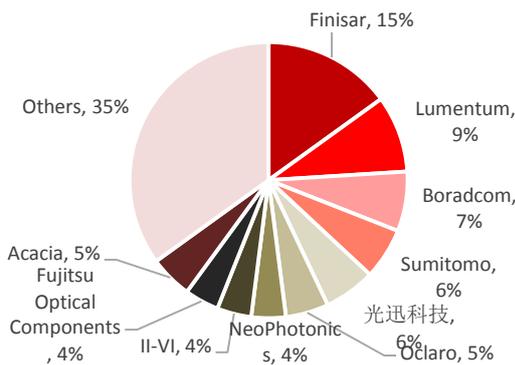
公司接入类产品主要包括光纤接入和无线接入类产品。光纤接入类主要应用于接入网光纤到户 (FTTH)，产品有 GPON OLT/ONU 的 BOSA/BOX, 10Gbps PON (10G EPON/10G GPON) 以及 TWDM PON 光收发模块等。无线接入类包括 4G LTE 网络用 6Gbps/10Gbps 中短距光收发模块。

3)、数据通信类产品

公司的数据通信类产品主要用于数据中心、企业网、存储网等领域，包括光电器件、模块、板卡、AOC 产品。产品组合包括 10Gbps/25Gbps SFP/SFP+ 光收发模块，40Gbps QSFP/100Gbps QSFP28 和有源光缆 (AOC)。公司在数通市场发力布局，有望实现数据中心大客户的突破，未来有超预期的可能。

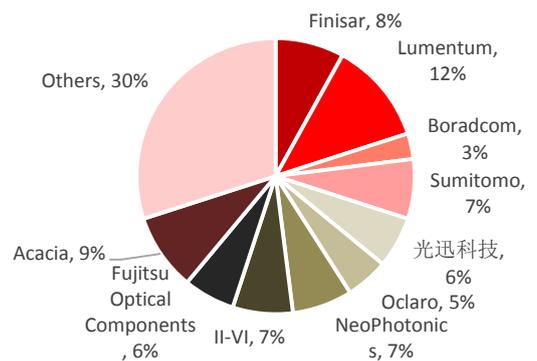
国内光器件龙头，具备全球竞争力。公司作为国内的光器件龙头位于光通信行业的上游，是光网络的重要组成部分。下游主要为运营商及云服务公司。根据咨询机构 OVUM 的数据，2016 年光迅位列全球光器件厂商第五，全球市占率约 6%，主要竞争对手有美国公司 Finisar、Lumentum、Acacia，国内竞争公司主要为博创科技和天孚通信。公司在全球光模块细分市场：电信市场、数通市场和接入网市场中的市占率分别为 6%、3%和 10.7%，位列第 8、第 7、第 1。

图表26： 2016 年全球光器件市场 (96 亿美元) 厂商份额



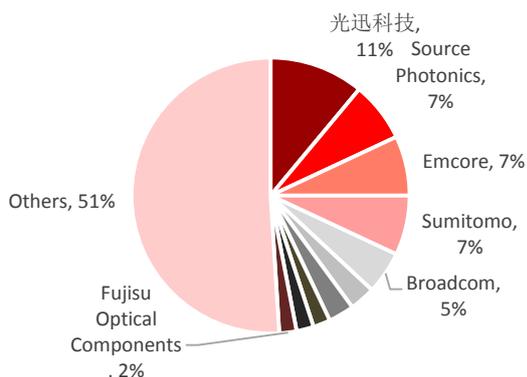
资料来源：OVUM，华泰证券研究所

图表27： 2016 全球电信市场 (49 亿美元) 的厂商市场份额



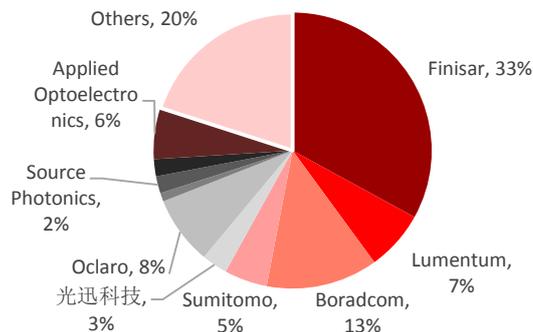
资料来源：OVUM，华泰证券研究所

图表28: 2016 年全球光器件市场 (96 亿美元) 厂商份额



资料来源: OVUM, 华泰证券研究所

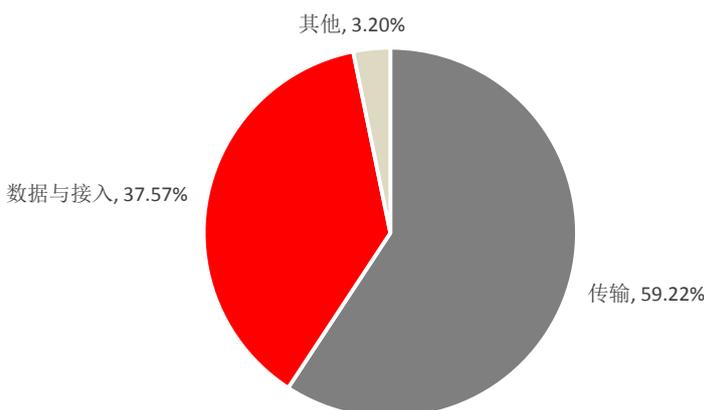
图表29: 2016 全球电信市场 (49 亿美元) 的厂商市场份额



资料来源: OVUM, 华泰证券研究所

传输业务和数据与接入业务为公司收入的主要来源。公司的主营业务分为传输、数据与接入业务、其他三大类。据公司 2017 半年报, 报告期内公司传输业务、数据与接入业务分别占比 59.22%和 37.57%, 分别实现 14.16 亿元和 8.98 亿元。

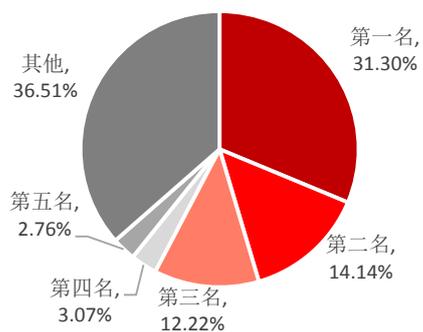
图表30: 截至 2017H1 光迅科技主营构成



资料来源: 公司 2017 年半年报, 华泰证券研究所

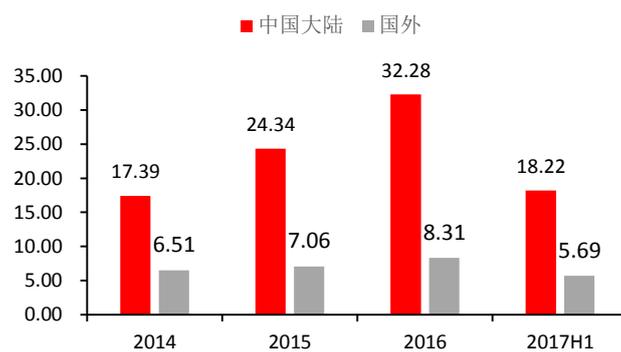
客户较为集中, 国内国外销售稳步提升。国内设备商市场收入稳步增长, 公司主要客户对无源器件、传输及接入等模块采购份额持续提升, 放大器保持份额稳定, 智能光器件需求增长显著, 无线 LTE、10G 中长距等主流有源模块实现规模应用。根据公司 2016 年报, 前五大客户主要为设备运营商, 全年销售收入分别为 14.3 亿元、6.5 亿元、5.6 亿、1.4 亿元和 1.26 亿元, 共占公司销售总额的 63.50%。在国际市场, 公司 2016 年完成销售额 1.25 亿美元, 同比增长 15.11%。在欧洲, 数据产品和无线产品成功打开重要客户市场, 10G EPON OLT 实现销售。在美洲, 订单量创新高, QSFP28 CLR4 产品突破主流互联网服务商。在亚太, 完成 6G 产品大批量交付, 10G 产品、数据产品先后列入采购清单。

图表31: 2016年公司前五大客户销售额占比



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表32: 2014-2017H1 公司中国大陆与国外收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

垂直一体化布局，聚焦中国“芯”

无源器件起家，通过并购走向多元化。公司最早主营子系统和光无源器件两大类。2012 年与武汉电信器件（WTD）重组合并，使得公司可集成包含有源、无源两类分立元器件的智能化功能模块或子系统产品，扩展了光电子器件产品线；2013 年收购丹麦 IPX 公司，掌握高端光无源器件芯片技术，为未来向 100G、400G 产品升级

奠定基础；2016 年子公司大连藏龙收购了法国 Almae 公司，获得其高速光有源器件芯片产能，随后增资大连藏龙，进军 10G 以上高端有源器件封装领域，助力公司产品从低端向高端升级。目前，公司具备光芯片、光器件和光模块一体化设计、封装等垂直一体化生产能力。

图表33： 公司四次重大收购并购事件

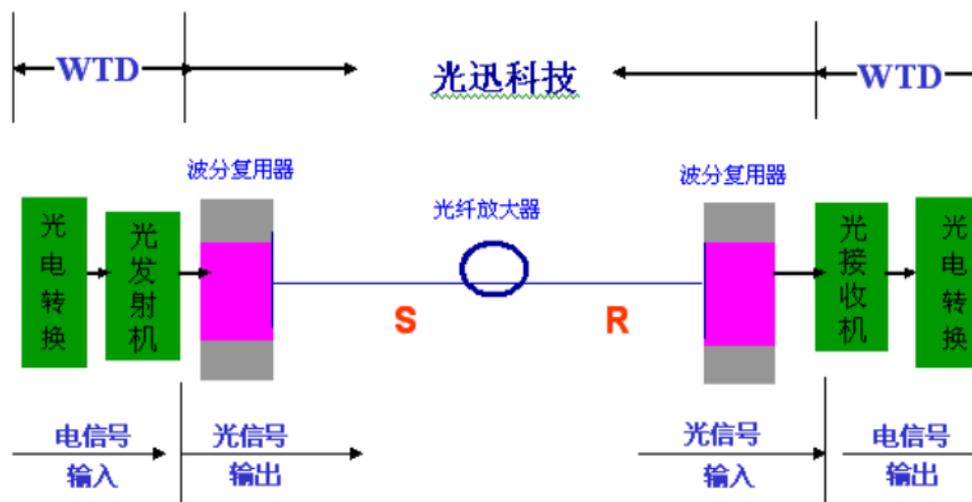


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

1)、收购 WTD，完善公司产品链

WTD 为光有源器件供应商，其产品主要包括光通信用半导体激光器组件、发光二极管、探测器组件、光发射/接收模块、光收发合一模块等。产品主要用于光的发射与接收，实现光电信号的转换。而光迅科技的产品主要用于光信号的放大、耦合、分波与合波，实现光信号的大容量、长距离传输，即 WTD 的产品主要用于接入网领域、光迅科技的产品主要用于传输网领域。通过此次并购，公司可集成包含有源、无源两类分立元器件的智能化功能模块或子系统产品，扩展光电子器件产品线，有利于提高公司整体竞争实力。

图表34：光迅和 WTD 公司产品在光通信系统中用途



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2)、收购 IPX 和 Almae，掌握核“芯”技术

IPX 的主要产品是基于 PECVD 技术的芯片，公司长期向其进口芯片进行封装，制作 AWG 和 PLCS 产品等。而 AWG 用于波分复用器件，PLCS 产品主要用于 FTTX 市场的 PON 网络。IPX 的 PLC 技术对公司快速打开无源器件高端市场，实现产品升级具有重要推动作用。法国 Almae 公司主要从事 InP 基高速激光器研发生产，产品覆盖 10G 和 25G。高端光芯片的制造能力是光模块行业的核心竞争力，公司通过收购丹麦 IPX 和法国 Almae 公司布局高端光芯片，形成光通信芯片设计—光模块制造—封装一条龙产业链，拥有核“芯”技术，巩固公司产业链上游地位。

3)、增资大连藏龙，专注高端产品

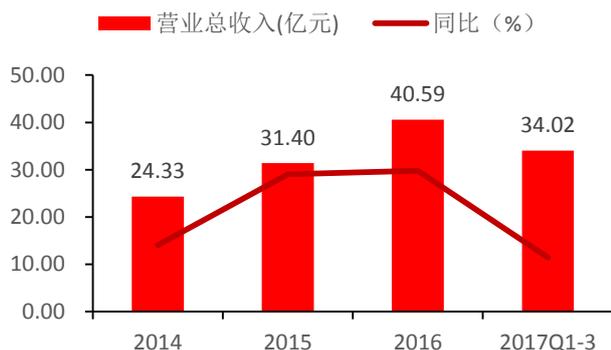
大连藏龙是国内为数不多的具有 10G 以上高端有源器件封装能力和批量生产的厂家，主要从事 10G ROSA、10G 和 25G EML TOSA 等高端光器件的制造，拥有广阔的国内外市场前景。此前，光迅科技主要集中于 10G 以下的普通 FP-LD、DFB-LD、PIN、APD 等较低端的产品上，主要靠规模效应生存。在通信的主流技术向 10G、40G、100G 及以上的速率转移时，低端产品的价格越来越低，利润越来越薄，通过增资大连藏龙，有利于完善产业链发展，提升公司盈利能力和核心竞争力。

聚焦“中国芯”，提升产品竞争力。目前光迅 10G EML 芯片已经量产，25G EML/DFB 样品预计在 2017 年年底送样，有望在 2018 年年底实现量产，成为国内唯一自主拥有 25G 光芯片生产能力的厂家。我们判断未来 5G 承载网光模块大概率以 25G 光芯片做解决方案，届时光迅科技所拥有光芯片将提高公司的成本优势，进而提高产品竞争力。

公司业绩稳中有升，整体经营较好

公司营业总收入及归母净利润均平稳增长。根据三大运营商 2016 年财报数据，中移动 2017 年资本开支预期为 1760 亿元，同比下降 6%；电信资本开支预期为 890 亿元，同比下降 8.1%；联通资本开支预计为 450 亿元，同比下降 37.6%。国内运营商资本开支下降导致主要通信设备商需求下降，进而影响今年光器件市场需求不振。在收入增长放缓、毛利率下滑的市场背景下，光迅通过提高经营效率、加强费用管控，营业总收入、归母净利润等主要指标实现同比增长。据公司三季报，公司 2017 年前三季度营业总收入为 34.02 亿元，同比增加了 11.41%，归母净利润为 2.52 亿元，同比增长了 19.00%。

图表35：光迅科技 2014-2017Q1-3 收入及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

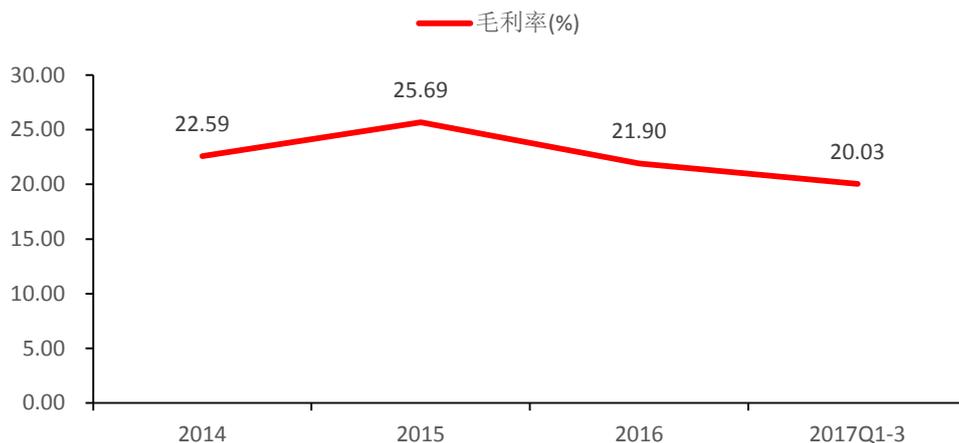
图表36：光迅科技 2014-2017Q1-3 归母净利润及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

市场竞争激烈，毛利率略微下滑。随着国内通信设备商需求下降，通信器件商竞争激烈。在传输方面，2016 年需求的快速增长导致了 2017 年设备商的库存纠正，光器件商同时面临市场需求下降以及行业整体库存管理压力，价格竞争激烈。2017 年前三季度公司毛利率 20.03%，较 2016 年毛利率 21.06%略有下滑。

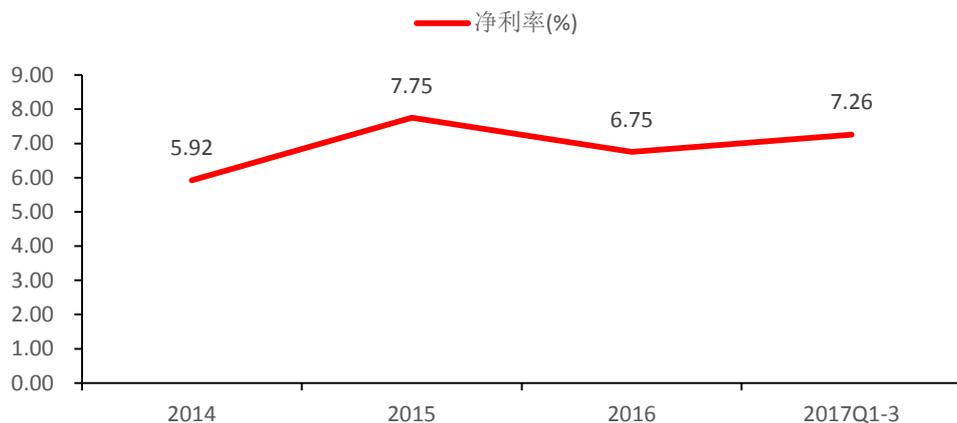
图表37：光迅科技 2014-2017Q1-3 毛利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司净利率保持平稳。作为光器件的龙头企业，在面对市场行情下行，运营商需求下降，部分产品竞争激烈的情况下，公司净利率保持平稳，体现公司良好的成本管控能力。2014-2017Q1-3 公司净利率分别为 5.92%、7.75%、6.75%和 7.26%。

图表38: 光迅科技 2014—2017Q1-3 净利率

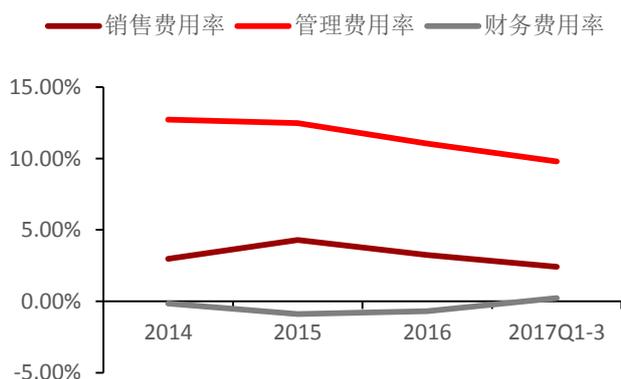


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

销售和管理费用率总体呈下降趋势, 财务费用率基本稳定。1) 销售费用率: 2016年销售费用率为3.25%, 同比下降了1.04个百分点, 2017年第三季度销售费用率为2.43%, 呈下降趋势。2) 管理费用率: 截至2017年第三季度, 公司管理费用率为9.80%, 同比减少了1.08个百分点。主要原因是职工的薪酬减少和相关税费的降低。3) 财务费用率: 2015-2017Q1-3财务费用率占比较小且基本维持稳定。

注重研发, 着力打造中国“芯”。公司聚焦“中国芯”, 加大研发投入, 加快关键工艺突破。据公司2016年年报, 10G APD芯片实现量产、25G PD实现商用、PLC-VOA芯片进入转产、10G EML芯片完成商用验证; 此外, 850nm VCSEL芯片通过可靠性及器件认证、硅光 Micro-ICR&调制器进入可靠性评估, 为公司主要产品提供了有力的技术与成本支持。此外, 公司高度重视知识产权与资质认证。2016年申请专利170项, 其中, 中国发明130项、中国实用新型19项、国际专利21项, 专利申请总量超过1000项。国际标准文稿提交量同比翻番, 成功进入400G OSFP MSA组织。

图表39: 光迅科技 2014—2017Q1-3 三费费用率情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表40: 光迅科技 2014-2017H1 研发费用及占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测及投资建议

目前光迅 10G EML 芯片已经量产, 25G EML/DFB 样品预计在 2017 年年底送样, 有望在 2018 年年底实现量产, 成为国内唯一自主拥有 25G 光芯片生产能力的厂家。我们判断未来 5G 承载网光模块大概率以 25G 光芯片做解决方案, 届时光迅科技所拥有光芯片将提高公司的成本优势, 进而提高产品竞争力。按照我们在 5G 承载网深度报告《5G 量化系列之二: 承载网的大变革》中对电信光模块市场空间测算模型, 保守估计公司 2017-2019 年传输收入增速分别为 31.7%、-3.9%、4.3%。公司在数通业务打开重要客户市场, 有望实现高速增长, 预计公司 2018 年数通业务营收增速有望达到 190%, 2019 年有望保持约 50% 的增速。考虑到行业竞争激烈, 公司接入产品营收预计持平。预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 51.3/58.4/66.5 亿元。

图表41: 公司主营业务收入预测情况 (单位: 百万元)

	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入	4,059.2	5,134.7	5,837.8	6,650.2
增长率 (YoY)	29.3%	26.5%	13.7%	13.9%
毛利率	21.9%	21.1%	21.8%	25.2%
数据与接入				
收入	1,085.4	1,235.4	2,090.4	2,742.9
增长率 (YoY)		13.8%	69.2%	31.2%
毛利率	13.8%	14.8%	19.6%	22.6%
其中: 数通				
收入	300.0	450.0	1305.0	1957.5
增长率 (YoY)	60.0%	50.0%	190.0%	50.0%
毛利率	25.0%	25.0%	26.0%	28.0%
其中: 接入 (不含无线)				
收入	785.4	785.4	785.4	785.4
增长率 (YoY)		0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	9.5%	9.0%	9.0%	9.0%
传输				
收入	2,921.1	3,846.5	3,694.6	3,854.5
增长率 (YoY)		31.7%	-3.9%	4.3%
毛利率	24.8%	23.0%	23.0%	27.0%
其他				
收入	52.8	52.8	52.8	52.8
增长率 (YoY)	-57.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	30.1%	30.0%	30.0%	30.0%
归属母公司净利润	285.0	349.7	422.8	606.4
增长率 (YoY)	17.2%	22.7%	20.9%	43.4%
净利率	7.0%	6.8%	7.2%	9.1%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

预计公司 2017-2019 年净利润分别为 3.5/4.2/6.1 亿元, 对应 EPS 分别为 0.56/0.67/0.96 元。采用可比公司估值法, 行业 18 年平均 PE 为 33x, 考虑到公司是国内唯一拥有 25G 光芯片生产能力的厂家, 应享有一定的估值溢价。估值溢价水平参考国内芯片上市公司 18 年平均 PE 80x, 我们认为公司作为具有光芯片生产能力的厂商, 其合理估值水平应介于光器件行业平均和芯片行业平均值之间, 给予公司 18 年 50-54 倍 PE, 对应目标价 33.6-36.3 元。公司短期估值较高, 但考虑到公司或将受益于 5G 及数据中心光模块市场增长而实现业绩增长, 仍具备短期交易性机会。首次覆盖给予“增持”评级。

图表42: 可比公司盈利预测与估值 (以2018年1月8日收盘价计)

代码	证券简称	最新收盘价(元)	每股收益 (元)			市盈率 PE (倍)		
			16A	17E	18E	16A	17E	18E
300502.SZ	新易盛	25.5	0.45	0.59	0.74	56.67	43.22	34.46
300548.SZ	博创科技	48.15	0.82	1.01	1.39	58.72	47.67	34.64
300394.SZ	天孚通信	22.89	0.65	0.76	1.03	35.22	30.12	22.22
300308.SZ	中际旭创	56.9	0.02	0.99	1.37	2845.00	57.47	41.53
平均值			0.49	0.84	1.13	748.90	44.62	33.21
600460.SH	士兰微	17.03	0.08	0.14	0.22	212.88	121.64	77.41
002049.SZ	紫光国芯	47.14	0.55	0.58	0.73	85.71	81.28	64.58
300458.SZ	全志科技	27.18	0.92	0.60	0.75	29.54	45.30	36.24
300223.SZ	北京君正	37.02	0.04	0.15	0.26	925.50	246.80	142.38
平均值			0.40	0.37	0.49	313.41	123.75	80.15
002281.SZ	光迅科技	30.17	0.45	0.56	0.67	66.59	54.28	44.89

注: 士兰微、紫光国芯、全志科技、北京君正盈利预测取自 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

1、芯片量产不及预期。

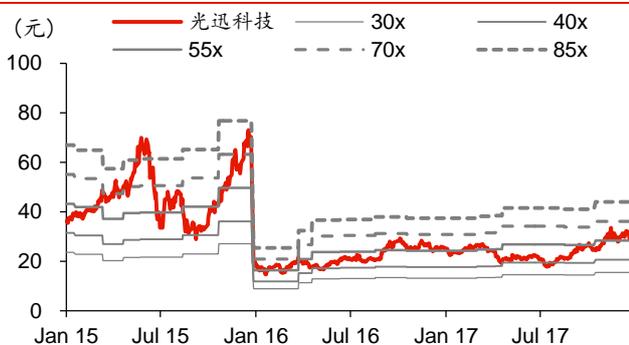
若公司未能按期望实现 25G 芯片量产, 或将使得公司产品成本优势不及预期, 市场竞争力不及预期, 可能影响公司市场份额的提升和业绩的提高。

2、产品价格大幅度下滑。

若运营商资本开支下降、5G 建设动力不足, 将使得光器件需求量下降, 相关产品价格将面临较大的降价压力, 从而可能影响公司收入和利润。

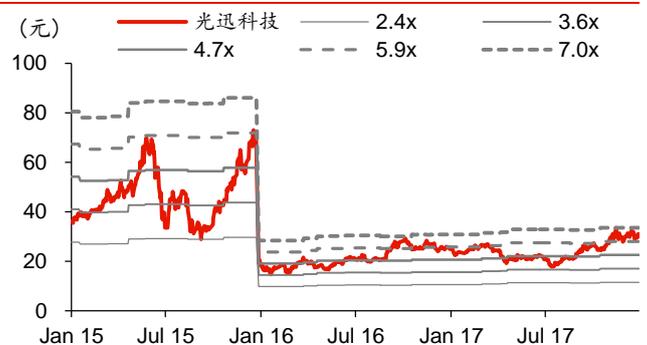
PE/PB - Bands

图表43: 光迅科技历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表44: 光迅科技历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,501	3,966	5,236	5,888	6,561
现金	572.83	961.24	1,216	1,382	1,613
应收账款	621.02	701.33	930.27	1,041	1,192
其他应收账款	11.09	14.50	18.37	20.82	23.75
预付账款	71.62	49.09	83.58	86.30	96.95
存货	1,139	1,327	1,791	2,019	2,181
其他流动资产	1,086	913.42	1,198	1,338	1,454
非流动资产	710.60	850.65	783.43	715.70	643.58
长期投资	34.65	0.68	0.68	0.68	0.68
固定投资	599.96	694.97	651.93	594.46	527.91
无形资产	35.34	56.39	59.15	64.09	69.70
其他非流动资产	40.65	98.60	71.67	56.48	45.27
资产总计	4,211	4,817	6,020	6,603	7,205
流动负债	1,422	1,707	2,618	2,710	2,657
短期借款	22.75	153.28	534.29	384.36	153.28
应付账款	759.20	798.79	1,113	1,259	1,351
其他流动负债	639.73	754.75	970.95	1,067	1,153
非流动负债	130.84	196.45	257.00	341.98	413.24
长期借款	0.00	74.00	148.00	222.00	296.00
其他非流动负债	130.84	122.45	109.00	119.98	117.24
负债合计	1,553	1,903	2,875	3,052	3,071
少数股东权益	2.78	79.68	66.08	49.64	26.06
股本	209.89	209.64	628.92	628.92	628.92
资本公积	1,490	1,488	1,068	1,068	1,068
留存公积	961.36	1,141	1,382	1,804	2,411
归属母公司股	2,656	2,834	3,079	3,502	4,108
负债和股东权益	4,211	4,817	6,020	6,603	7,205

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	139.54	180.94	(19.40)	333.29	470.89
净利润	243.39	273.94	336.08	406.36	582.79
折旧摊销	100.45	108.83	103.48	107.73	112.68
财务费用	(28.39)	(28.26)	30.85	44.70	35.64
投资损失	0.17	0.56	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(222.98)	(238.90)	(519.94)	(256.20)	(274.60)
其他经营现金	46.90	64.77	30.13	30.69	14.37
投资活动现金	(365.21)	156.72	(45.16)	(46.19)	(47.25)
资本支出	123.92	250.61	30.00	30.00	30.00
长期投资	30.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(211.28)	407.33	(15.16)	(16.19)	(17.25)
筹资活动现金	(97.43)	44.07	319.23	(120.60)	(192.73)
短期借款	(37.50)	130.53	381.01	(149.93)	(231.08)
长期借款	0.00	74.00	74.00	74.00	74.00
普通股增加	6.39	(0.25)	419.28	0.00	0.00
资本公积增加	136.68	(2.19)	(419.28)	0.00	0.00
其他筹资现金	(203.01)	(158.02)	(135.79)	(44.67)	(35.65)
现金净增加额	(322.81)	388.41	254.67	166.50	230.90

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,128	4,059	5,135	5,838	6,650
营业成本	2,316	3,170	4,051	4,562	4,975
营业税金及附加	11.44	21.53	27.24	30.97	35.28
营业费用	135.14	132.01	138.64	157.62	209.48
管理费用	396.46	448.06	513.47	583.78	731.52
财务费用	(28.39)	(28.26)	30.85	44.70	35.64
资产减值损失	38.57	47.58	37.61	41.25	42.15
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.17)	(0.56)	0.00	0.00	0.00
营业利润	258.48	267.40	335.91	417.18	621.19
营业外收入	33.27	52.70	52.70	52.70	52.70
营业外支出	3.56	3.35	0.00	0.00	0.00
利润总额	288.19	316.76	388.61	469.88	673.89
所得税	44.80	42.82	52.53	63.52	91.10
净利润	243.39	273.94	336.08	406.36	582.79
少数股东损益	0.10	(11.08)	(13.60)	(16.44)	(23.58)
归属母公司净利润	243.29	285.02	349.67	422.80	606.37
EBITDA	330.54	347.97	470.25	569.62	769.52
EPS (元, 基本)	1.16	1.36	0.56	0.67	0.96

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	28.54	29.79	26.49	13.69	13.92
营业利润	96.40	3.45	25.62	24.19	48.90
归属母公司净利润	68.80	17.15	22.68	20.91	43.42
获利能力 (%)					
毛利率	25.96	21.90	21.11	21.85	25.19
净利率	7.78	7.02	6.81	7.24	9.12
ROE	9.16	10.06	11.36	12.07	14.76
ROIC	9.05	9.19	11.91	14.11	18.83
偿债能力					
资产负债率 (%)	36.87	39.51	47.76	46.22	42.62
净负债比率 (%)	1.47	11.94	23.73	19.87	14.63
流动比率	2.46	2.32	2.00	2.17	2.47
速动比率	1.60	1.49	1.27	1.38	1.59
营运能力					
总资产周转率	0.80	0.90	0.95	0.92	0.96
应收账款周转率	5.23	5.98	6.12	5.76	5.79
应付账款周转率	3.84	4.07	4.24	3.85	3.81
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.45	0.56	0.67	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.29	(0.03)	0.53	0.75
每股净资产(最新摊薄)	4.22	4.51	4.90	5.57	6.53
估值比率					
PE (倍)	78.02	66.59	54.28	44.89	31.30
PB (倍)	7.15	6.70	6.16	5.42	4.62
EV_EBITDA (倍)	55.44	52.67	38.97	32.17	23.82

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测