

公司研究/深度研究

2019年01月07日

通信/通信设备制造 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 26.93
合理价格区间(元): 31.50~35.00

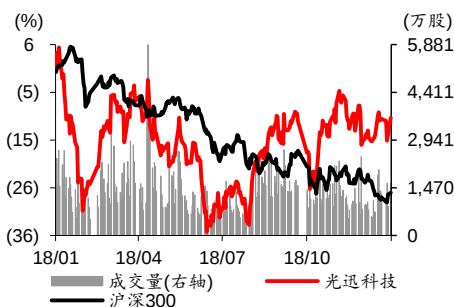
王林 执业证书编号: S0570518120002
研究员 wanglin014712@htsc.com

陈歆伟 执业证书编号: S0570518080003
研究员 021-28972061
chenxinwei@htsc.com

相关研究

- 1《光迅科技(002281,增持): 业绩恢复增长, 静待 5G 到来》2018.10
- 2《光迅科技(002281,增持): 中报业绩承压, 未来受益 5G 建设》2018.08
- 3《光迅科技(002281,增持): 拟定增投资光模块, 巩固竞争力》2018.05

一年内股价走势图



资料来源: Wind

解析公司中长期成长之核心问题

光迅科技(002281)

国内光模块龙头扬帆起航

我们看好公司的核心逻辑如下: 1) 通信行业在 5G 商用的推动下将迎来新一轮上行周期, 公司作为武邮院光电子器件领域上市平台, 独特的产业地位奠定公司成长基础。2) 布局数通高速光模块, 产品结构有望得到优化。3) 光芯片布局, 打造差异化竞争优势且成本端有望得到改善。基于以上观点, 预计公司 2018~2020 年净利润分别为 3.65 亿、4.54 亿、5.95 亿, 对应 EPS 分别为 0.56 元、0.70 元、0.92 元, 维持“增持”评级。

5G 推动行业进入上行周期, 公司产业地位优势显著, 奠定成长基础

2019 年将是全球 5G 商用元年, 我国将于 2019 年迎来 5G 预商用, 2020 年有望实现 5G 商用。公司是武邮院光电子器件领域上市平台, 国内光模块龙头企业, 产业地位显著。回顾公司 4G 时期成长路径, 2014 年~2016 年运营商资本开支提升推动公司收入实现 29% 复合增速, 净利润实现 41% 复合增速。我们认为, 坚实的产业地位将奠定公司在 5G 时期的成长基础。

定增过会, 布局数通高速光模块, 产品结构有望得到优化

公司于 2018 年 12 月 24 日发布公告, 其非公开发行股票事项获得证监会审核通过, 该项目主要用于扩充数通高速光模块产能。根据 LightCounting 预测, 2017 年全球光模块数通市场规模达到 34 亿美元, 2018~2020 年间将继续保持高增长, 复合增速为 21.6%。从产品的毛利率来看, 当前数通高速光模块平均毛利率在 26% 左右, 高于公司 18.8% (2018 年前三季度) 的综合毛利率。我们认为公司加码数通业务有望带来产品结构的优化。

光芯片布局, 打造差异化竞争优势且成本端有望得到改善

公司成立以来持续向产业链上游布局, 打造从芯片到器件到模块的一体化能力。当前公司 25G 光芯片研发正处于持续推进之中, 我们认为光芯片的布局有望打造公司差异化竞争能力。此外, 从光模块成本结构来看, 光芯片在光模块中成本占比较高, 以 100G CWDM4 光模块为例, 光芯片 (25G 激光器+探测器) 在物料成本中的占比达到 43%, 如果公司光芯片顺利实现稳定量产, 则有望带来成本端的改善。

5G 核心标的, 看好公司长期成长, 维持增持评级

收入端, 我们认为公司有望受益于 5G 网络建设以及数通光模块产能释放。毛利率端, 我们认为行业上行周期中新增需求将带来传统业务毛利率改善, 数通高速光模块产能释放有望优化产品结构, 提升综合毛利率。我们预计公司 2018~2020 年净利润分别为 3.65 亿、4.54 亿 (较前值上调 8.6%)、5.95 亿 (较前值上调 9.9%), 对应 EPS 分别为 0.56 元、0.70 元、0.92 元。A 股相关芯片公司 2019 年 PE 均值为 41.1x, 考虑到公司在芯片、器件及模块的一体化布局, 具备估值溢价的基础, 我们认为公司合理估值在 45x~50x, 目标价格区间为 31.5~35.0 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 中美摩擦加剧; 5G 建设进度不及预期; 国内数据中心市场需求不及预期; 行业恶性竞争, 毛利率大幅下降。

公司基本资料

总股本 (百万股)	646.52
流通 A 股 (百万股)	622.77
52 周内股价区间 (元)	19.42~31.79
总市值 (百万元)	17,411
总资产 (百万元)	6,038
每股净资产 (元)	5.08

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	4,059	4,553	5,080	5,982	7,299
+/-%	29.79	12.17	11.58	17.74	22.03
归属母公司净利润 (百万元)	285.02	334.29	364.51	453.98	594.84
+/-%	17.15	17.29	9.04	24.55	31.03
EPS (元, 最新摊薄)	0.44	0.52	0.56	0.70	0.92
PE (倍)	61.08	52.08	47.76	38.35	29.27

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

解析公司中长期成长之逻辑	4
三大逻辑支撑公司中长期成长	4
鉴往知新，公司 4G 时期成长的经历对于 5G 的借鉴意义	4
全球光器件百亿市场空间，公司有源无源产品全面布局	6
2020 年有望成为 5G 建设驱动下公司业绩弹性最大的一年	8
独特的产业地位是公司核心竞争力之一	9
数通高速光模块布局有望打造新增长极并带来产品结构的改善	10
芯片布局有望提升公司差异化服务能力和产品的横向拓展能力	11
估值：研发视角下的价值重估	13
盈利预测与估值分析	14
风险提示	17
PE/PB - Bands	17

图表目录

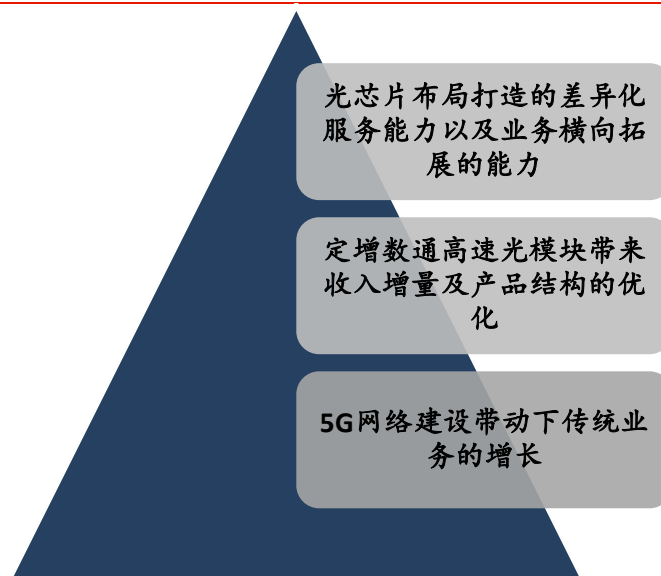
图表 1: 支撑公司中长期成长的三大逻辑.....	4
图表 2: 4G 时期工信部牌照发放时点.....	5
图表 3: 三大运营商资本开支合计（亿元）及增速.....	5
图表 4: 公司收入规模（百万元）.....	5
图表 5: 公司净利润规模（百万元）.....	5
图表 6: 2019 年 5G 重要时间节点预测.....	6
图表 7: 光器件市场规模.....	6
图表 8: 全球有源光器件市场占有率（2016Q2~2017Q1）.....	7
图表 9: 全球无源器件市场占有率（2016Q2~2017Q1）.....	7
图表 10: 公司产品线布局.....	7
图表 11: 公司产品线布局横向比较.....	8
图表 12: 5G 前传及回传光模块对于公司收入和利润贡献测算表.....	8
图表 13: 5G 前传&回传光模块收入贡献（亿元）.....	9
图表 14: 5G 前传&回传光模块净利润贡献（亿元）.....	9
图表 15: 中国信科下属公司.....	9
图表 16: 2014 年以来公司累计收到政府补助总额（百万元）.....	10
图表 17: 2014 年至今，公司申请重大科研项目数及金额.....	10
图表 18: 电信及数通市场光模块规模（百万美元）.....	11
图表 19: 数据中心内部不同光模块产品占比.....	11
图表 20: 数通光模块相关公司毛利率对比.....	11
图表 21: 公司芯片布局有助于拓展产品应用领域.....	12
图表 22: 100G CWDM4 光模块 BOM 成本构成.....	12
图表 23: 相关光器件上市公司累积研发费用（百万）（2014~2017 年）.....	13
图表 24: 研发人员总数及占比.....	13
图表 25: A 股相关光器件公司 2017 年静态 PER 对比.....	13
图表 26: A 股相关光器件公司动态 PER 对比图.....	13
图表 27: 收入拆分表.....	15
图表 28: 费用表.....	15
图表 29: 可比上市公司估值一览表.....	15
图表 30: 可比上市公司估值一览表.....	15
图表 31: 光迅科技历史 PE-Bands.....	17
图表 32: 光迅科技历史 PB-Bands.....	17

解析公司中长期成长之逻辑

三大逻辑支撑公司中长期成长

我们认为公司中长期成长的核心逻辑包括三点：1) 5G 网络建设带动电信传统业务增长；2) 定增数通高速光模块带来收入增量及产品结构的优化；3) 光芯片布局打造差异化服务能力以及业务横向拓展的能力。三者之间逐层递进，前两点是行业 beta 带来的成长机遇，第三点是公司 alpha 的体现。

图表1：支撑公司中长期成长的三大逻辑



资料来源：华泰证券研究所

我们将从历史回顾（4G 时期公司的成长经历）、市场空间（当前光器件市场规模）、市场份额、公司核心竞争力、未来业绩增长点以及估值等多个角度对于公司中长期成长的逻辑进行阐述，具体来看可以分为以下七个问题：

- 1) 为了更好的预测公司在 5G 时期的成长性，我们有必要知道公司 4G 时期的成长经历如何。
- 2) 光器件行业的市场空间以及公司的市场份额是怎样的？（公司成长的天花板）
- 3) 公司的核心竞争力是什么？
- 4) 5G 光模块对于公司业绩的弹性如何？
- 5) 公司定增项目布局数据中心高速光模块对于公司有何影响？
- 6) 公司光芯片业务的布局对于公司的影响如何？
- 7) 如何看到公司的估值？

鉴往知新，公司 4G 时期成长的经历对于 5G 的借鉴意义

我们站在历史回顾的角度上揭示行业周期对于公司经营业绩的影响——运营商资本开支提升带来的增量需求是公司业绩增长的基础。整体来看，公司在 4G 时期实现了快速的增长，我们认为 5G 大周期的来临有望再次推动公司的成长。

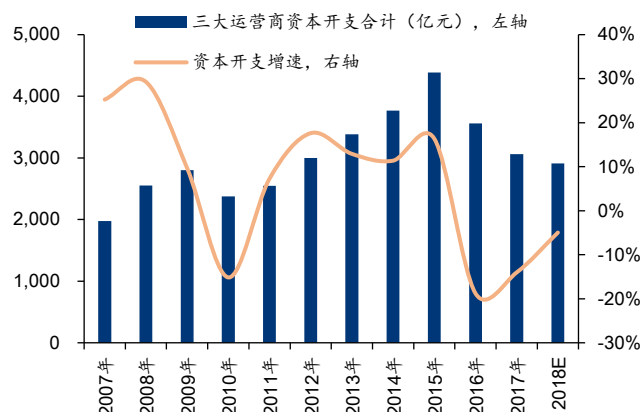
“以史为鉴，温故知新”。回顾公司 4G 周期成长经历，2013 年 12 月 4 日，工信部向三大运营商正式发布 4G TD-LTE 牌照，次年中国移动率先启动 4G 网络建设并由此开启 4G 建设大幕，2014 年运营商完成运营商资本开支 3769 亿，同比增长 11.4%。2015 年年初中国电信和中国联通获得 FDD-LTE 牌照，并在当年加码 4G 建设，推动运营商资本开支达到 4G 周期峰值，运营商全年完成资本开支 4386 亿，同比增长 16.4%。随后，网络建设高峰过去，运营商资本开支开始回落。

图表2: 4G 时期工信部牌照发放时点



资料来源: 工信部、华泰证券研究所

图表3: 三大运营商资本开支合计(亿元)及增速

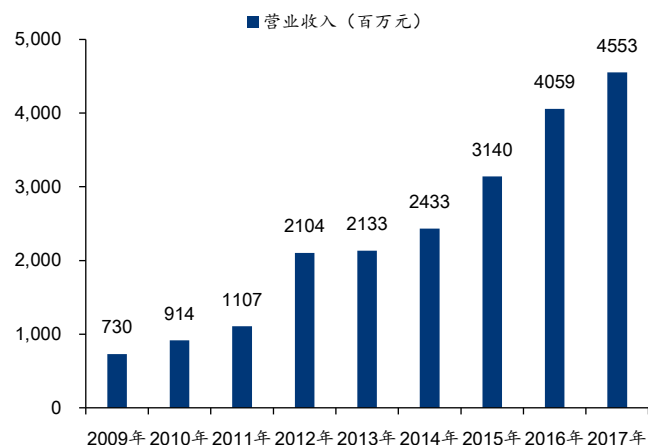


资料来源: Wind、华泰证券研究所

对比 3G 周期, 公司在 4G 周期实现了跨越式发展。具体来看, 公司 4G 时期发展可以分为两个阶段。

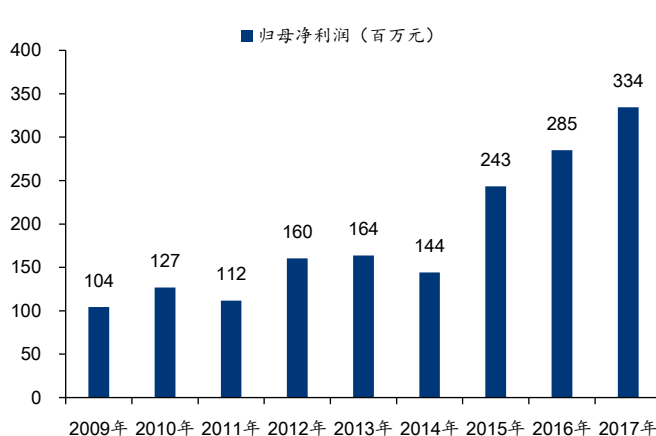
- 1) 快速增长阶段 (2014~2016 年): 收入端, 公司收入复合增速达到 29%, 并在 2016 年首次突破 40 亿。净利润端, 公司净利润复合增速达到 41%, 2016 年公司实现净利润 2.85 亿。运营商资本开支提升是公司业绩快速增长的大背景, 但同时我们也注意到, 2016 年当运营商资本开支下滑时, 公司收入依旧保持了 29.8% 的增速, 净利润同比增长 17.2%。
- 2) 平稳增长阶段 (2017 年至今): 进入 2017 年, 运营商资本开支持续下滑加剧了行业的存量竞争。在此背景下, 公司整体盈利并未出现同比下滑, 我们认为多元化产品布局以及新市场的开拓是公司实现稳定增长的保证。

图表4: 公司收入规模(百万元)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

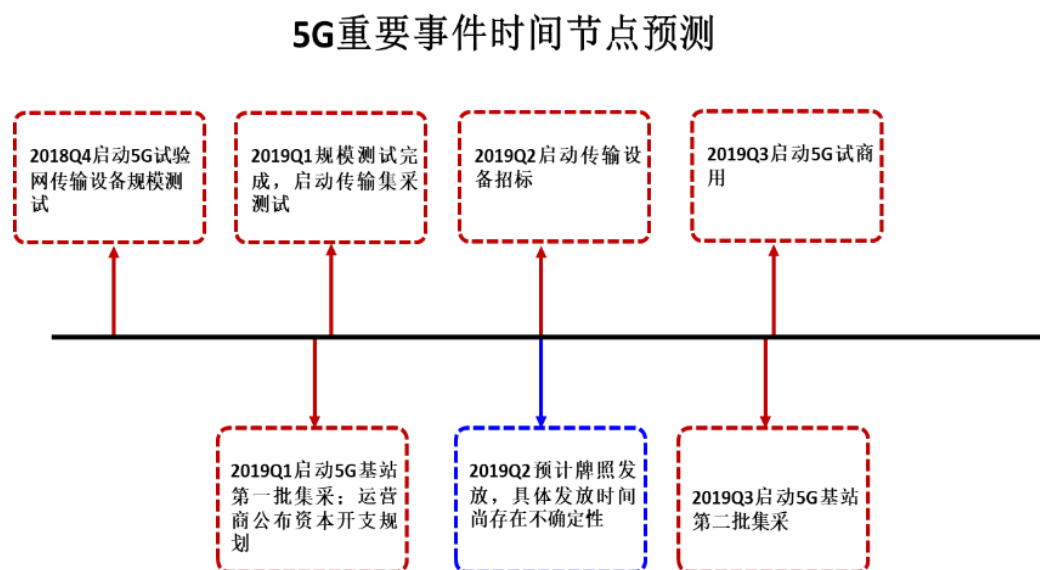
图表5: 公司净利润规模(百万元)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

2019 年是全球 5G 元年, 同期我国有望启动预商用并于 2020 年实现正式商用。从全球 5G 发展进程来看, 韩国三大运营商将于 2019 年率先提供 5G 服务, 开启 5G 商用元年。我国 5G 进程方面, 工信部于 2018 年 12 月 10 日向三大运营商正式分配 5G 频谱, 奠定 2019 年 5G 预商用基础, 5G 规模商用则将于 2020 年正式启动。我们认为 5G 网络建设是通信行业成长的行业性机遇, 并有望带动公司电信传统业务的增长。

图表6：2019 年 5G 重要时间节点预测



资料来源：华泰证券研究所

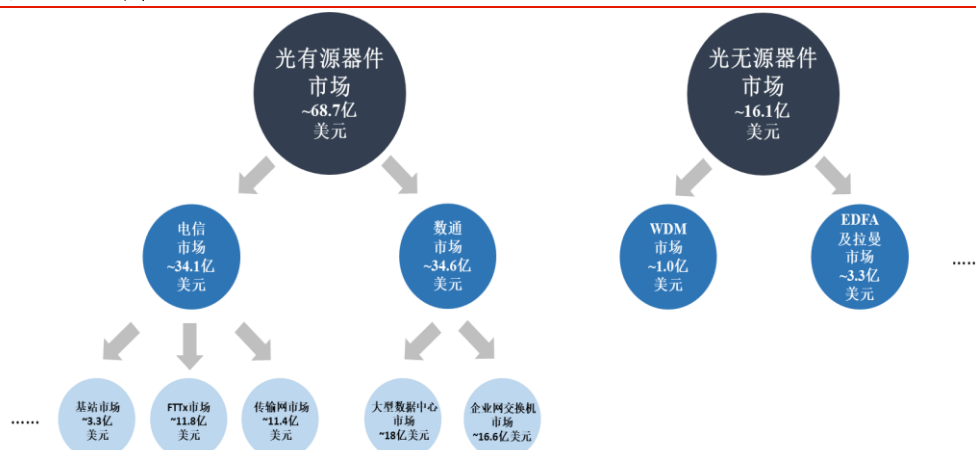
全球光器件百亿市场空间，公司有源无源产品全面布局

公司所属行业为光器件行业。一般而言，光器件分为光有源器件和光无源器件。

光有源器件是指可以实现光电信号转换的功能器件，是光通信传输系统的核心部件，常见的有源器件包括 TOSA、ROSA 以及光模块（广义的光有源器件包含光模块的，相关第三方研究机构在进行市场规模统计时通常将光模块归入光有源器件之中进行统计），根据 LightCounting 数据，2017 年全球光有源器件的市场规模为 68.7 亿美元。

光无源器件不进行光电信号的转换，主要实现对光信号的耦合、阻隔、连接和分离，常见的无源器件包括隔离器、连接器等，根据 OVUM 数据，2017 年全球光无源器件市场规模为 16.1 亿美元。

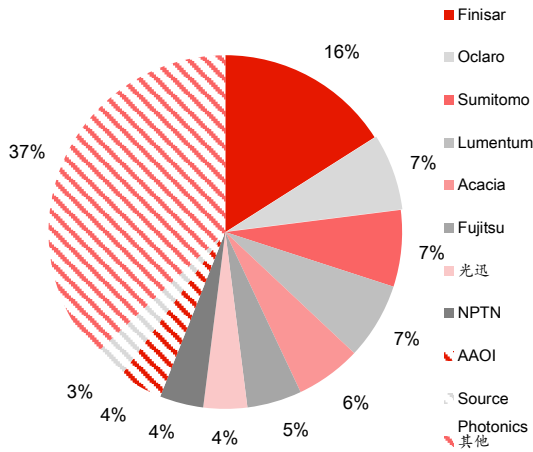
图表7：光器件市场规模



资料来源：LightCounting、OVUM、华泰证券研究所

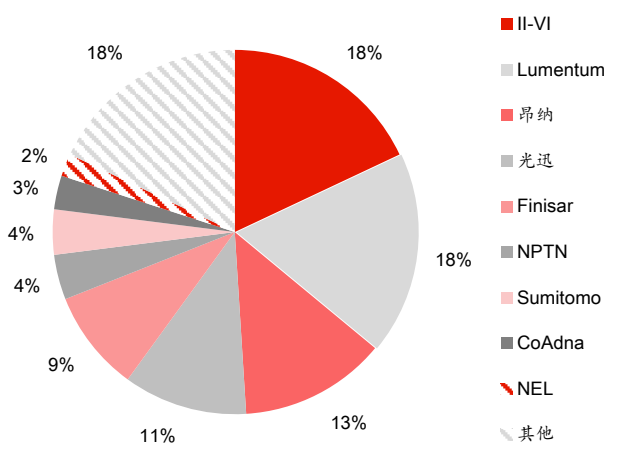
公司是全球前十大光器件公司，在有源光器件以及无源光器件领域均排名靠前。根据 OVUM 统计，2016Q2~2017Q1 期间，公司在全球有源光器件市场中排名第 7，对应市场份额 4%，是唯一一家进入全球前十的中国公司。无源光器件方面，公司以 11% 的市场份额排名第 4，另一家中国企业昂纳科技以 13% 的市占率排名第 3。

图表8： 全球有源光器件市场占有率（2016Q2~2017Q1）



资料来源：OVUM、华泰证券研究所

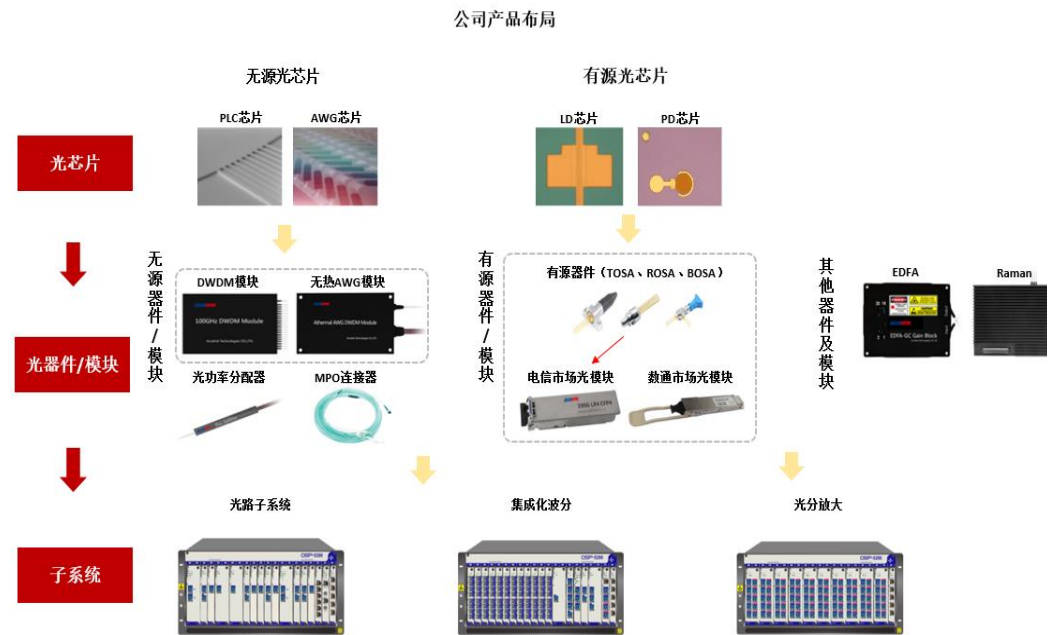
图表9： 全球无源器件市场占有率（2016Q2~2017Q1）



资料来源：OVUMd、华泰证券研究所

公司产品布局全面，具备从芯片到器件/模块到系统的垂直一体化能力。公司的产品覆盖光有源器件、光无源器件、光模块、子系统，并向行业上游布局光电子芯片。在电信市场领域，公司能够提供包括无线、FTTx、传输等多个应用场景之下的产品。从产品种类覆盖方面，仅次于 Finisar。

图表10： 公司产品线布局



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

图表11: 公司产品线布局横向比较

	DATACOM					TELECOM									
	Fibre Channel	Ethernet	Optical Engines	InfiniBand	Active Cables	SONET/SDH	CWDM/DWDM	Wireless	Bidi Access	WSS	Passives	Optical Amplifiers	Coherent	High Speed Components	
FINISAR															
Foxconn															
Sumitomo/Excelight															
Lumentum															
Oclaro															
II-VI															
Fujitsu															
Acacia															
NeoPhotonics															
Accelink															

资料来源: Finisar 推介材料、华泰证券研究所

2020 年有望成为 5G 建设驱动下公司业绩弹性最大的一年

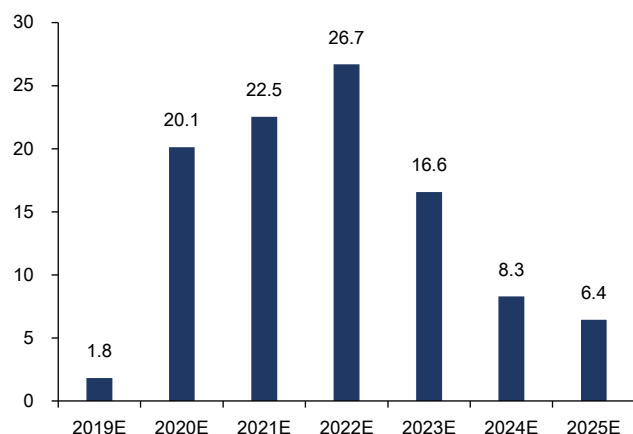
根据我们的模型测算,我国面向 5G 前传及回传应用的光模块市场规模(2019 年~2025 年)为 251 亿元。划分到具体年份,2019 年由于 5G 规模商用尚未启动,5G 光模块主要满足试验网应用需求。2020 年,伴随着 5G 正式商用,光模块市场将开始起量,并带动公司相关业务收入提升。基于现有模型,我们预计 5G 将在 2022 年达到建设高峰,前传及回传光模块贡献收入 26.7 亿,贡献净利润 1.84 亿。需要指出的是,从收入和净利润增速来看,2020 年将是业绩弹性最大的一年。

图表12: 5G 前传及回传光模块对于公司收入和利润贡献测算表

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
前传光模块市场规模预测							
当年新建 5G 基站数(万站)	5.1	76.0	106.3	146.9	91.2	45.6	35.4
单基站光模块使用数(个)	6	6	6	6	6	6	6
前传光模块单价(元)	475	371	296	246	246	246	246
国内前传光模块规模(亿元)	2.9	33.8	37.8	43.4	26.9	13.5	10.5
回传光模块市场规模预测							
回传-接入侧光模块数量(万个)	20.26	303.84	425.38	587.42	364.61	182.30	141.79
回传-接入侧光模块均价(元)	500	350	280	250	250	250	250
回传-接入侧对应市场规模(亿元)	1.01	10.63	11.91	14.69	9.12	4.56	3.54
回传-汇聚侧光模块数量(万个)	2.53	37.98	53.17	73.43	45.58	22.79	17.72
回传-汇聚侧光模块均价(元)	3000	2100	1680	1500	1500	1500	1500
回传-汇聚侧对应市场规模(亿元)	0.76	7.98	8.93	11.01	6.84	3.42	2.66
回传-核心侧光模块数量(万个)	0.42	6.33	8.86	12.24	7.60	3.80	2.95
回传-核心侧光模块均价(元)	30000	21000	16800	15000	15000	15000	15000
回传-核心侧对应市场规模(亿元)	1.27	13.29	14.89	18.36	11.39	5.70	4.43
国内回传网光模块规模(亿元)	3.0	31.9	35.7	44.1	27.3	13.7	10.6
公司国内前传光模块市场份额	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
公司国内回传网光模块市场份额	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
国内收入贡献(亿元)	1.6	18.1	20.3	24.0	14.9	7.5	5.8
海外模块收入/国内模块收入	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11
海外模块收入(亿元)	0.18	2.01	2.25	2.67	1.66	0.83	0.64
光模块业务总收入	1.8	20.1	22.5	26.7	16.6	8.3	6.4
净利率	6.80%	7.00%	7.00%	6.90%	6.80%	6.70%	6.70%
净利润贡献(亿元)	0.12	1.41	1.58	1.84	1.13	0.55	0.43

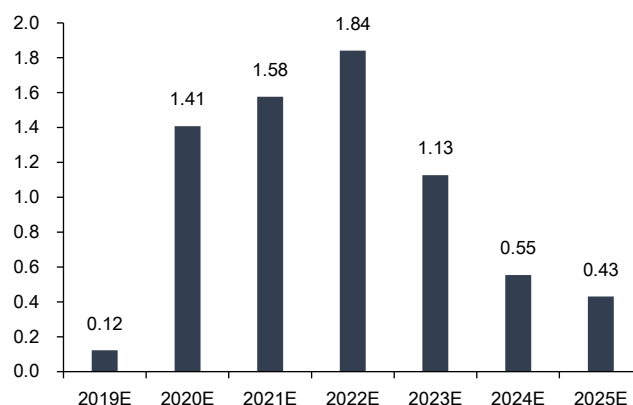
资料来源: 华泰证券研究所

图表 13: 5G 前传&回传光模块收入贡献 (亿元)



资料来源: 华泰证券研究所

图表 14: 5G 前传&回传光模块净利润贡献 (亿元)



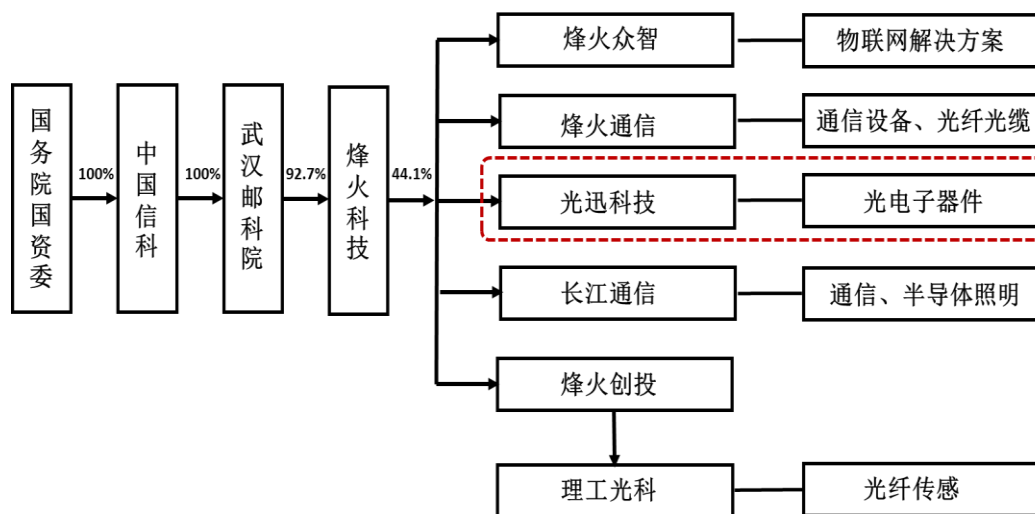
资料来源: 华泰证券研究所

独特的产业地位是公司核心竞争力之一

我们认为公司的核心竞争力体现在两方面: 1) 独特的产业链地位; 2) 公司依托其产业链地位, 多年来同院校以及科研单位联合完成了多项重大科研课题, 在这一过程中积累下来的科研成果孕育着尚未变现的价值。

从股东结构的角度看公司产业链地位。公司实际控制人为国务院国资委, 间接控股股东为武汉邮电科学研究院 (简称武邮院), 控股股东为中国信科。武邮院是中国光通信的发源地, 我国第一根光纤于此诞生, 同时也是国内唯一集光通信三大战略技术 (通信系统、光纤光缆、光电器件) 的研究、开发、生产和销售为一体的科研和产业实体。武邮院在光纤通信领域具有深厚的研发实力, 几乎承担了从“六五”到“十五”期间所有国家重点科技攻关项目中关于光纤通信方面的研究课题, 并设立“新一代光纤通信技术和网络企业国家重点实验室”等一系列创新中心。武邮院旗下拥有包括光迅科技、烽火通信、理工光科、长江通信在内的多家上市公司, 资产规模逾百亿。其中光迅科技是武邮院布局光电子器件的主体, 在集团通信业务产业链中的定位是担任强化我国基础光器件研发生产能力的任务。

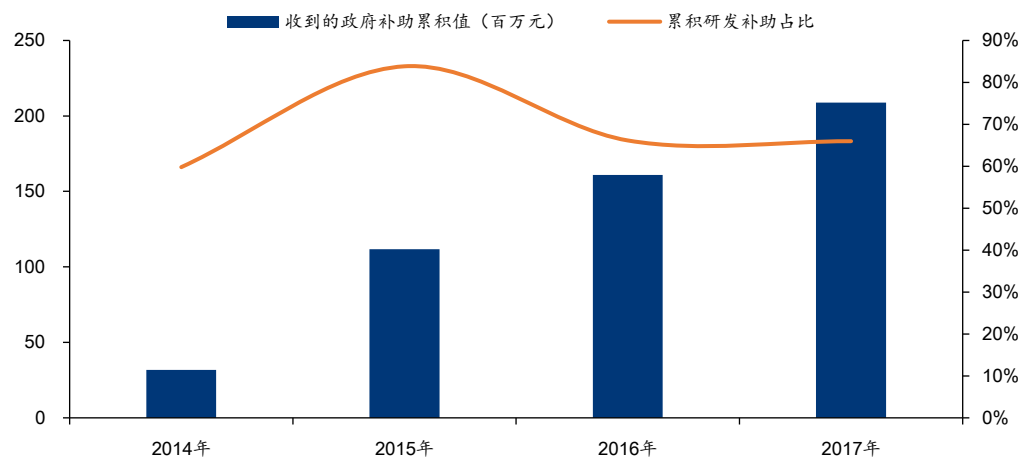
图表 15: 中国信科下属公司



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

从政府补助的总量和结构看公司产业链地位。政府补助一般是指企业从政府无偿取得的货币性资产或非货币性资产，但不包括政府作为所有者投入的资本。我国目前主要的政府补助包括财政贴息、研究开发补贴、政策性补贴等。我们认为一个企业所获得政府补助的多少以及结构在一定程度上是企业产业链地位的体现。政府补助总量上，我们测算 2014 年~2017 年间公司累计获得政府补助 2.1 亿，远高于同行业其他公司。此外在政府补助的结构上，大部分为研发项目补助，我们测算这个比例大约在 66%，即公司自 2014 年以来获得的政府补助中大约有 1.39 亿为项目研发补助。公司自上市以来先后参与了多项国家重点科研项目（国家 863 计划等），并于 2017 年获得国家科学技术进步二等奖（获奖项目为《光网络用光分路器芯片及阵列波导光栅芯片关键技术及产业化》）。我们认为，高校和科研院所是我国科技领域的重要一环，在某种程度上代表着我国科学技术的最高水平。公司多年来通过项目联合开发积累了大量的科研成果，这些科研成果的孕育着尚未变现的价值。

图表 16：2014 年以来公司累计收到政府补助总额（百万元）



资料来源：公司年报、华泰证券研究所

图表 17：2014 年至今，公司申请重大科研项目数及金额

	历年申请及参与重大科研项目数目	涉及金额（不完全统计）
2014 年	27	未知
2015 年	17	未知
2016 年	24	3000 万
2017 年	38	3600 万

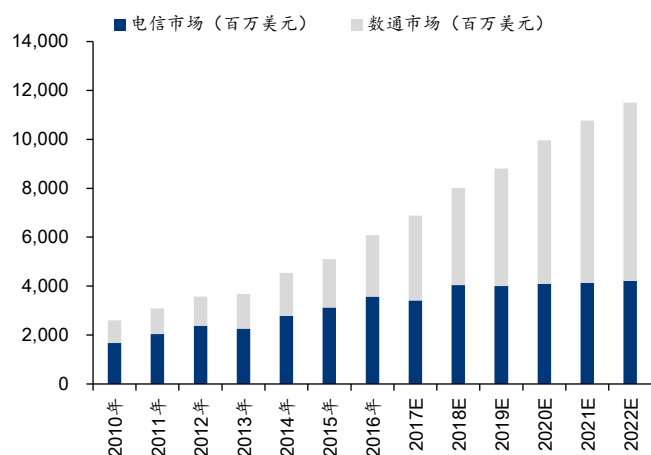
资料来源：公司年报、华泰证券研究所

数通高速光模块布局有望打造新增长极并带来产品结构的改善

我们认为公司定增数通高速光模块带来收入增量及产品结构的优化。云计算的快速发展推动了全球大型数据中心的建设，与此同时流量的快速增长以及数据中心内部东西向流量交互的需求使得对于高速率光模块的需求持续增长。我们认为公司定增加码高速光模块市场有望带来增量收入同时产品结构有望得到优化。

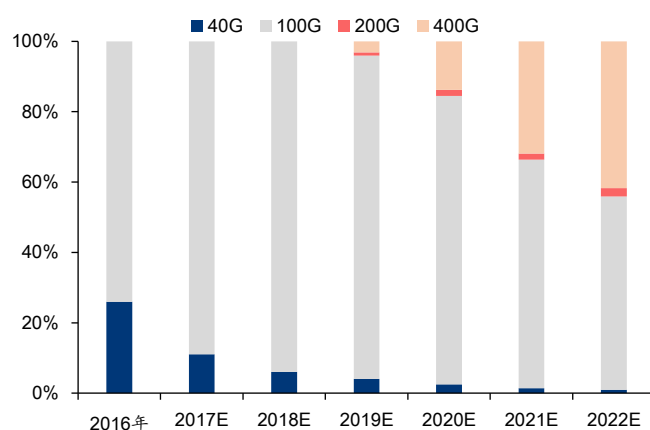
数据中心已成为光模块行业成长重要驱动力。根据 LightCounting 测算，受益于大型数据中心建设推动，2017 年全球数通光模块市场规模达到 34 亿美元，预计 2018~2020 年将保持 21.6% 的复合增速，成为行业增长的重要驱动力。从数通市场的产品结构来看，根据 OVUM 预测，在 2018~2022 年间 100G 光模块依旧是市场主流产品，400G 产品的占比将逐渐提升，高速光模块将成为行业的主要需求。在此背景下，公司拟非公开发行股份募集不超过 10.2 亿元，加码数通 100G 高速光模块业务。我们认为数通市场高速光模块产品有望为公司带来收入增量。

图表 18: 电信及数通市场光模块规模 (百万美元)



资料来源: LightCounting、华泰证券研究所

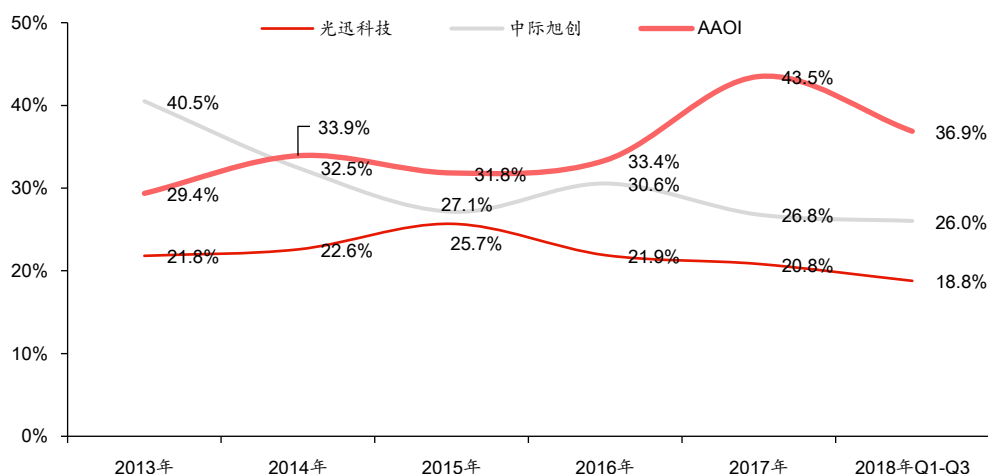
:图表 19: 数据中心内部不同光模块产品占比



资料来源: OVUM、华泰证券研究所

数通高速产品有望带来公司产品结构的优化并推动综合毛利率改善。当前公司相关产品主要用于电信市场，2018 年前三季度公司综合毛利率为 18.8%，低于数通市场相关公司毛利率。我们认为新产品的布局有望优化公司产品结构，推动其综合毛利率改善。

图表 20: 数通光模块相关公司毛利率对比

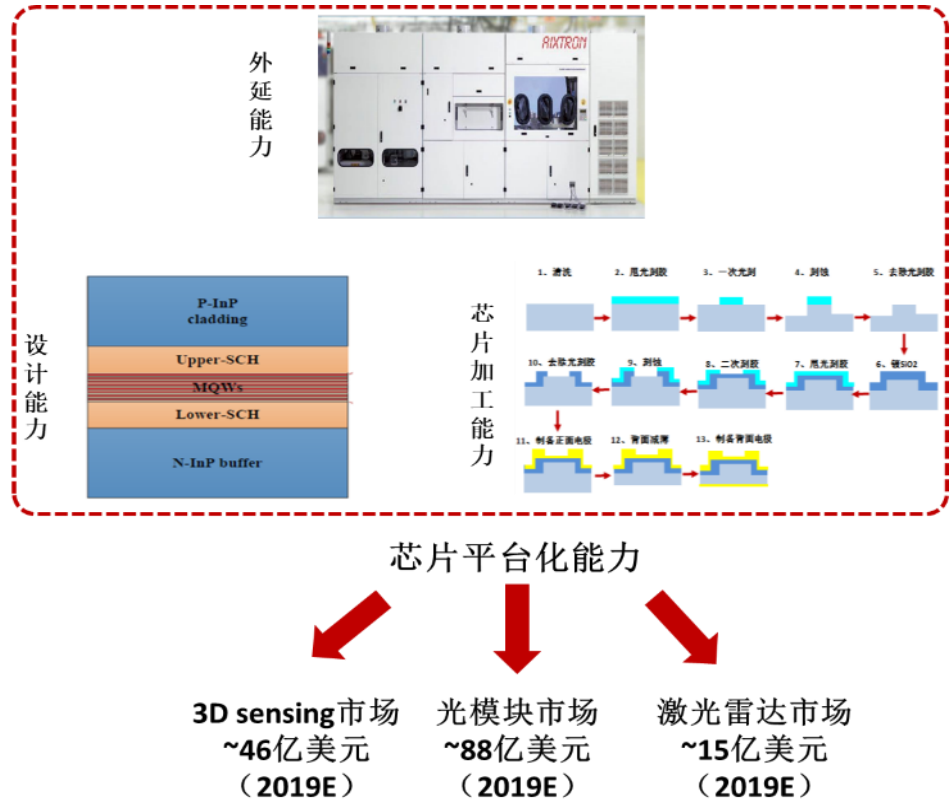


资料来源: 公司年报、华泰证券研究所

芯片布局有望提升公司差异化服务能力和产品的横向拓展能力

我们认为公司在光芯片领域的布局有望打造差异化服务能力以及业务横向拓展的能力。我们认为公司在光芯片领域的布局有望打造差异化服务能力，为下游客户进行定制化产品的开发，进而提升与客户之间的粘性。在此基础上我们认为光芯片对于公司的意义不仅仅局限于产品层面，它更是一种平台化的能力，这有助于帮助公司将产品从光通信领域向消费电子（3D sensing）、激光雷达、家庭应用（高清电视转换器）进行拓展。

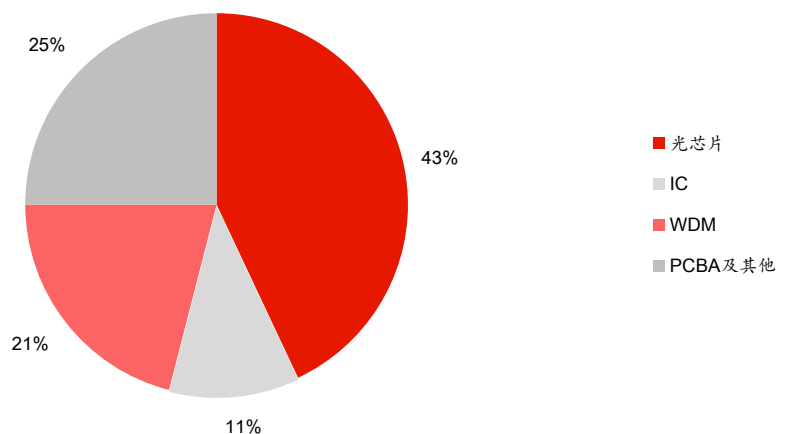
图表 21：公司芯片布局有助于拓展产品应用领域



资料来源：LightCounting、OVUM、华泰证券研究所

此外，从成本端来看，以 100G CWDM4 光模块为例，光芯片（25G 激光器+探测器）在物料成本中的占比达到 43%。公司高速光芯片主要通过外购获得，是公司的主要成本项，未来如果公司光芯片顺利实现稳定量产，有望带来成本端的改善。

图表 22：100G CWDM4 光模块 BOM 成本构成

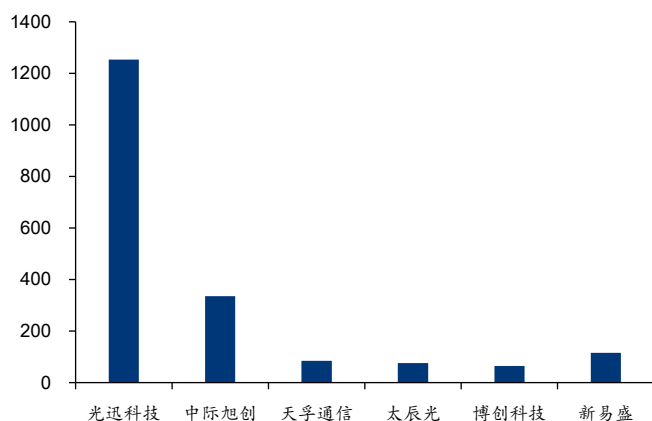


资料来源：OVUM（2017 年）、华泰证券研究所

估值：研发视角下的价值重估

我们认为新产品的研发能力是优秀的光模块企业所需具备的核心竞争力之一，研发的投入短期内会对公司的利润产生侵蚀，但却奠定了一个企业长期成长的基础。横向比较 A 股上市相关光器件公司的累积研发投入和研发人员占比，可以看到光迅科技在累积研发投入和研发人员占比上都处于行业前列的地位，2014 年~2017 年间公司累积研发费用达到 12.54 亿元，远高于行业其他企业。研发人员占比上，截止 2017 年公司研发人员占公司总人数的比重为 16.81%，仅次于中际旭创的 17.53%。

图表 23：相关光器件上市公司累积研发费用（百万）（2014~2017 年）



资料来源：公司财报、华泰证券研究所

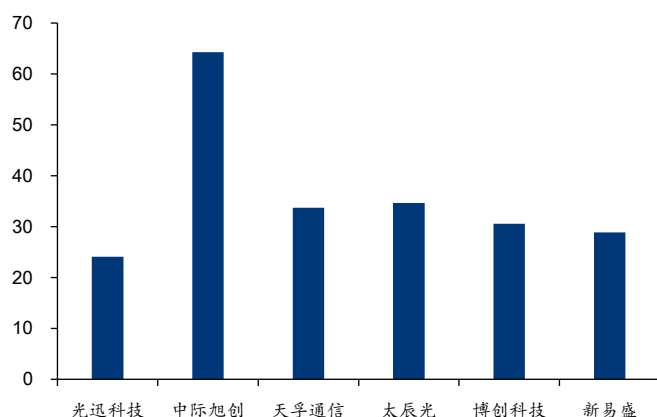
图表 24：研发人员总数及占比



资料来源：公司财报、华泰证券研究所

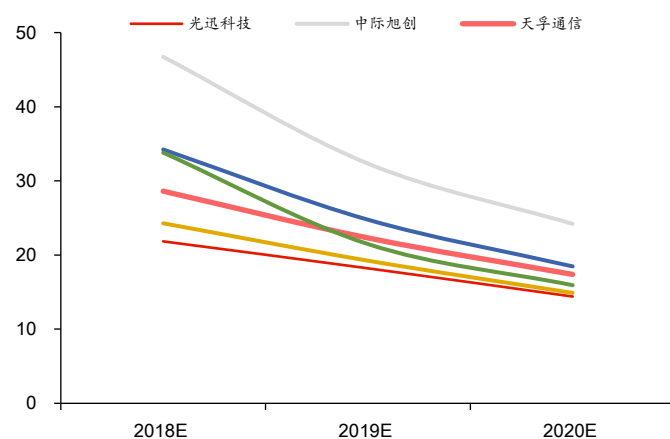
站在企业长期发展的角度来看，我们认为研发费用的价值应该重估，为此我们参照 wind 的定义，选取 PER 指标对于 A 股上市相关光器件进行重估。PER 的定义为公司市值/（净利润+研发费用）。在此定义之下，我们计算了相关公司 2017 年静态的 PER 数值，如下图所示，从中可以看到，在可比公司之中光迅科技的 PER 静态值为 23.69，处于可比公司中较低的水平。进一步，我们以市场一致预期为参考，计算了当前市值下对应 2018~2020 年相关公司动态的 PER 数值，如下图所示。

图表 25：A 股相关光器件公司 2017 年静态 PER 对比



资料来源：公司财报、华泰证券研究所

图表 26：A 股相关光器件公司动态 PER 对比图



资料来源：公司财报、华泰证券研究所

盈利预测与估值分析

盈利预测

我们看好公司在 5G 及数据中心建设推动下的中长期成长机遇，主要推荐逻辑包括三点：

- 1) 5G 网络建设带动电信传统业务增长；
- 2) 定增数通高速光模块带来收入增量及产品结构的优化；
- 3) 光芯片布局打造差异化服务能力以及业务横向拓展的能力。

对于公司盈利预测关键假设如下：

营业收入：我们预计公司 2018~2020 年营业收入分别为 50.8 亿、59.8 亿、73.0 亿，对应同比增速分别为 11.6%、17.7%、22.0%。

- 1) 传输业务：公司传输业务的主要产品包括子系统、传输模块、无源产品和光纤放大器。从国内网络建设周期来看 2018 年处于 4G 后周期，国内新建需求有所下降。海外方面，根据我们调研了解，美国电信运营商网络建设需求提升，推动公司无源及传输模块业务有所增长。根据公司公告，2018 年上半年无源产品和传输模块的收入增速分别为 10.56% 和 1.41%。全年来看，我们预计海外需求将弥补国内需求下滑的影响，全年来看 2018 年传输业务同比增速有望达到 8.32%。2019 年~2020 年，全球将陆续启动 5G 商用，5G 网络建设带来行业新增需求。从网络建设节奏来看，传输网建设先行有望带来新增传输设备采购，我们预计 2019 年运营商对于传输设备的采购将在 Q2 左右陆续启动。从需求的传导来看，传输设备新增采购将推动传输光模块需求改善。2020 年我国有望正式启动 5G 商用，参考 4G 建设时期的经验，2014 年移动率先启动 4G 商用，当年其传输侧相关资本开支同比提升 6.89%。2015 年电信和联通启动 4G 商用，当年两家公司传输侧相关资本开支同比分别提升 42.28% 和 35.95%。综上所述，我们预计 2019~2020 年公司传输业务收入增速分别为 15%、20%。
- 2) 接入与数据业务：公司接入与数据业务的主要产品包括 PON (FTTx 固网建设)、SFP (无线基站建设) 以及数通产品。2018 年上半年，受到中兴事件等影响，设备商采购节奏相对放缓，在此影响下公司 PON 及 SFP 产品收入相比于去年同期有所下滑，分别下滑 17.5% 和 26.0%。数通业务方面，公司积极开拓国内外新客户，相关业务收入同比增长 156%。进入 2018 年下半年，随着中兴事件落地，设备商采购持续恢复。此外，根据我们产业调研了解，公司数通业务持续推进。我们预计 2018 年公司接入与数据业务收入同比增速有望达到 20.58%。2019~2020 年，我们认为公司该项业务的驱动力来自于 5G 无线基站建设带来 SFP 光模块需求的提升以及公司数通 100G 高速光模块产能的释放。参考 4G 建设经验，2014 年移动率先启动 4G 商用，当年其移动网络相关资本开支同比提升 39.6%。2015 年电信和联通启动 4G 商用，当年两家公司移动网络相关资本开支分别提升 73.4% 和 65.2%。综上所述，我们预计 2019~2020 年公司相关业务收入增速分别为 22%、25%。

毛利率：我们预计公司 2018~2020 年毛利率分别为 19.32%、20.72%、21.42%。

- 1) 传输业务：近两年公司传输业务一直保持着相对稳定的毛利率，一方面的原因在于公司传输业务产品结构主要针对中高端应用，另一方面原因在于客户结构，部分海外客户对于公司无源和传输模块的采购使得毛利率整体维持相对平稳的水平。我们预计在 5G 建设周期期间公司该项业务毛利率有望维持平稳，2018 年~2020 年毛利率对应为 26.32%、26.00%、26.00%。
- 2) 接入与数据业务：5G 网络和数据中心的建设将带来对于光器件的新增需求，增量市场下，公司传统产品的毛利率有望得到改善。此外，随着公司数通高速光模块的量产，接入与数据业务的产品结构有望得到改善，进而推动综合毛利率提升。我们预计 2018~2020 年该项业务的毛利率分别为 8.88%、13.00%、15.00%

图表 27：收入拆分表

	2016 年	2017 年	2018E	2019E	2020E
传输业务（百万元）	2314	2851	3088	3551	4262
YoY	38.81%	23.21%	8.32%	15.00%	20.00%
毛利率	26.00%	25.76%	26.32%	26.00%	26.00%
接入与数据业务（百万元）	1745	1652	1992	2430	3038
YoY	18.48%	-5.34%	20.58%	22.00%	25.00%
毛利率	15.00%	12.03%	8.88%	13.00%	15.00%
收入合计（百万元）	4059	4553	5080	5981	7299
YoY	29.28%	12.17%	11.57%	17.74%	22.03%
综合毛利率	21.90%	20.83%	19.32%	20.72%	21.42%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

费用率：我们认为 5G 网络和数据中心的建设将推动行业景气提升，未来随着公司高速光模块产能的释放，规模效应将逐渐显现。此外，公司持续推动精细化管理，带来成本费用管控的持续改善。我们预计公司 2018~2020 年销售费用率分别为 2.70%、2.65%、2.60%，管理费用率分别为 9.50%、9.45%、9.40%。

图表 28：费用表

	2016 年	2017 年	2018E	2019E	2020E
销售费用率	3.25%	2.51%	2.70%	2.65%	2.60%
管理费用率	11.04%	9.99%	9.50%	9.45%	9.40%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

估值分析

公司所在行业为光器件行业，当前光器件行业中 A 股上市的可比公司包括中际旭创、天孚通信、新易盛、太辰光、博创科技。其可比估值如下表所示，从中可以看到，2019 年可比公司估值区间为[18.0, 41.4]，PE 均值为 29.6x，中位数为 31.9。

图表29：可比上市公司估值一览表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS（元）				P/E（倍）				PB
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
300308.SZ	中际旭创	40.3	0.3397	1.52	2.24	3.07	118.7	26.5	18.0	13.1	40.3
300394.SZ	天孚通信	25.8	0.5591	0.64	0.81	1.03	46.1	40.3	31.9	25.0	25.8
300502.SZ	新易盛	19.9	0.4661	0.25	0.48	0.68	42.6	79.4	41.4	29.2	19.9
300570.SZ	太辰光	18.7	0.4353	0.61	0.76	0.99	43.0	30.7	24.6	18.9	18.7
300548.SZ	博创科技	36.1	0.9574	0.81	1.12	1.51	37.7	44.6	32.2	23.9	36.1
估值均值							57.6	44.3	29.6	22.0	
估值中位数							43.0	40.3	31.9	23.9	

资料来源：华泰证券研究所、数据日期：2019 年 1 月 7 日

需要指出的是，公司是 A 股上市公司中少数具备光芯片量产能力的企业之一，从芯片的角度来看 A 股中可比的公司包括：兆易创新、景嘉微、耐威科技。其可比估值如下表所示，从中可以看到，2019 年可比公司估值区间为[23.7, 54.5]，PE 均值为 41.1x，中位数为 45.2x。

图表30：可比上市公司估值一览表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS（元）				P/E（倍）				PB
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
603986.SH	兆易创新	62.9	1.960	1.93	2.65	3.61	32.1	32.6	23.7	17.4	9.05
300474.SZ	景嘉微	35.4	0.440	0.48	0.65	0.86	80.5	73.8	54.5	41.2	4.79
300456.SZ	耐威科技	25.3	0.260	0.39	0.56	0.76	97.3	64.9	45.2	33.3	4.57
估值均值							70.0	57.1	41.1	30.6	
估值中位数							80.5	64.9	45.2	33.3	

资料来源：华泰证券研究所、数据日期：2019 年 1 月 7 日

我们看好公司在 5G 及数通市场的成长机遇。收入端，我们认为 2019 年 5G 将在全球范围内陆续迎来商用，5G 网络建设需求将推动运营商及设备商提升相关设备及光模块的采购。2020 年我国 5G 有望正式迎来商用，参考 4G 经验，运营商资本开支有望得到较为明显的改善。此外，公司数通 100G 高速光模块产能的释放也将带来新增收入。毛利率端，5G 网络建设带来边际需求改善，在行业上行周期中，增量需求有望带来公司传统业务毛利率的恢复。此外，毛利率相对较高的数通 100G 高速光模块产能的释放有望带动公司产品结构改善，优化综合毛利率。基于以上判断，我们上调公司 2019~2020 年盈利预测，我们预计公司 2018~2020 年净利润分别为 3.65 亿、4.54 亿（较前值上调 8.6%）、5.95 亿（较前值上调 9.9%），对应 EPS 分别为 0.56 元、0.70 元、0.92 元。A 股相关芯片公司 2019 年 PE 均值为 41.1x。考虑到公司国内光模块龙头地位以及在芯片、器件及模块领域的一体化布局，具备估值溢价的基础，我们认为公司合理估值在 45x~50x，目标价格区间为 31.5~35.0 元，维持“增持”评级。

风险提示

中美贸易摩擦加剧。现阶段公司高端芯片尚需要从国外进口，且部分传输光模块主要面向以美国为代表的海外市场，如果贸易摩擦加剧将对公司相关业务产生不利的影响。

5G 建设进度不及预期。公司基站侧光模块、无源相关产品的放量是以 5G 网络建设为前提，如果 5G 建设进度不及预期，将会对公司业绩预测产生影响。

国内数据中心市场需求不及预期。公司定增布局的数通高速光模块的放量是以国内数据中心市场需求改善为前提，如果相关市场进展不及预期将会对公司业绩预测产生影响。

行业恶性竞争，毛利率大幅下降。如果市场增量需求不及预期，行业整体处于存量竞争阶段的话会加剧行业竞争，从而对于毛利率产生负面的影响。

PE/PB - Bands

图表31: 光迅科技历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表32: 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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3,966	3,997	2,807	3,213	3,817
现金	961.24	871.11	2,807	3,213	3,817
应收账款	701.33	1,167	0.00	0.00	0.00
其他应收账款	14.50	27.50	0.00	0.00	0.00
预付账款	49.09	66.80	0.00	0.00	0.00
存货	1,327	1,228	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	913.42	636.83	0.00	0.00	0.00
非流动资产	850.65	1,165	843.34	731.49	615.57
长期投资	0.68	67.13	0.00	0.00	0.00
固定投资	694.97	713.39	690.09	618.44	522.62
无形资产	56.39	66.30	66.30	66.30	66.30
其他非流动资产	98.60	318.51	86.95	46.75	26.65
资产总计	4,817	5,163	3,650	3,945	4,433
流动负债	1,707	1,793	0.00	0.00	0.00
短期借款	153.28	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	798.79	1,090	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	754.75	703.37	0.00	0.00	0.00
非流动负债	196.45	199.90	205.31	154.35	155.48
长期借款	74.00	74.00	84.00	34.00	34.00
其他非流动负债	122.45	125.90	121.31	120.35	121.48
负债合计	1,903	1,993	205.31	154.35	155.48
少数股东权益	79.68	76.04	76.04	76.04	76.04
股本	209.64	628.90	646.50	646.50	646.50
资本公积	1,488	1,090	1,090	1,090	1,090
留存公积	1,141	1,373	1,632	1,977	2,461
归属母公司股东权益	2,834	3,094	3,369	3,714	4,201
负债和股东权益	4,817	5,163	3,650	3,945	4,433

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	180.94	281.13	1,828	540.86	688.89
净利润	273.94	327.27	364.51	453.98	594.84
折旧摊销	108.83	139.05	103.70	111.84	115.92
财务费用	(28.26)	9.05	(45.00)	(25.00)	(25.00)
投资损失	0.56	2.55	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(238.90)	(223.38)	1,453	0.00	0.00
其他经营现金	64.77	26.59	(47.87)	0.04	3.13
投资活动现金	156.72	(93.43)	142.17	0.00	0.00
资本支出	250.61	329.60	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	69.00	(67.13)	0.00	0.00
其他投资现金	407.33	305.17	75.04	0.00	0.00
筹资活动现金	44.07	(105.61)	(34.49)	(134.91)	(84.91)
短期借款	130.53	(153.28)	0.00	0.00	0.00
长期借款	74.00	0.00	10.00	(50.00)	0.00
普通股增加	(0.25)	419.26	17.60	0.00	0.00
资本公积增加	(2.19)	(397.59)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(158.02)	26.00	(62.09)	(84.91)	(84.91)
现金净增加额	388.41	79.78	1,936	405.96	603.98

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,059	4,553	5,080	5,982	7,299
营业成本	3,170	3,604	4,099	4,742	5,736
营业税金及附加	21.53	25.42	25.40	29.91	36.50
营业费用	132.01	114.41	137.17	158.51	189.79
管理费用	448.06	454.97	482.62	565.27	686.15
财务费用	(28.26)	9.05	(45.00)	(25.00)	(25.00)
资产减值损失	47.58	32.98	41.30	47.40	57.40
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.56)	(2.55)	0.00	0.00	0.00
营业利润	266.98	364.60	340.01	463.31	618.71
营业外收入	52.42	2.76	65.00	40.00	40.00
营业外支出	2.65	0.32	0.00	0.00	0.00
利润总额	316.76	367.04	405.01	503.31	658.71
所得税	42.82	39.77	40.50	50.33	65.87
净利润	273.94	327.27	364.51	453.98	594.84
少数股东损益	(11.08)	(7.02)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	285.02	334.29	364.51	453.98	594.84
EBITDA	347.55	512.70	398.70	550.15	709.63
EPS (元, 基本)	1.36	0.53	0.56	0.70	0.92

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	29.79	12.17	11.58	17.74	22.03
营业利润	3.29	36.56	(6.75)	36.26	33.54
归属母公司净利润	17.15	17.29	9.04	24.55	31.03
获利能力 (%)					
毛利率	21.90	20.83	19.32	20.72	21.42
净利率	7.02	7.34	7.18	7.59	8.15
ROE	10.06	10.81	10.82	12.22	14.16
ROIC	9.17	14.21	31.75	54.46	87.82
偿债能力					
资产负债率 (%)	39.51	38.60	5.62	3.91	3.51
净负债比率 (%)	11.94	3.71	40.91	22.03	21.87
流动比率	2.32	2.23	0.00	0.00	0.00
速动比率	1.49	1.49	0.00	0.00	0.00
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.91	1.15	1.58	1.74
应收账款周转率	5.98	4.76	8.54	0.00	0.00
应付账款周转率	4.07	3.82	7.52	0.00	0.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.52	0.56	0.70	0.92
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.43	2.83	0.84	1.07
每股净资产(最新摊薄)	4.38	4.79	5.21	5.74	6.50
估值比率					
PE (倍)	61.08	52.08	47.76	38.35	29.27
PB (倍)	6.14	5.63	5.17	4.69	4.14
EV_EBITDA (倍)	47.71	32.34	41.59	30.14	23.37

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com