

2017年04月15日

博创科技 (300548.SZ)

动态分析

受益于光通信高景气，2016年归母净利润增长54.56%

【事件】2017年4月12日，公司公布2016年年度报告。报告期内，公司实现主营业务收入3.17亿元，净利润0.68亿元，分别比上年同期增长33.87%和54.56%，实现收入和利润快速的增长。另外，根据公司2017年第一季度业绩快报，2017年Q1，公司实现归母净利润1950万元-2120万元，同比增长14.84%-24.85%。

◆ **流量爆发式增长、网络升级扩容，公司DWDM业务有望继续增长：**随着互联网快速发展，全球流量激增，根据Cisco VNL预测，到2020年，全互联网人均流量将从2015年的7GB增长到21GB。据Akamai数据，2016年第一季度末，我国国内人均网速4.3Mbps，不及全球平均水平6.3Mbps，我国通信网络的提速、扩容势在必行，直接催生对DWDM产品的需求。随着公司产能的扩大，DWDM产品收入有望实现快速增长。

◆ **数据中心市场前景广阔，有源器件将成新增长极：**全球数据中心建设热度不减，目前数据中心从10G/40G朝25G/100G架构的升级，高速模块需求持续加大。根据Ovum预测数据，到2020年40G产品的市场规模约为4.2亿美元；100G数通模块未来年复合增长率可达76.35%，到2020年规模约达21.92亿美元；400G需求到2020年规模约3.2亿美元，年复合增长率超过200%。公司合作Kaiaam合作快速切入海外数据中心市场，2016年实现收入0.43亿元，同比增长424.02%，未来将开发40G以上收发组件及模块，同时，公司上市募集资金投资项目预计将形成年新增24万路高性能光接收次模块的生产规模，有源产品收入将有进一步增长。

◆ **投资建议：**我们预测公司2017年至2019年每股收益分别为1.31元、1.87元和2.31元。维持买入-A评级，六个月目标价72.05元。

◆ **风险提示：**光通信行业发展不及预期；公司高速有源器件业务发展不及预期；公司产能扩大不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	237.3	317.6	502.4	631.5	752.4
同比增长(%)	53.7%	33.9%	58.2%	25.7%	19.1%
营业利润(百万元)	45.9	69.5	117.1	160.6	199.9
同比增长(%)	93.4%	51.5%	68.6%	37.1%	24.4%
净利润(百万元)	43.9	67.9	108.5	154.7	190.9
同比增长(%)	75.9%	54.6%	59.8%	42.5%	23.5%
每股收益(元)	0.53	0.82	1.31	1.87	2.31
PE	113.7	73.6	46.0	32.3	26.2
PB	16.7	9.0	7.6	6.1	5.0

数据来源：Wind，华金证券研究所

通信 | 系统设备 III

买入-A(维持)

投资评级

6个月目标价

72.05元

股价(2017-04-14)

60.45元

交易数据

总市值(百万元)

4,997.40

流通市值(百万元)

1,249.50

总股本(百万股)

82.67

流通股本(百万股)

20.67

12个月价格区间

15.25/114.60元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-15.21	-10.81	18.8
绝对收益	-18.82	-11.47	

分析师

谭志勇

SAC执业证书编号：S0910515050002

tanzhiyong@huajinsec.cn

021-20655640

报告联系人

朱琨

zhukun@huajinsec.cn

021-20655647

相关报告

博创科技：DWDM业务持续增长，高速有源器件打造增长新引擎 2017-03-31

内容目录

一、受益于光通信高景气，2016 年归母净利润增长 54.56%	3
（一）无源产品稳健增长，有源业务迅速突破	3
（二）毛利率略有提升，研发力度继续加大	4
二、流量爆发式增长、网络升级扩容，公司 DWDM 业务有望继续增长	4
（一）流量爆发式增长，网络提速扩容势在必行	4
（二）网络扩容提速驱动 DWDM 产品需求，公司业绩将直接受益	5
三、数据中心市场前景广阔，有源器件将成新增长极	6
（一）全球数据中心投资不断加大，高速光模块需求强劲	6
（二）切入高速有源器件市场，扩张产能打造新增长点	6
四、2017 年净利润预计增长 59.8%，维持买入-A 评级	6
五、风险提示	7

图表目录

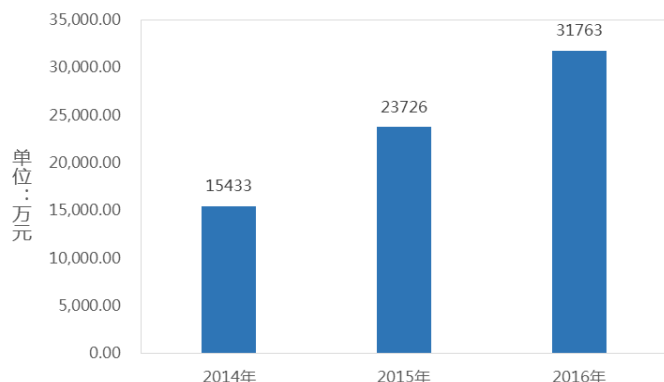
图 1：2014 年-2016 年公司主营业务收入	3
图 2：2014 年-2016 年公司归母净利润	3
图 3：公司无源器件业务收入及增速	4
图 4：公司有源器件业务收入及增速	4
图 5：公司毛利率变动情况	4
图 6：公司研发费用及增速	4
图 7：2015 年 -2020 年全球 IP 流量增长情况	5
图 8：2015 年-2020 年互联网视频流量增长情况	5
图 9：2016 年 Q1 各国网速	5
图 10：2016 年 Q1 各国不同网速用户构成情况	5

未找到图形项目表。

一、受益于光通信高景气，2016 年归母净利润增长 54.56%

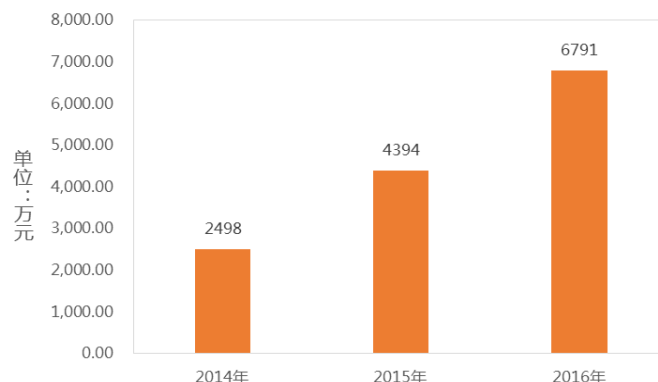
2017 年 4 月 12 日，公司公布 2016 年年度报告。报告期内，公司实现主营业务收入 3.17 亿元，净利润 0.68 亿元，分别比上年同期增长 33.87%和 54.56%，实现收入、利润快速增长。另外，根据日前公布的 2017 年第一季度业绩快报，2017 年 Q1，境外客户订单需求增长较快，带动公司整体销售规模增长，同时，公司继续加强成本控制，毛利率保持较好水平，公司一季度实现归母净利润 1950 万元-2120 万元，同比增长 14.84%-24.85%。

图 1：2014 年-2016 年公司主营业务收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：2014 年-2016 年公司归母净利润



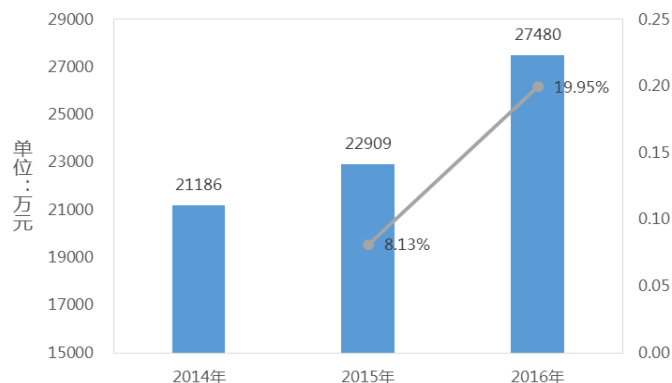
资料来源：Wind，华金证券研究所

（一）无源产品稳健增长，有源业务迅速突破

2016 年公司无源器件业务实现收入 2.75 亿，同比增长 19.95%，增速相比 2015 年提升 11.82 个百分点，占总销售收入的 86.51%。2016 年全球光通信行业发展良好，骨干网、城域网扩容建设力度加大，DWDM 相关订单需求快速增长，报告期内，公司对华为、中兴、烽火等设备商 DWDM 器件销售大幅增长，同时国内运营商光纤到户投资有所消减，导致国内 PLC 光分路器销售额下降，公司实现境内销售收入 2.26 亿元，比上年增长 32.62%，占总销售收入的 71.26%。与此同时，国外光纤到户市场则态势平稳，PLC 光分路器产品订单稳定。

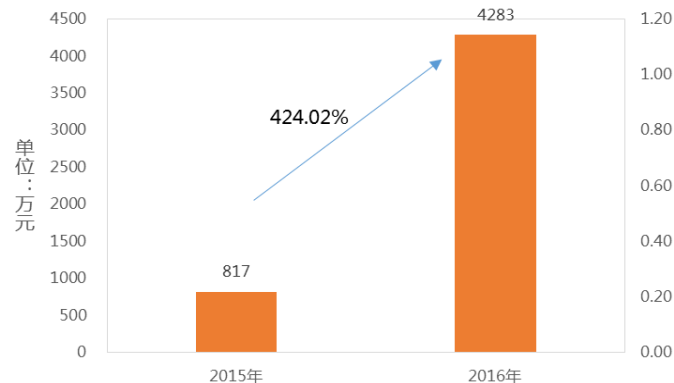
在无源器件方面，公司与美国 Kaiam 公司继续加强合作，适应北美数据中心建设需求，增加多种型号 ROSA 产品，扩大 40G ROSA 的产能，同时试制 100G ROSA，实现有源产品收入快速增长，2016 年销售额 0.43 亿，相比 2015 年增长 424.02%。共实现境外市场收入 0.91 亿元，比上年增长 37.08%，占总销售收入的 28.74%，比上年增长 37.08%，占总销售收入的 28.74%。

图 3：公司无源器件业务收入及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司有源器件业务收入及增速

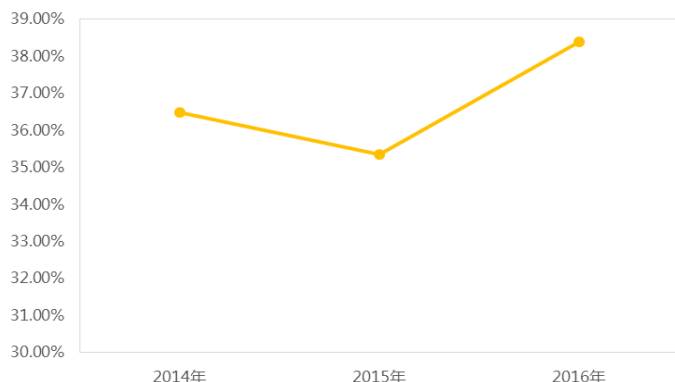


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）毛利率略有提升，研发力度继续加大

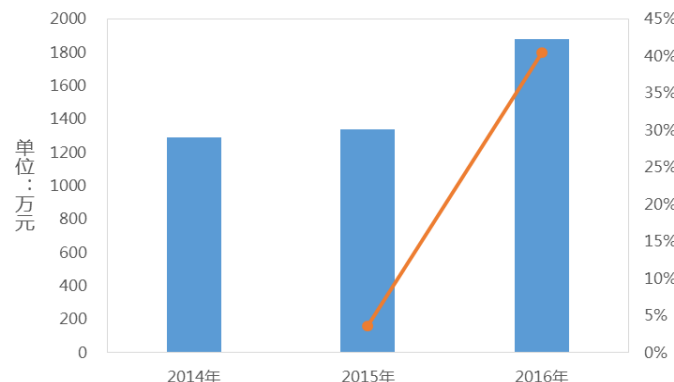
2016 年，公司毛利率相比 2015 年提升了 3.03 个百分点，保持在较高水平。同时，公司继续保持研发投入，加大对复杂 DWDM 器件、高速有源技术、MEMS 技术的研发项目投入。公司全年研发投入 1881.43 万元，比上年增长 40.48%，占公司营业收入的 5.92%。

图 5：公司毛利率变动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：公司研发费用及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

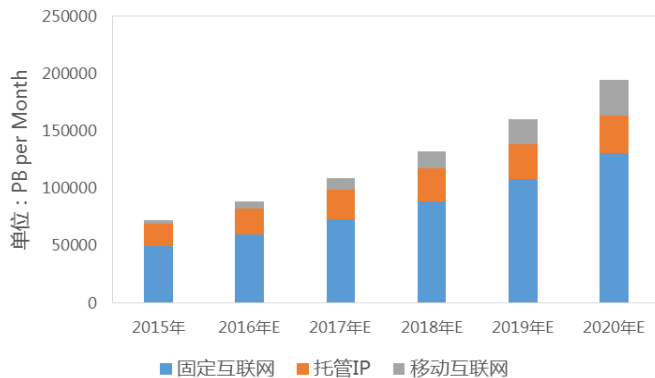
二、流量爆发式增长、网络升级扩容，公司 DWDM 业务有望继续增长

（一）流量爆发式增长，网络提速扩容势在必行

随着互联网的快速发展，全球流量呈爆发式增长，根据 Cisco VNL 预测，2016 年全球 IP 流量达 88718 PB/Month，未来将维持高速增长态势，到 2020 年，全球互联网流量将等于 2005 年全球互联网容量的 95 倍，届时，全互联网人均流量将从 2015 年的 7 GB 增长到 21 GB。

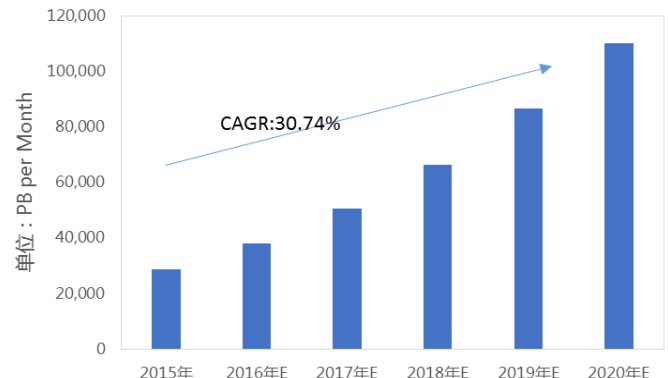
其中，在线视频、虚拟现实等应用流量增长迅速，到 2020 年，全球 IP 视频流量占有个人互联网流量的比例将增加到 82%。从 2015 年到 2020 年，互联网视频总体流量将增长四倍，复合年均增长率为 30.74%，全球虚拟现实流量将增长 61 倍，复合年均增长率为 127%，个人视频点播流量将会增加近一倍。

图 7：2015 年 -2020 年全球 IP 流量增长情况



资料来源：Cisco，华金证券研究所

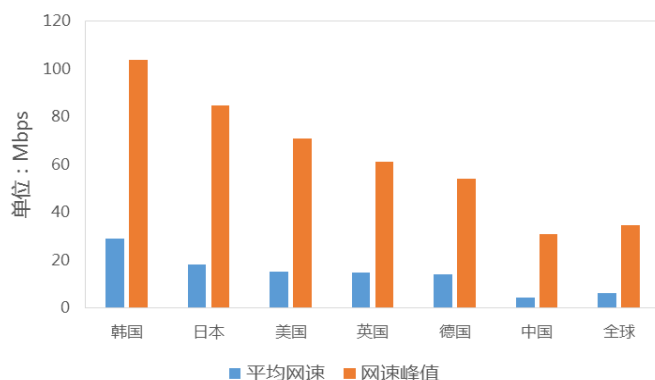
图 8：2015 年-2020 年互联网视频流量增长情况



资料来源：Cisco，华金证券研究所

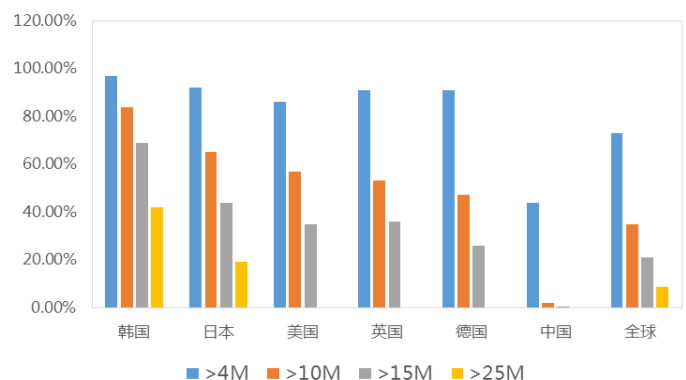
同时，我国总体网速仍有待提高，根据 Akamai 的互联网报告，国内互联网水平离韩日美英等发达国家还有很大差距，2016 年第一季度末，我国国内人均网速 4.3Mbps，不及全球平均水平 6.3Mbps，更无法与韩、日、美等国家相比。此外，我国 4Mbps、10Mbps、15Mbps 以上用户占比分别为 44.0%、2.1%、0.4%，与全球平均水平 73.0%、35.0%、21.0%相去甚远。

图 9：2016 年 Q1 各国网速



资料来源：Akamai，华金证券研究所

图 10：2016 年 Q1 各国不同网速用户构成情况



资料来源：Akamai，华金证券研究所

（二）网络扩容提速驱动 DWDM 产品需求，公司业绩将直接受益

公司 DWDM 产品主要服务于长途骨干网、城域网的光传输网络。DWDM 在现有的光纤上提高带宽，是网络扩容的主要方式之一。我国整体网络提速扩容的需求迫切，未来两年对网络建设和升级的投资力度不减，波分下沉、波分下乡等情况都将促进 AWG、VMUX 等 DWDM 产品的旺盛需求。根据 Ovum 预测数据，2016 年全球 DWDM 产品市场达 89868.98 万美元，且未来将保持 11.09% 的年复合增速，到 2020 年规模预计将达 154806.04 万美元。

2015 年以来，公司 DWDM 产品不断放量，根据公司披露数据，2016 年 H1 公司 AWG 与 VMUX 的销量分别为 2.48 万路与 1.37 万路。随着公司上市募投项目的展开，未来产能有望提升，预计未来两年公司 DWDM 产品业务规模将进一步扩大。

三、数据中心市场前景广阔，有源器件将成新增长极

（一）全球数据中心投资不断加大，高速光模块需求强劲

根据 IDC 圈的报告，全球数据中心的需求热度不减，2015 年整体市场规模达到 384.6 亿美元，同比增长 17.3%，技术创新和云计算的应用大力推动了市场热情。我国 IDC 市场同样保持高速增长态势，2015 年市场规模达 518.6 亿元人民币，同比增长 39.3%，政策导向、宽带提速以及互联网行业快速发展，促使数据中心市场高速发展，结合整体环境，预计未来增速将稳定在 35%以上，到 2018 年，我国 IDC 市场规模将超 1400 亿。

目前数据中心从 10G/40G 朝 25G/100G 架构的升级，根据 Ovum 预测数据，40G 数通模块市场未来 4-5 年将基本维持目前的规模，到 2020 年 40G 产品的市场规模约为 4.2 亿美元；而 100G 数通模块需求预计保持快速增长，未来年复合增长率可达 76.35%，到 2020 年规模约达 21.92 亿美元；400G 需求从 2016 年开始出现，到 2020 年规模约 3.2 亿美元，年复合增长率超过 200%。

（二）切入高速有源器件市场，扩张产能打造新增长点

公司于 2015 年正式引入有源器件，目前主要通过与美国 Kaia 公司合作，切入数据中心市场。Kaia 公司主要从事高性能集成光电子器件的研发、制造和销售，主要技术为平面光波导芯片制造技术、微机电光学技术、光电器件混合封装技术、高速有源器件封装等。

Kaia 公司主要面对的客户包括 google、facebook 等国际大型科技公司，目前，公司主要向 Kaia 供应 40G ROSA 产品，快速打开海外市场。报告期内公司适应北美数据中心建设需求，增加了多种型号的 ROSA 产品，扩大了产能，全年实现销售收入 0.43 亿元，比上年增长 424.02%。未来公司有望加深与 Kaia 的合作，开发 40G 以上高速收发组件及模块，并实现产业化。

同时公司上市募集资金投资项目预计将形成年新增 24 万路高性能光接收次模块的生产规模。对比公司 2015 年和 2016 年有源产品 1.75 万路和 9.84 万路的销售量，预计有源业务将有进一步的增长空间，成长为公司重要的增长极。

四、2017 年净利润预计增长 59.8%，维持买入-A 评级

公司专注集成光电子器件的后端封装，是 PLC 集成光电子器件领导者。目前，网络提速扩容、数据中心建设等需求迫切，光通信行业整体处于景气周期，预计受益于行业景气度，未来公司业绩将实现较快增长。我们预测 2017 年-2019 年公司：归母净利润分别为 1.09 亿元、1.55

亿元和 1.91 亿元 ;EPS 分别为 1.31 元、1.87 元和 2.31 元。维持买入-A 评级 ,考虑到市场风险 ,调低六个月目标价至 72.05 元。

五、风险提示

光通信行业发展不及预期 ; 公司高速有源器件业务发展不及预期 ; 公司产能扩大不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	237.3	317.6	502.4	631.5	752.4	年增长率					
减:营业成本	153.4	195.7	320.8	400.1	472.2	营业收入增长率	53.7%	33.9%	58.2%	25.7%	19.1%
营业税费	1.2	3.0	3.8	4.1	5.9	营业利润增长率	93.4%	51.5%	68.6%	37.1%	24.4%
销售费用	3.6	3.9	4.5	4.6	5.2	净利润增长率	75.9%	54.6%	59.8%	42.5%	23.5%
管理费用	30.4	44.4	55.4	62.6	72.5	EBITDA 增长率	77.6%	46.2%	62.6%	34.0%	22.4%
财务费用	-2.8	-3.0	-3.1	-4.9	-7.5	EBIT 增长率	102.2%	54.3%	71.4%	36.6%	23.6%
资产减值损失	6.0	4.0	4.2	4.7	4.3	NOPLAT 增长率	99.8%	54.0%	69.9%	41.9%	23.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	29.0%	85.0%	4.3%	-2.9%	-3.3%
投资和汇兑收益	0.5	-	0.4	0.3	0.2	净资产增长率	9.2%	85.0%	18.8%	23.9%	23.3%
营业利润	45.9	69.5	117.1	160.6	199.9	盈利能力					
加:营业外净收支	5.1	9.4	10.1	13.8	16.4	毛利率	35.4%	38.4%	36.1%	36.6%	37.2%
利润总额	51.0	78.9	127.2	174.4	216.3	营业利润率	19.3%	21.9%	23.3%	25.4%	26.6%
减:所得税	7.0	11.0	18.7	19.8	25.4	净利润率	18.5%	21.4%	21.6%	24.5%	25.4%
净利润	43.9	67.9	108.5	154.7	190.9	EBITDA/营业收入	22.0%	24.0%	24.7%	26.3%	27.0%
						EBIT/营业收入	18.2%	20.9%	22.7%	24.7%	25.6%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	16.1%	12.2%	13.7%	13.3%	13.2%
货币资金	87.2	179.1	276.6	441.7	643.6	负债权益比	19.1%	13.9%	15.9%	15.4%	15.1%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	5.03	7.34	6.82	7.16	7.37
应收帐款	91.8	102.2	114.5	125.8	155.7	速动比率	3.84	6.33	5.84	6.26	6.56
应收票据	8.7	19.6	35.5	50.4	67.0	利息保障倍数	-15.64	-22.46	-36.36	-31.51	-25.77
预付帐款	3.9	1.6	5.0	7.8	4.8	营运能力					
存货	59.1	71.2	95.5	106.8	117.4	固定资产周转天数	110	84	52	38	28
其他流动资产	-0.0	146.1	138.7	115.0	83.3	流动营业资本周转天数	144	217	201	165	136
可供出售金融资产	19.0	19.0	14.7	17.6	17.1	流动资产周转天数	359	437	425	431	459
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	114	110	78	69	67
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	72	74	60	58	54
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	508	561	500	486	503
固定资产	73.1	75.5	69.2	62.4	55.3	投资资本周转天数	252	302	253	203	165
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	7.7	7.1	7.4	7.7	7.8	销售费用率	1.5%	1.2%	0.9%	0.7%	0.7%
其他非流动资产	6.6	10.7	6.8	6.8	7.3	管理费用率	12.8%	14.0%	11.0%	9.9%	9.6%
资产总额	357.2	632.1	763.9	942.0	1,159.4	财务费用率	-1.2%	-0.9%	-0.6%	-0.8%	-1.0%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	13.2%	14.3%	11.3%	9.9%	9.3%
应付帐款	29.4	42.4	70.1	86.9	108.7	投资回报率					
应付票据	8.7	10.7	11.3	14.2	19.6	ROE	14.7%	12.2%	16.5%	18.9%	19.0%
其他流动负债	11.8	17.7	16.2	17.2	17.2	ROA	12.3%	10.7%	14.2%	16.4%	16.5%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	25.6%	30.6%	28.1%	38.3%	48.5%
其他非流动负债	7.5	6.4	7.4	7.1	7.0	分红指标					
负债总额	57.3	77.3	105.0	125.5	152.5	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	62.0	82.7	82.7	82.7	82.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	237.8	472.0	576.3	733.8	924.3						
股东权益	299.8	554.8	659.0	816.5	1,006.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	43.9	67.9	108.5	154.7	190.9	EPS(元)	0.53	0.82	1.31	1.87	2.31
加:折旧和摊销	10.1	11.2	10.0	10.5	10.9	BVPS(元)	3.63	6.71	7.97	9.88	12.18
资产减值准备	6.0	4.0	-	-	-	PE(X)	113.7	73.6	46.0	32.3	26.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	16.7	9.0	7.6	6.1	5.0
财务费用	-0.6	-1.2	-3.1	-4.9	-7.5	P/FCF	2,588.9	-54.9	53.4	30.3	24.7
投资损失	-0.5	-	-0.4	-0.3	-0.2	P/S	21.1	15.7	9.9	7.9	6.6
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	88.9	37.9	27.3	21.3
营运资金的变动	-41.8	-160.9	-17.0	4.0	4.0	CAGR(%)	52.1%	41.1%	63.2%	52.1%	41.1%
经营活动产生现金流量	12.6	66.3	98.0	163.9	198.2	PEG	2.2	1.8	0.7	0.6	0.6
投资活动产生现金流量	-26.0	-162.1	0.7	-6.6	-3.3	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-19.0	188.0	-1.2	7.8	7.0						

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn