

强烈推荐-A (维持)

光迅科技 002281.SZ

当前股价: 26.30 元
2017年11月03日

携手科大国盾布局量子通信; 构建光芯片平台能力

基础数据

上证综指	3372
总股本(万股)	62892
已上市流通股(万股)	61664
总市值(亿元)	132
流通市值(亿元)	129
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	10.5
资产负债率	39.2%
主要股东	烽火科技集团有限公司
主要股东持股比例	45.43%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《光迅科技(002281): 毛利率略有下滑, 不改公司长期成长逻辑》2017-04-27
- 2、《光迅科技(002281): 掌握核“芯”力, 筑梦光通信》2017-03-09
- 3、《光迅科技(002281)业绩基本符合预期, 看好公司中长期成长逻辑》2017-02-15

周炎

0755-82853775
zhouyan3@cmschina.com.cn
S1090513070008

王林

010-57601716
wanglin10@cmschina.com.cn
S1090514080005

事件: 11月3日晚, 公司发布公告, 光迅科技同科大国盾成立合资公司(国迅量子芯), 布局量子通信上游核心光电子器件。股权结构上, 光迅科技以自有现金出资 900 万元, 占股 45%; 科大国盾出资 1100 万元, 占股 55%。光迅科技不合并财务报表。

评论:

1、量子通信市场广阔, 我国技术全球领先

量子通信迄今为止是唯一被严格证明的绝对安全的通信方式, 量子通信技术在专网、金融、政府、国防等领域具有广泛且重要的潜在应用, 相关产业总产值有望达到千亿级别。

表 1: 国内量子通信市场规模预测表

应用行业	短期市场规模(3~5年)	长期市场规模(5~10年)
量子通信市场	35~45 亿	300 亿左右
公网领域量子通信市场	50~60 亿	600 亿左右
云安全及特殊应用市场	20~30 亿	300 亿左右

资料来源: 智研咨询、招商证券整理

我国量子通信技术领先全球。近年来我国量子通信技术取得了飞速的发展, 9月29日, 我国量子保密通信“京沪干线”全线贯通, 世界首颗量子科学卫星“墨子号”提前完成三大科学任务, 多个地区的量子保密通信城域网正在建设完善。纵观全球量子通信发展, 我国无疑走在了世界的前列。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3140	4059	5595	7134	8901
同比增长	29%	29%	38%	28%	25%
营业利润(百万元)	260	267	348	471	601
同比增长	97%	3%	30%	35%	28%
净利润(百万元)	243	285	347	452	562
同比增长	69%	17%	22%	30%	25%
每股收益(元)	1.16	1.36	0.55	0.72	0.89
PE	22.7	19.3	47.7	36.6	29.4
PB	2.1	1.9	4.5	3.8	2.7

资料来源: 公司数据、招商证券

2、量子通信产业链结构同光通信类似，光迅具备相关技术积累

实用化量子通信的系统实现需要借助经典光通信网络，因此其产业链结构同光通信行业具有一定相似性。量子通信行业上游主要是信号处理芯片、雪崩光电二极管（APD）等元器件和核心设备，中游主要包括网络传输干线设备提供商和系统集成商，下游为各行业应用。

光迅科技作为国内光器件龙头企业，在传统光通信领域积累的研发经验为公司向量子通信领域的拓展奠定了基础。我们预计，本次合作中公司将主要进行量子通信应用的核心光电子器件及模块的研发，具体包括光源和探测器等器件。

图 1：量子通信产业链



资料来源：智妍咨询、招商证券整理

图 2：基于 APD 的单光子探测器是量子通信核心设备



资料来源：网络资料、招商证券整理

3、打造光电芯片平台能力，行业应用边界逐渐打开

近年来，公司战略性布局光通信上游光芯片领域，打造光芯片平台能力。2013 年公司收购丹麦 IPX 公司，掌握无源光芯片制造核心技术；2016 年公司收购法国无源光芯片公司 Almae，开展 10G 及 25G 有源光芯片的研发。自此形成了“有源+无源”光芯片的布局。

站在当前科技创新的时代背景下，我们认为光电技术正被越来越多的应用到我们的日常生活中，近期苹果 iPhone X 中 Face ID 的应用就是光电技术从传统光通信领域向消费电子领域渗透的案例。而在光电技术中，光芯片占据的核心地位。不同应用场景的需求最终都将反映成为对于光芯片性能的不同要求。

短期来看，光迅布局上游核心芯片有助于提升公司在光通信行业内的竞争实力；长期来看，我们认为公司光芯片平台能力的构建，将助推公司逐步打开行业应用边界，将公司业务范围向更广阔的领域进行拓展。我们认为本次公司同科大国盾合作正是公司光芯片平台化能力构建后，实现业务由传统光通信向量子通信领域拓展的验证。

4、维持“强烈推荐-A”评级

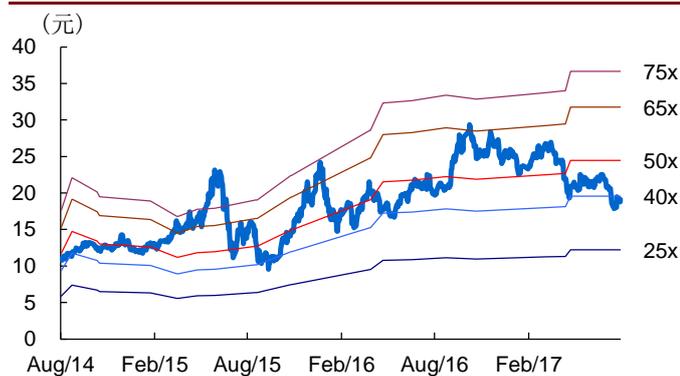
我们长期看好公司逐步构建起来的光芯片平台能力，这种能力的构建将帮助公司由传统光通信业务向更广阔业务领域的拓展，打开公司行业应用边界。

在传统的光通信市场上，电信市场方面，传输网建设带动光模块需求改善，物联网无线基站建设有望成为新亮点。数通市场，北美及国内客户有望持续突破。此外，自产芯片的研发推进将提升公司核心竞争力提升。我们预计 2017 年~2019 年公司

实现净利润分别为 3.47 亿元、4.51 亿元、5.61 亿元，对应 EPS 分别为 0.55 元、0.72 元和 0.89 元。维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：光芯片研发进展不及预期、行业应用需求尚未成熟、传统光通信行业竞争加剧。

图 3：光迅科技历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4：光迅科技历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3506	3966	5336	6652	9353
现金	568	961	1173	1278	2425
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	504	737	739	1013	1430
应收款项	646	701	1147	1454	1804
其它应收款	11	14	19	25	31
存货	1125	1327	1854	2357	3003
其他	652	226	403	525	659
非流动资产	709	851	892	994	1139
长期股权投资	40	1	10	10	10
固定资产	594	695	718	767	860
无形资产	35	56	106	156	206
其他	41	99	58	60	63
资产总计	4215	4817	6227	7646	10492
流动负债	1431	1707	2256	3018	4028
短期借款	23	153	40	113	40
应付账款	769	799	1060	1403	2302
预收账款	34	28	62	90	102
其他	604	726	1094	1413	1583
长期负债	131	196	212	233	205
长期借款	0	74	74	74	74
其他	131	122	138	159	131
负债合计	1561	1903	2468	3251	4233
股本	210	210	629	629	629
资本公积金	1483	1483	1683	1933	3282
留存收益	962	1141	1369	1754	2268
少数股东权益	0	80	80	80	80
归属于母公司所有者权益	2654	2834	3680	4316	6179
负债及权益合计	4215	4817	6227	7646	10492

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	140	181	(45)	21	177
净利润	243	285	347	452	562
折旧摊销	99	109	107	111	118
财务费用	(30)	(22)	(12)	(17)	(30)
投资收益	(0)	1	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(164)	(177)	(514)	(526)	(476)
其它	(7)	(15)	27	2	3
投资活动现金流	(364)	157	(157)	(210)	(260)
资本支出	(123)	(251)	(180)	(210)	(260)
其他投资	(241)	407	23	0	0
筹资活动现金流	(97)	44	414	294	1230
借款变动	(221)	130	(113)	73	(73)
普通股增加	6	(0)	419	0	0
资本公积增加	133	0	200	250	1349
股利分配	(102)	(105)	(120)	(66)	(48)
其他	86	19	28	38	1
现金净增加额	(321)	382	212	105	1147

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3140	4059	5595	7134	8901
营业成本	2333	3170	4415	5612	6984
营业税金及附加	11	22	20	26	32
营业费用	135	132	160	199	259
管理费用	392	448	618	793	997
财务费用	(28)	(28)	(12)	(17)	(30)
资产减值损失	37	48	47	50	56
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(1)	0	0	0
营业利润	260	267	348	471	601
营业外收入	32	53	60	63	67
营业外支出	4	3	5	6	7
利润总额	288	317	403	528	661
所得税	45	43	56	77	99
净利润	243	274	347	452	562
少数股东损益	0	(11)	0	0	0
归属于母公司净利润	243	285	347	452	562
EPS (元)	1.16	1.36	0.55	0.72	0.89

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	29%	29%	38%	28%	25%
营业利润	97%	3%	30%	35%	28%
净利润	69%	17%	22%	30%	25%
获利能力					
毛利率	25.7%	21.9%	21.1%	21.3%	21.5%
净利率	7.7%	7.0%	6.2%	6.3%	6.3%
ROE	9.2%	10.1%	9.4%	10.5%	9.1%
ROIC	7.3%	6.6%	7.5%	8.5%	7.6%
偿债能力					
资产负债率	37.0%	39.5%	39.6%	42.5%	40.3%
净负债比率	0.5%	4.7%	1.8%	2.4%	1.1%
流动比率	2.5	2.3	2.4	2.2	2.3
速动比率	1.7	1.5	1.5	1.4	1.6
营运能力					
资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	0.8
存货周转率	2.5	2.6	2.8	2.7	2.6
应收帐款周转率	5.3	6.0	6.1	5.5	5.5
应付帐款周转率	3.8	4.0	4.8	4.6	3.8
每股资料 (元)					
每股收益	1.16	1.36	0.55	0.72	0.89
每股经营现金	0.67	0.86	-0.07	0.03	0.28
每股净资产	12.64	13.52	5.85	6.86	9.83
每股股利	0.50	0.50	0.08	0.08	0.08
估值比率					
PE	22.7	19.3	47.7	36.6	29.4
PB	2.1	1.9	4.5	3.8	2.7
EV/EBITDA	109.8	102.0	78.0	61.2	50.2

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王林 招商证券通信行业首席分析师 经济学博士，15年通信行业工作经验，6年证券行业经验，2016年新财富第三，水晶球第二，2015年新财富第五，水晶球第四

周炎 招商证券通信行业联席首席分析师 理学硕士，3年运营商从业经历，5年证券研究经验，2016年新财富第三，水晶球第二，2015年新财富第五，水晶球第四

付东 招商证券通信行业分析师 中科院光电子器件方向博士，2017年7月加入招商证券通信团队

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。