

4G建设助力业绩增长，看好高端芯片布局

- 业绩总结:** 2015年前三季度公司实现营业收入22.6亿元，同比增长20.5%；归属于上市公司股东的净利润1.8亿元，同比增长36%。
- 业绩快速增长，前三季度毛利率有所提升。**虽然海外需求有所放缓，受国内“宽带中国”和4G建设拉动，公司Q3实现营收7.9亿元，同比增长23%。前三季度公司整体毛利率同比提升3.8个百分点，我们认为，是随着公司光器件产业链的完善，芯片自给率的提升带来了毛利率的上升。
- 4G建设、宽带中国以及行业应用市场拉动国内收入持续提升。**三大运营商今年将继续建设4G基站，新建3G/4G基站侧都会使用6G/10G高速光模块，公司光模块的需求将继续提升。宽带中国推动骨干网改造升级，拉动光纤放大器、光模块需求持续增长。行业应用领域扩大，光器件行业成长天花板打开。从三大需求来看，未来国内业务仍呈现强劲增长态势。
- 海外需求放缓，未来市场仍可期待。**受欧洲电信运营商设备采购放缓、美国和日韩4G网络建设饱和等影响，全球范围内光通讯市场整体需求有所下滑，致使今年以来公司海外市场收入有所下降。我们认为，海外运营商采购虽放缓，但全球数据量仍呈现爆发增长趋势，根据IDC预测，未来五年全球网络数据量保持年均36%的增长率，数据中心在全球范围的扩大仍将持续，未来对光模块仍有较大需求。
- 布局高端芯片，业绩收获期临近。**公司紧扣行业发展方向，积极布局100G光器件研发，已完成样品试制，400G模块产品已参与国际标准制定。根据Ovum预测，10G收发器市场规模将从2013年16亿美元增长到2018年的21亿美元，2018年全球10G光模块需求量达到1600万只以上。公司2014年定增募投高端芯片项目，随着公司10G、25G、40G等高端光芯片的逐步量产，公司综合毛利率仍有提升空间，业绩收获期逐步临近。
- 盈利预测及评级:** 我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.95元、1.40元和1.81元，对应15和16年动态PE分别为45X和31X，我们看好公司在光器件领域的竞争实力，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 4G投资不及预期的风险、海外需求继续下滑的风险。

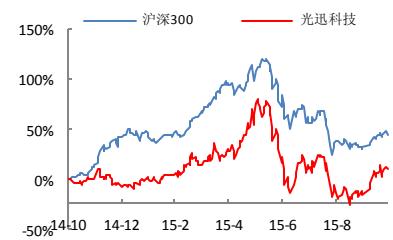
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2433.05	3018.70	3965.23	5216.18
增长率	14.08%	24.07%	31.36%	31.55%
归属母公司净利润(百万元)	144.13	199.13	293.70	380.33
增长率	-11.86%	38.16%	47.49%	29.49%
每股收益EPS(元)	0.69	0.95	1.40	1.81
净资产收益率ROE	6.06%	7.48%	10.13%	11.90%
PE	63	45	31	24
PB	3.79	3.38	3.11	2.82

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 田明华
执业证号: S1250515060001
电话: 021-68415819
邮箱: tmhua@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	2.1
流通A股(亿股)	1.8
52周内股价区间(元)	28.86-72
总市值(亿元)	90.11
总资产(亿元)	39.14
每股净资产(元)	11.99

相关研究

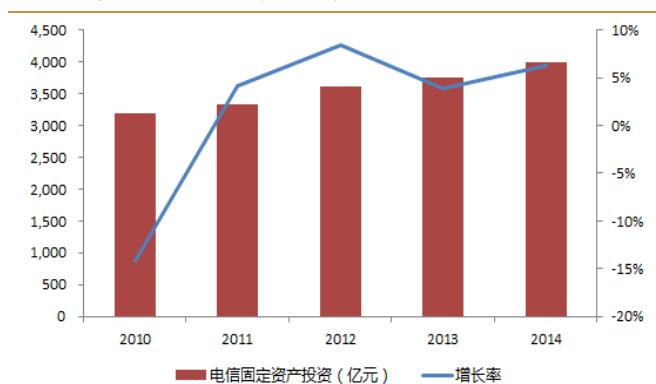
1. 投资要点

1.1 三架马车拉动国内光器件需求持续提升

4G 基站需要 6G/10G 光模块。2015 年,中国移动计划新建 4G 基站 30 万个,联通计划新建 30 万个 3G 基站和 15 万个 4G 基站,中国电信计划新建 4G 基站超 30 万个。新建 3G/4G 基站侧都会使用 6G/10G 高速光模块,公司光模块的收入将继续提升。

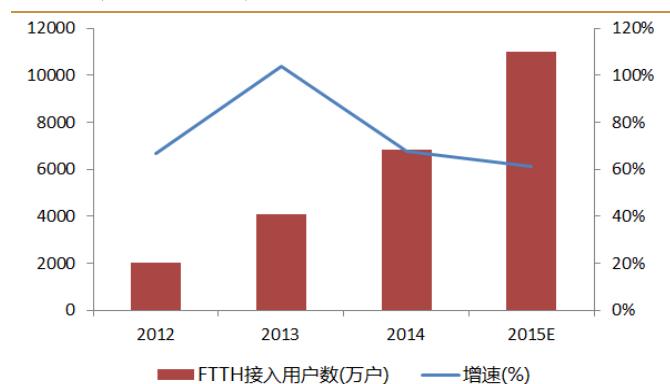
宽带中国推动骨干网改造升级,拉动光模块需求增长。宽带中国战略、4G 建设,以及大数据和云计算的兴起,互联网时代数据量快速增长,运营商骨干网面临改造升级需要,公司光纤放大器广泛应用于骨干网传输中。固网带宽的提升也会加速光交换机市场放量,带动光模块需求进一步增长。

图 1 : 中国电信业固定资产投资规模



数据来源: wind 资讯, 西南证券

图 2 : 中国互联网宽带 FTTH 接入用户数



数据来源: wind 资讯, 西南证券

行业市场应用领域扩大,打开成长天花板。根据 IDC 测算,中国 ICT(信息、通信和技术)市场总体规模 2014 年为 3960 亿美元,而 2015 年将达到 4656 亿美元。中游设备提供商不断进入政企、广电、电力、石油、铁路、高速等行业网应用领域,光通信在行业网应用范围逐步扩大。光迅科技作为中国第一、世界第五的光器件企业,在光通信应用范围逐渐扩大,行业空间不断提升的情况下,将持续受益。

图 3 : 光通信产业链上下游

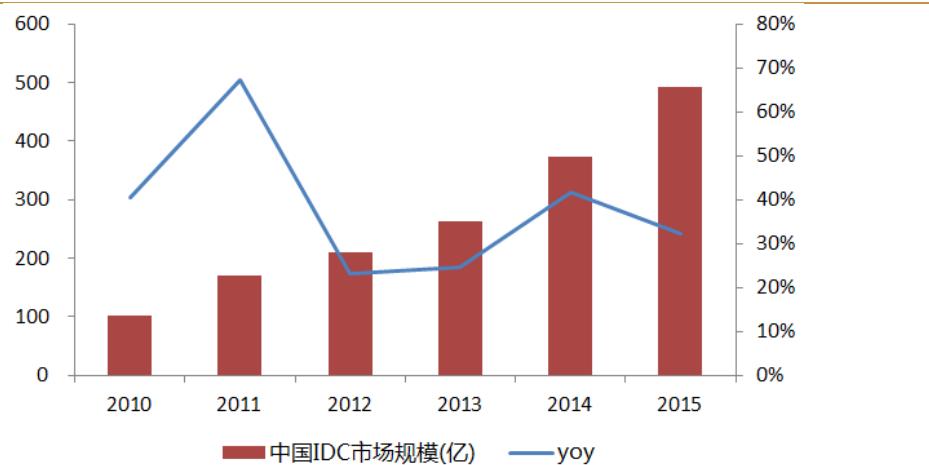


数据来源: 中国产业洞察网, 西南证券

工业 4.0 时代，光器件在工业领域将得到应用。进入工业 4.0 时代，工业中信息采集端需要大量的传感器应用，会对光源和探测器等收发模块产生需求。同时工业流程中将产生大量的工业数据，AOC 有源光缆将得到应用。

IDC 光模块市场潜力大，正处于爆发期。随着数据中心发展，数据量的快速增长对端口速度要求提高。根据 Light Counting 报告，到 2021 年，全球 100G/400G 端口占到数据中心的 20%，而 2014 年只有 10%，并且未来 5 年 IDC 将对 10G 和 40G 光模块产生强劲需求。我国光模块在 IDC 的应用更是低于 10% 这一水平，有很大的市场空间。去年开始，BAT 开始大规模在数据中心采用光模块，公司去年该部分收入约 1 亿，未来有望达到每年 100% 增速，同时 IDC 光模块产品毛利率更高。

图 4：我国 IDC 市场规模保持高速增长



数据来源：wind 资讯，西南证券

1.2 海外需求放缓，未来市场仍可期待

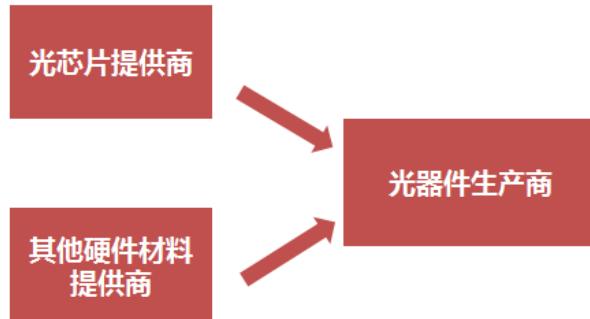
受欧洲电信运营商设备采购放缓、美国和日韩 4G 网络建设饱和等影响，海外光通讯市场整体需求有所下滑，致使公司国际市场收入有所下降。

我们认为，公司与国外几大运营商有合作关系，特别是给谷歌光纤计划提供核心光器件设备，充分展示了公司在国际市场上具有一定的地位和产品优势。公司占据全球光器件行业市场份额超 5%，未来公司通过完善高端芯片产品布局，市占率将得到进一步提升。海外运营商采购虽放缓，但全球数据量仍呈现快速上涨趋势，数据中心在全球范围的增长仍将持续，未来对光模块需求不断。

1.3 紧扣行业发展方向，布局高端光芯片

在光电子器件实际生产中，光电子器件的芯片成本占比通常在 30-50%，高端光器件中芯片成本甚至在 50% 以上。2012 年公司通过收购丹麦 IPX，完善了光器件产业链布局，不仅提高了自身研发能力，同时进入了光芯片市场。

图5：光器件产业链上游



数据来源：西南证券

如今公司紧扣行业发展方向，积极布局 100G 光器件研发，已完成样品试制，400G 模块产品参与国际标准制定。

定增募资投放高端芯片项目，未来将迎来量产。根据 Ovum 预测，10G 收发器的市场规模将从 2013 年 16 亿美元增长到 2018 年的 21 亿美元，2018 年全球 10G 光模块需求量达到 1600 万只以上。公司过去光电子芯片产品主要集中在 2.5G 以下，2014 年定增募资投放了高端芯片项目，高端芯片将带来更高的毛利率，10G、25G、40G 高端光芯片正逐步实现量产，未来将不断贡献业绩。

图6：全球收发器市场容量预测



数据来源：Ovum, 西南证券

2. 盈利预测

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.95 元、1.40 元和 1.81 元，对应 15 和 16 年动态 PE 分别为 45X 和 31X，我们看好公司在光器件领域的竞争实力，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

1 受 4G 建设、“宽带中国”的推动，传输产品未来三年复合增长率 26%。

2 由于公司在高端芯片产品的布局和完善，芯片自给率的提升，传输产品毛利率提高 1~2 个百分点。

表1：分业务业绩预测

	2014A	2015E	2016E	2017E
传输				
收入(百万元)	1404.55	1657.37	2154.58	2800.96
成本(百万元)	1040.24	1209.88	1551.30	2016.69
毛利率(%)	25.94%	27.00%	28.00%	28.00%
接入和数据				
收入(百万元)	851.96	1107.54	1439.81	1871.75
成本(百万元)	719.35	930.34	1209.44	1572.27
毛利率(%)	15.56%	16.00%	16.00%	16.00%
其他				
收入(百万元)	134.01	201.01	301.52	452.28
成本(百万元)	93.97	140.71	211.06	316.59
毛利率(%)	29.88%	30.00%	30.00%	30.00%
营业收入(百万元)	2390.52	2965.93	3895.91	5124.99
营业成本(百万元)	1853.57	2280.93	2971.80	3905.55
毛利率	22%	23%	24%	24%
归属净利润(百万元)	144.13	199.13	293.70	380.33
EPS	0.69	0.95	1.40	1.81

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2433.05	3018.70	3965.23	5216.18	净利润	144.13	199.13	293.70	380.33
营业成本	1883.39	2321.51	3024.68	3975.05	折旧与摊销	87.80	83.66	83.66	83.66
营业税金及附加	12.68	15.09	19.83	26.08	财务费用	-3.68	0.99	-0.45	0.73
销售费用	72.61	90.56	118.96	156.49	资产减值损失	26.68	29.41	38.63	50.81
管理费用	309.74	362.24	456.00	599.86	经营营运资本变动	-108.59	-140.23	-286.31	-371.04
财务费用	-3.68	0.99	-0.45	0.73	其他	-20.75	-12.45	-41.15	-52.38
资产减值损失	26.68	29.41	38.63	50.81	经营活动现金流净额	125.59	160.52	88.08	92.12
投资收益	-0.02	0.00	0.00	0.00	资本支出	-7.54	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-533.72	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-541.26	0.00	0.00	0.00
营业利润	131.61	198.89	307.59	407.16	短期借款	-25.88	-60.25	0.00	0.00
其他非经营损益	20.28	30.00	30.00	30.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	151.89	228.89	337.59	437.16	股权融资	610.94	124.75	0.00	0.00
所得税	7.76	29.76	43.89	56.83	支付股利	-46.55	-41.03	-56.68	-83.60
净利润	144.13	199.13	293.70	380.33	其他	79.32	2.17	0.45	-0.73
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	617.84	25.65	-56.23	-84.34
归属母公司股东净利润	144.13	199.13	293.70	380.33	现金流量净额	200.01	186.18	31.84	7.79
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E					
货币资金	1059.32	1245.49	1277.34	1285.12	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
应收和预付款项	944.89	1096.64	1440.31	1894.10	成长能力				
存货	772.53	935.29	1226.24	1617.63	销售收入增长率	14.08%	24.07%	31.36%	31.55%
其他流动资产	128.82	159.83	209.94	276.17	营业利润增长率	33.89%	51.12%	54.65%	32.37%
长期股权投资	9.57	9.57	9.57	9.57	净利润增长率	-11.86%	38.16%	47.49%	29.49%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	27.06%	31.44%	37.83%	25.78%
固定资产和在建工程	609.75	538.04	466.33	394.63	获利能力				
无形资产和开发支出	39.66	28.53	17.41	6.29	毛利率	22.59%	23.10%	23.72%	23.79%
其他非流动资产	21.24	20.40	19.57	18.74	三费率	15.56%	15.03%	14.49%	14.51%
资产总计	3585.77	4033.80	4666.70	5502.24	净利率	5.92%	6.60%	7.41%	7.29%
短期借款	60.25	0.00	0.00	0.00	ROE	6.06%	7.48%	10.13%	11.90%
应付和预收款项	939.64	1130.23	1475.31	1945.46	ROA	4.02%	4.94%	6.29%	6.91%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	7.15%	9.32%	12.56%	13.79%
其他负债	209.16	240.82	291.63	360.30	EBITDA/销售收入	8.87%	9.39%	9.86%	9.42%
负债合计	1209.05	1371.05	1766.94	2305.75	营运能力				
股本	203.50	209.89	209.89	209.89	总资产周转率	0.78	0.79	0.91	1.03
资本公积	1353.18	1471.54	1471.54	1471.54	固定资产周转率	4.04	5.33	8.01	12.32
留存收益	823.21	981.32	1218.34	1515.06	应收账款周转率	4.61	5.24	5.68	5.68
归属母公司股东权益	2376.72	2662.75	2899.77	3196.49	存货周转率	2.66	2.69	2.76	2.77
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	销售商品提供劳务现金营业收入	104.56%	—	—	—
股东权益合计	2376.72	2662.75	2899.77	3196.49	资本结构				
负债和股东权益合计	3585.77	4033.80	4666.70	5502.24	资产负债率	33.72%	33.99%	37.86%	41.91%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	带息债务/总负债	4.98%	0.00%	0.00%	0.00%
EBITDA	215.73	283.55	390.80	491.55	流动比率	2.56	2.65	2.45	2.27
PE	63.62	45.25	30.68	23.69	速动比率	1.88	1.93	1.73	1.55
PB	3.86	3.38	3.11	2.82	股利支付率	32.29%	20.60%	19.30%	21.98%
PS	3.77	2.98	2.27	1.73	每股指标				
EV/EBITDA	36.52	27.34	19.75	15.69	每股收益	0.69	0.95	1.40	1.81
股息率	0.51%	0.46%	0.63%	0.93%	每股净资产	11.32	12.69	13.82	15.23
					每股经营现金	0.60	0.00	0.00	0.00
					每股股利	0.22	0.20	0.27	0.40

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址: 上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

北京

地址: 北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编: 100033

重庆

地址: 重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

深圳

地址: 深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编: 518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳 (地区销售负责人)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn