

- **行业龙头地位尽享光通信高景气红利。**公司牢牢把握运营商持续投入全光网建设和数据中心大规模部署的有利时机，在2015年成就了靓丽的业绩：收入31.34亿，同比增29.06%，净利润2.43亿，同比增68.78%。经营活动产生净现金流1.4亿，同比增11.7%。其中传输产品销售占比由14年的57.73%下降到15年的52.5%，降幅达5.23个百分点，接入与数据部分从14年的35.02%上升到43.96%，增幅达8.94个百分点，反映出数据中心建设对短程高密度光器件需求的高速增长，符合我们预期，预计在未来两年这样加速增长的趋势还将延续。受益于国内基础网络设施的持续强力推进，国内业务从14年的73.23%提升至77.5%，增长4.27个百分点，海外占比有所下降。销售费用提升85.67%，相比与销售额上涨较为突出，重要原因在于开拓子系统产品和海外市场计提了代理费，未来有望步入平均水平；管理费用上升26.5%，主要由于研发投入力度增强，项目增加以及研发物料消耗的增长，考虑行业竞争态势或将延续；因为本期资金理财和定存利息收入大幅增加使得财务负费用增长668.83%。
- **不断加大研发投入，在持续改进中整合资源提升效益。**公司通过布局关键技术领域加快新品释放，大力推进IPD产品开发管理流程建设。全年的科技创新和成果转化收入占比接近30%。投入研发费用从14年的2.41亿上升至15年的3.08亿，增幅达27.57%，占据了管理费用的绝大部分。产能方面，积极推进自动化改进并整合内外产能。全年实施自动化改进项目20余项，除了优化制造工艺、保持自制产能持续增长，还整合供应商产能以提升协同交付能力。全年有源芯片产出同比增长30%，器件增长50%、光模块增长10%、无源产品保持同比增长20%、子系统同比增长54%。管理方面，深化变革的部分主要在顶层设计，同时借助完善组织结构、贯彻矩阵式管理、推进薪酬包改革、销售工具开发、经营分析及预警体系建设等多项措施，激发内生动力。可以预见，公司在加大研发投入，持续改进管理的过程中，将不断整合内外部资源，提升自身核心竞争力。
- **市场环境持续景气，内生竞争力不断巩固，都将使得公司业绩在未来几年稳健攀升。**公司预计2016年1季度仍将维持50%到80%的高增长，净利润将在6,235.4至7,482.47万元之间，进一步印证了我们对未来几年资本开支重心集中在光通信领域的判断。除了接入带宽规格提升引发的高端器件下沉，公司将更多收益于数据中心建设对短途高速密集的光器件前所未有的放量需求。公司在国内市场将进一步巩固占有率，依托全系列产品加深大客户存量份额，产品结构也将持续向中高端延伸。公司在国际市场也将由点及面地获得突破重点客户，尤其是在数据通信的增量市场，凭借技术和成本优势有望突破运营商投资限制，开辟出广阔市场空间。除了既有市场的开拓，公司也在积极布局上游高端芯片研发，将启动有源芯片研发中心运营项目并加紧海外器件研发中心建设。丰富10G、25G、100G产品系列是公司一以贯之的战略，在具有自主技术优势的核心产品之外，也在加速相应新产品和预研需求，如硅光耦合技术。我们认为，不论整体市场环境还是内部蕴藏的竞争实力，这些都将为公司中长期业绩构筑强有力的业绩爆发点。

图表 2. 公司业绩摘要

(人民币, 百万)	2014	2015	同比(%)
营业收入	2,433.05	3,139.98	29.06
营业成本	1,896.07	2,344.89	23.67
毛利润	536.98	795.09	48.07
营业税金及附加	12.68	11.44	(9.79)
销售费用	72.61	134.82	85.67
管理费用	309.74	391.82	26.50
财务费用	(3.68)	(28.28)	668.83
资产减值损失	26.68	37.23	39.54
投资收益	(0.02)	0.05	0.00
营业外收入	21.67	32.07	47.96
营业外支出	1.40	3.56	155.25
利润总额	151.89	288.06	89.65
所得税	7.76	44.80	477.40
少数股东损益	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	144.13	243.26	68.78
基本每股收益(元)	0.69	1.16	68.78
毛利率(%)	22.59	25.69	增加 3.1 个百分点
净利率(%)	5.92	7.75	增加 1.83 个百分点
销售费用率(%)	2.98	4.29	增加 1.31 个百分点
管理费用率(%)	12.73	12.48	下降 0.25 个百分点
财务费用率(%)	(0.15)	(0.90)	下降 0.75 个百分点

资料来源：公司公告、中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	2,433	3,140	4,172	5,457	7,029
销售成本	(1,896)	(2,345)	(3,163)	(4,123)	(5,312)
经营费用	(409)	(564)	(691)	(909)	(1,163)
息税折旧前利润	215	347	419	527	660
折旧及摊销	83	88	88	88	88
经营利润(息税前利润)	132	260	331	439	572
净利润收入/(费用)	4	28	12	15	18
其他收益/(损失)	20	29	25	27	26
税前利润	288	356	466	597	
所得税	(8)	(45)	(36)	(48)	(60)
少数股东权益	0	0	5	6	8
净利润	144.1	243	315	412	529
核心净利润	144.1	243	315	412	529
每股收益(人民币)	0.708	1.159	1.502	1.963	2.519
核心每股收益(人民币)	0.708	1.159	1.502	1.963	2.519
每股股息(人民币)	0.516	0.000	0.756	0.393	0.504
收入增长(%)	14.1	29.1	32.9	30.8	28.8
息税前利润增长(%)	n.a.	97.2	27.5	32.7	30.2
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	61.7	20.8	25.8	25.2
每股收益增长(%)	n.a.	63.6	29.6	30.7	28.3
核心每股收益增长(%)	n.a.	63.6	29.6	30.7	28.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	152	288	356	466	597
折旧与摊销	83	88	88	88	88
净利润息费用	4	28	12	15	18
运营资本变动	52	158	(1,036)	333	(708)
税金	8	45	36	48	60
其他经营现金流	(150)	(320)	203	(755)	(329)
经营活动产生的现金流	126	140	(437)	70	(431)
购买固定资产净值	(4)	2	6	7	9
投资减少/增加	(0)	(30)	0	0	0
其他投资现金流	(537)	(337)	(12)	(14)	(17)
投资活动产生的现金流	(541)	(364)	(6)	(7)	(9)
净增权益	(105)	0	(159)	(82)	(106)
净增债务	(26)	(37)	2,103	647	1,313
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	752	(59)	(23)	(73)	(184)
融资活动产生的现金流	15	618	(97)	1,962	579
现金变动	202	(321)	1,519	642	786
期初现金	519	1,059	568	2,086	2,728
公司自由现金流	(416)	(224)	(443)	63	(439)
权益自由现金流	(445)	(290)	1,648	695	855

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	1,059	568	2,086	2,728	3,514
应收帐款	892	1,162	1,779	1,946	2,837
库存	773	1,125	1,225	1,909	2,185
其他流动资产	2,133	2,382	4,196	5,114	6,885
流动资产总计	2,906	3,506	5,421	7,023	9,070
固定资产	603	594	506	417	330
无形资产	33	35	38	42	44
其他长期资产	44	80	76	81	86
长期资产总计	680	709	619	540	461
总资产	3,586	4,215	6,041	7,562	9,531
应付帐款	445	769	726	1,235	1,361
短期债务	60	23	1,145	1,212	1,300
其他流动负债	630	639	278	300	390
流动负债总计	1,136	1,431	2,149	2,747	3,051
长期借款	0	0	981	1,560	2,785
其他长期负债	73	131	1,071	1,658	2,891
股本	203	210	210	210	210
储备	2,176	2,449	2,606	2,936	3,358
股东权益	2,380	2,659	2,816	3,145	3,568
少数股东权益	0	0	5	11	20
总负债及权益	3,586	4,215	6,041	7,562	9,531
每股帐面价值(人民币)	11.68	12.64	13.42	14.99	17.00
每股有形资产(人民币)	11.48	12.45	13.20	14.76	16.76
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.94)	(0.96)	0.02	0.02	0.16

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.7	10.2	9.8	9.4	9.1
息税前利润率(%)	5.3	7.4	7.6	7.8	7.9
税前利润率(%)	6.2	9.2	8.5	8.5	8.5
净利率(%)	5.9	7.7	7.8	7.8	7.8
流动性					
流动比率(倍)	2.6	2.5	2.5	2.6	3.0
利息覆盖率(倍)	(34.8)	(8.2)	(25.8)	(28.7)	(30.0)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	1.4	1.4	16.0
速动比率(倍)	1.9	1.7	2.0	1.9	2.3
估值					
市盈率(倍)	92.7	56.6	43.7	33.4	26.0
核心业务市盈率(倍)	92.7	56.6	43.7	33.4	26.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	91.8	56.1	43.3	33.1	25.8
市净率(倍)	5.8	5.2	4.9	4.4	3.9
价格/现金流(倍)	106.3	98.1	(31.5)	196.6	(32.0)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.0	40.9	33.9	26.9	22.4
周转率					
存货周转天数	115.9	130.7	107.2	127.7	113.5
应收帐款周转天数	133.9	135.0	155.6	130.2	147.3
应付帐款周转天数	85.7	119.7	83.8	109.4	93.5
回报率					
股息支付率(%)	72.8	0.0	49.5	19.7	19.7
净资产收益率(%)	6.1	9.2	11.4	13.3	15.0
资产收益率(%)	4.0	5.8	5.2	5.4	5.5
已运用资本收益率(%)	3.8	6.3	4.8	5.3	5.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级 (NR) 。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371