

【天风策略+通信】OCLARO FY2017 Q2 季度财报解读

证券研究报告

2017 年 02 月 08 日

高速光模块放量提升业绩，销售市场反转迎来思考

作者

徐彪 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080001
xubiao@tfzq.com

相关报告

事件:

公司 2017 财年 Q2 季度销售额 1.54 亿美元，再次超过华尔街平均预测的 390 万美元，环比增长 13.6%，同比增长 63.5%。非 GAAP 毛利率 39.8%，环比增长 540 个基点，同比增长 1100 个基点；非 GAAP 运营收入 3620 万美元，环比增长 73.2%，同比增长 583%；非 GAAP 净利润 3630 万美元，环比增长 81.5%，同比增长 1071%；稀释后非 GAAP 每股收益 21 美分，环比增加 7 美分，同比增加 18 美分。截至 2016 年 12 月 31 日，公司拥有现金及现金等价物 2.435 亿美元，较上一季度增加了 1.32 亿美元。

两大市场销售出现反转，预示数通市场竞争激烈

自公司 2015 年业务出售、重组后，数通和电信市场的销售以平衡著称，但在 FY2016Q4 季度后两大市场增速却出现大幅背离，数通市场同比增速下滑到本季度的 40% 以下，而电信市场同比增速则一路飙升以至于本季度接近 90%。数通市场方面，我们判断激烈的价格竞争已经出现，国内 100G QSFP28 产量的增加也对国外厂商形成价格压力；电信市场方面，我们认为公司在 100G/200G CFP2-ACO 相干长距模块业务上先发优势明显，且 CFP2-ACO 未来市场需求广阔，中国客户也开始有所关心。

100G 销量持续增长，40G 严重萎缩，10G 有惊喜

100G 及以上速率产品一路高歌猛进，近 8 个季度平均同比增速 92%。40G 及以下速率产品表现低迷如预期，近 8 个季度平均同比负增长 17%，该趋势主要由于市场需求疲软以及 100G 模块迅速替代 40G 产品的原因，公司也预计 Q3、Q4 季度 40G 及以下速率产品销售额会进一步下滑。另外，本季度 10G 可调器件和模块受市场热捧，预计 10G 产品的应用将为公司带来增量。

客户结构持续多元化，中国市场依旧火热

公司主要客户中兴、华为、Coriant、思科等份额保持稳定，但特朗普政府贸易政策的不确定性加剧中兴销售额的潜在风险。从全球区域销售来看，公司客户结构更为多元化，但中国市场仍是主战场，占销售总额 42.4%。中国市场驱动力主要是“宽带中国”战略的推进及数据中心发展导致低速 10G 产品需求增长，此外，泰国市场 FY2017H1 销售额大幅增加至 5.4 亿美元，我们认为该现象与主设备商近期积极逐步拓展东南亚通信市场有关。

风险提示：中兴通讯的美国禁售令生效，中美贸易摩擦进一步加剧，运营商在固网侧资本开支下滑。

内容目录

1. 2017 财年 Q2 季度财报摘要	3
2. 两大市场销售出现反转，预示数通市场竞争激烈	3
3. 100G 销量持续增长，40G 严重萎缩，10G 有惊喜	5
4. 客户结构持续多元化，中国市场依旧火热	6
5. 公司运营稳定，汇率优势助力公司净利润提升	7
6. 2017 财年 Q3 季度业绩指引	7
7. 建议关注 A 股标的	8
8. 风险提示	8

图表目录

图 1：公司销售额与运营收入（单位：百万美元）	3
图 2：Q1 季度销售额占比	4
图 3：Q2 季度销售额占比	4
图 4：应用市场销售额及同比增速（单位：百万美元）	4
图 5：应用市场销售额及环比增速（单位：百万美元）	4
图 6：光通信应用市场规模及增速（单位：十亿美元）	5
图 7：DCI 100G 端口增速（单位：千个）	5
图 8：销售额按产品速率分类及同比增速（单位：百万美元）	5
图 9：主要客户销售占比	6
图 10：销售全球占比情况及 2016 年下半年预测（单位：百万美元）	6
图 11：FY2016 公司销售区域占比	7
图 12：FY2017H1 公司销售区域占比	7
图 13：公司利润率	7
图 14：公司研发费用和三费开支	7
图 15：天孚通信公司主要客户分布	8

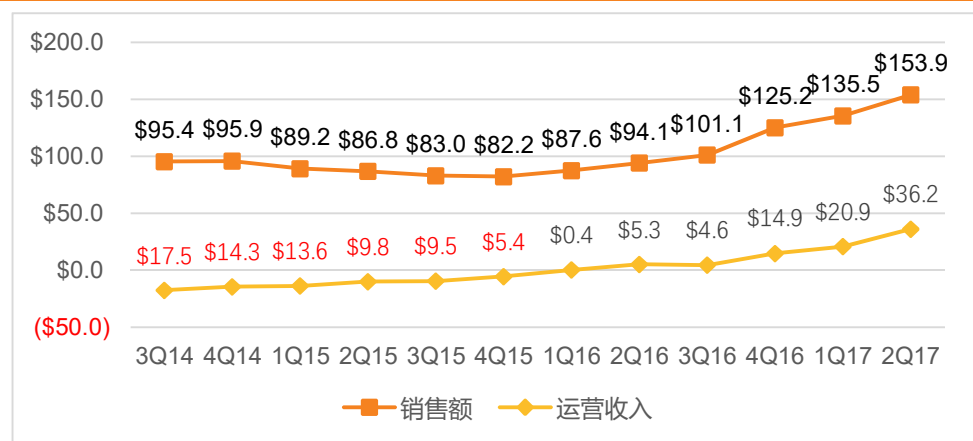
1. 2017 财年 Q2 季度财报摘要

公司 2017 财年 Q2 季度（实际对应 2016 年 Q4 季度，截止于 2016 年 12 月 31 日）销售额 1.54 亿美元，再次超过华尔街平均预测的 390 万美元，环比增长 13.6%，同比增长 63.5%。非 GAAP 毛利率 39.8%，环比增长 540 个基点，同比增长 1100 个基点；非 GAAP 运营收入 3620 万美元，环比增长 73.2%，同比增长 583%；非 GAAP 净利润 3630 万美元，环比增长 81.5%，同比增长 1071%；稀释后非 GAAP 每股收益 21 美分，环比增加 7 美分，同比增加 18 美分。截至 2016 年 12 月 31 日，公司拥有现金及现金等价物 2.435 亿美元，较上一季度增加了 1.32 亿美元。

按照美国会计准则调整后的 GAAP 毛利率 39.5%，环比增长 530 个基点，同比增长 1120 个基点；GAAP 运营收入 3340 万美元，环比增长 86.6%，同比增长 1235%；GAAP 净利润 3030 万美元，环比增长 791%，同比增长 15150%。

如果我们仅仅地简单解读公司 Q2 季度财务数据，可以发现公司营收和毛利率双双创历史新高。公司营收保持了 60%以上的增速，大幅高于上一季度 55%的营收增速。Q2 季度，公司毛利率达历史高点的 39.8%，相比上一季度提升了 5%。公司能在一个季度内实现营收和毛利率巨幅上升，一方面显示了市场的强劲需求，另一方面显示了公司有效的供应链管理和逐渐有利的议价能力。

图 1：公司销售额与运营收入（单位：百万美元）



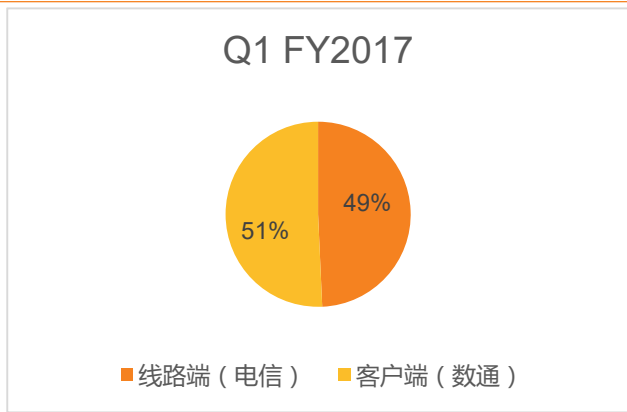
资料来源：公司财报、天风证券研究所

下面我们将进一步从公司产品线的销售、全球市场销售、主要客户以及公司运营几个维度对公司 2017 财年 Q2 季度进行一个完整的拆解和分析，帮助我们解读全球光通信市场的变化并映射国内光通信市场潜在的发展趋势及相关标的。

2. 两大市场销售出现反转，预示数通市场竞争激烈

公司自经历了 2013 至 2015 年的一些列业务出售及重组后（详情见我们的首次覆盖深度报告），两大市场的销售（数通和电信市场）以平衡著称，这也是公司在整合后逐步稳健发展，销售额和毛利率屡创新高。Q2 季度我们发现公司的电信业务占营收比一度高于数通业务占营收比将近 10 个百分点。

图 2: Q1 季度销售额占比



资料来源：公司财报、天风证券研究所

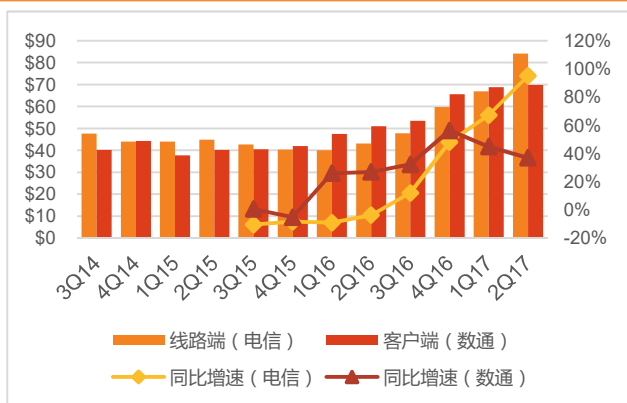
图 3: Q2 季度销售额占比



资料来源：公司财报、天风证券研究所

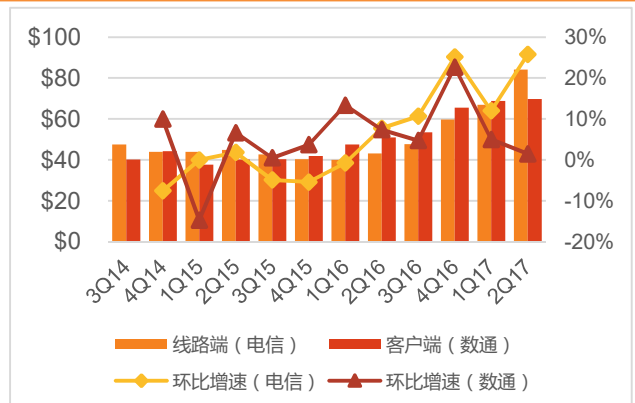
从销售额的增速也可以发现，数通市场的同比增速从 FY2016 Q4 季度的 60% 下滑到本季度的 40% 以下，而电信市场的同比增速则一路飙升以至于本季度接近 90%。再来看一下更加细致的环比增速，同样可以发现两个市场在 FY2016 Q3 和 Q4 季度相吻合后的一个大幅背离。

图 4: 应用市场销售额及同比增速（单位：百万美元）



资料来源：公司财报、天风证券研究所

图 5: 应用市场销售额及环比增速（单位：百万美元）



资料来源：公司财报、天风证券研究所

公司在投资者会议中并没有直接回应这一个变化，而是寄希望于 100G QSFP28 模块的放量，原因是 QSFP28 模块对封装量产的要求更高，而公司拥有的垂直一体化设计生产工艺是一项优势。通过对市场和同行业公司的跟踪，我们对此现象的预测和判断是：

第一，数通市场以互联网巨头为主要客户的市场出现了激烈的价格竞争，虽然说整个市场需求的体量仍然非常庞大，但是互联网企业本身对价格的敏感度已得到体现。如果说之前是一个只谈需求，不谈价格“野蛮生长”的情况，现在的市场则更趋于理性。

第二，从我们与国内光通信行业的紧密交流，可以提供 100G QSFP28 的上市及未上市公司逐渐增多，相对应的给海外厂商带来一定的价格压力，被迫在价格上做出让步。这一点也从公司业绩会议上公司管理层的回应侧面印证了，公司管理层一直有强调在和主设备商和客户签订长期合同，以保持公司在市场份额的领先位置。

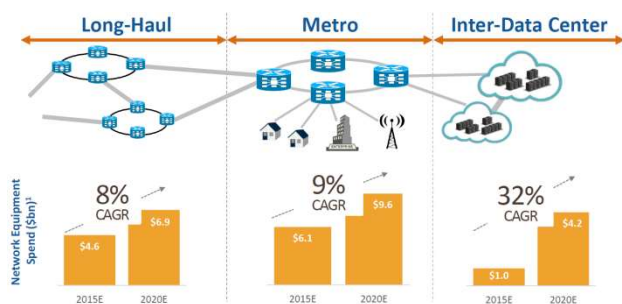
第三，公司在分离光器件及芯片（跨阻放大器、激光器、探测器、调制器等）方面是具有一定的技术优势，然而公司将这些产品销售归类于电信市场。通常来说分离光器件一部分会应用于所有模块的制造，这个潜在原因一定程度上拉低了数通市场销售业绩。

最后，数通市场一方面高速产品售罄而另一方面 100G 模块产能不足，40G 及以下产品（尤其是 40G 模块）出货量下滑严重，导致整体数通市场销售量下滑，那么主要归咎于产品结构的调整和产能受限的原因。

回到电信市场，高速增长的主要驱动力来自于 100G/200G CFP2-ACO 相干长距模块以及分

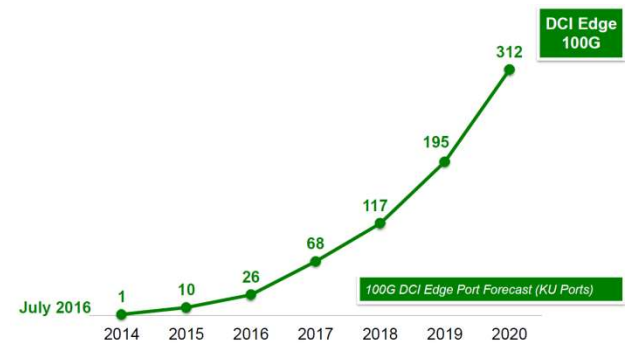
离器件的旺盛需求。针对 CFP2-ACO 产品，公司是业界第一个推出并且通过主设备商认证的供应商¹，由于 ACO 模块需要对接不同主设备商和第三方的 DSP 端口，导致认证周期进一步加长，因此公司享有较高的利润率和时间上的先发优势，并且公司逐步向多家上游链供应商选择原材料采购，进一步控制原材料成本。从应用市场上来看，CFP2-ACO 除了用于传统电信市场之外（主要是城域网升级扩容），DCI 应用的增长对长距相干模块的需求也进一步加大，并且增速明显。根据 AGC 预测，2015 年光模块器件在 DCI 市场规模约 10 个亿美元，到 2020 年将达 42 亿美元，年复合增长率 32%；其中 100G 端口数从 2016 年的 26,000 个增长至 2020 年的 321,000 个。Ovum 的年度光模块器件研究报告则预测整个 CFP2-ACO 在电信和 DCI 市场规模约在 2~4 亿美元，公司根据市场需求预测 CFP2-ACO 市场规模约在 4 亿美元左右。而这与市场对数据中心互联相关技术的关注与应用，以及相关初创公司被多轮风险投资相对应。此外，中国客户也开始对 CFP2-ACO 产品进行了广泛的询问，主要源于其小尺寸低功耗的优势。

图 6：光通信应用市场规模及增速（单位：十亿美元）



资料来源：AGC、天风证券研究所

图 7：DCI 100G 端口增速（单位：千个）



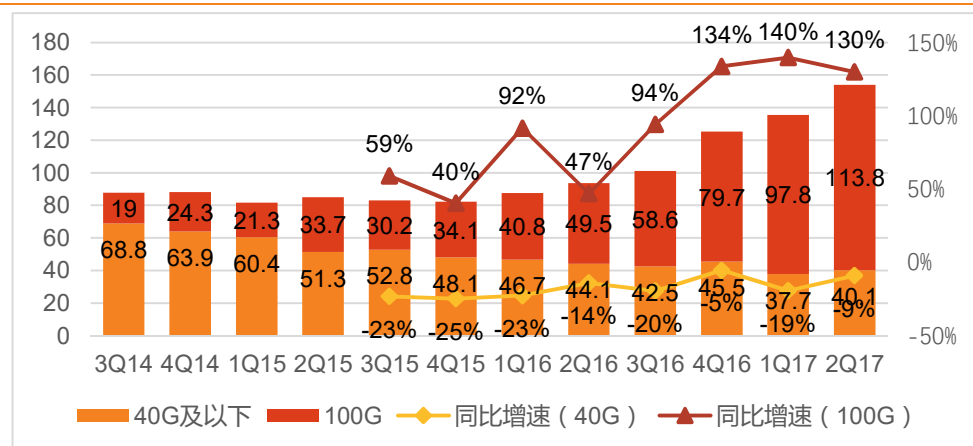
资料来源：Signal AI、天风证券研究所

综上所述，我们认为大趋势公司数通市场业务多少承受到一定压力，背后确切的原因需要进一步观察及验证。由于光模块所处的技术路径及市场竞争变化极为迅速，我们也将密切关注行业上下游、东西向同行业公司以及公司下一季度的表现情况。

3. 100G 销量持续增长，40G 严重萎缩，10G 有惊喜

按照产品速率来区分，公司本季度各速率产品出货量符合预期：100G 及以上速率产品一路高歌猛进，近 8 个季度平均环比增速 17%，平均同比增速 92%。40G 及以下速率产品表现如预期低迷，近 8 个季度平均环比负增长 3%，平均同比负增长 17%。

图 8：销售额按产品速率分类及同比增速（单位：百万美元）



资料来源：公司财报、天风证券研究所

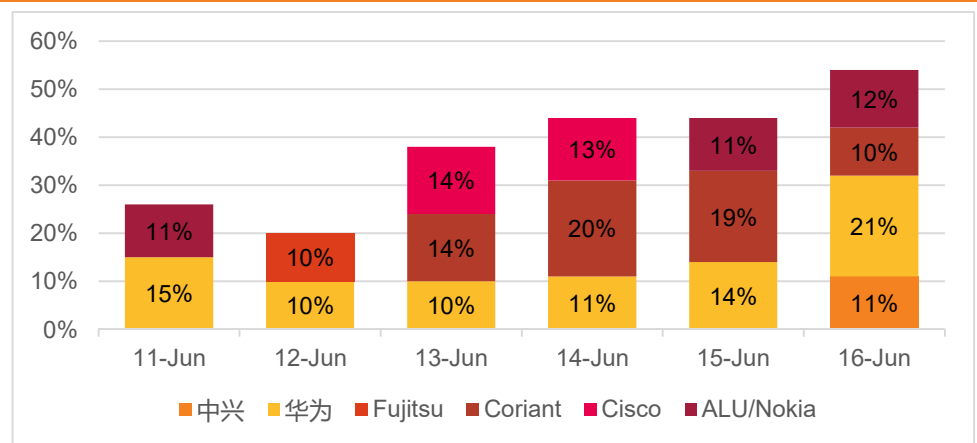
¹ 公司 2014 年 9 月份首次推出 CFP2-ACO 100/200G 技术，2015 年底正式通过主设备商验证并量产。

Q2 季度 40G 及以下速率产品销售额 4010 万美元，环比增长 240 万。受到市场需求疲软以及 100G 模块迅速替代 40G 产品的因素，公司预计 Q3 季度会进一步下滑至 3000 万美元，Q4 季度可能会有额外的几百万美元的下滑。而本季度 10G 产品线的销售额则是公司销售上的一个惊喜，尤其是 10G 可调器件和模块受到市场的热捧。市场的趋势是 10G 产品在城域网边缘网络（Edge）的应用以及可调收发模块（SFP+）对单一波长模块的替代所带来的增量。

4. 客户结构持续多元化，中国市场依旧火热

公司占比销售额 10% 以上的客户集体保持稳定，仍然是中兴、华为、Coriant 和思科。其中华为的份额小幅提升 1% 而中兴的份额下降了 1%。公司充分考虑到中兴所面对的美国商务部的禁运令将在 2 月底面临重新评估，至今为止公司仍旧持续向中兴供货并没有任何变化。但是考虑到特朗普政府贸易政策的不确定性，占公司销售额 10% 的中兴是公司潜在的一个主要风险，也是大部分其他光模块器件厂商的潜在风险，包括 Acacia 在内。

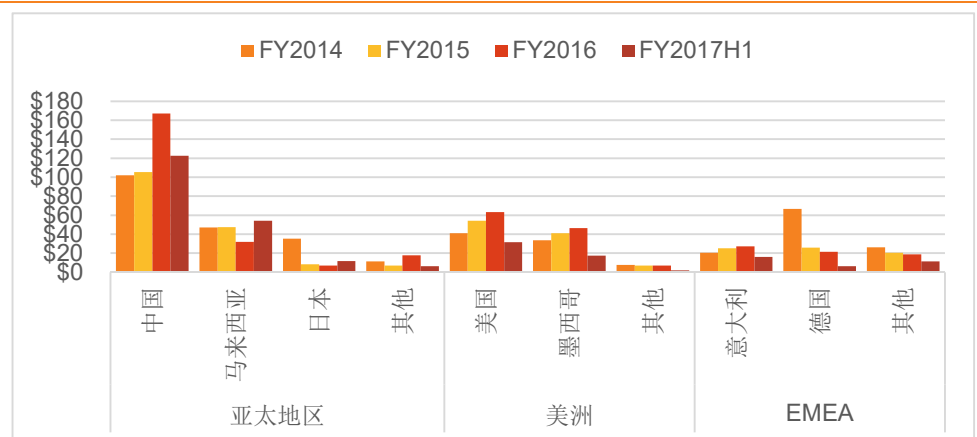
图 9：主要客户销售占比



资料来源：公司财报、天风证券研究所

从全球区域销售来看，中国市场依然是公司主战场，占公司总销售额的 42.4%。Q2 季度较上季度环比增长 9%，背后的市场驱动力已为大家熟知：“宽带中国”政策下对骨干网和省际网的升级扩容以及中国数据中心市场和无线侧网络建设对低速 10G 产品的需求。我们认为公司除了向中国市场销售大量光模块以外，光器件也是主要的销售产品。设备商及国内光模块厂商一直有采购公司的高速光器件进行封装出售，典型的模块有 CFP-DCO（DSP 芯片封装在模块内），因此公司窄线宽可调激光器和铌酸锂的调制器则最为受益。

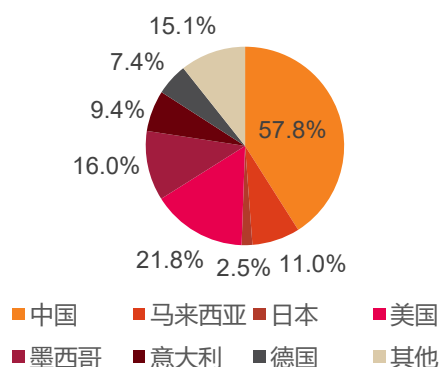
图 10：销售全球占比情况及 2016 年下半年预测（单位：百万美元）



资料来源：公司财报、天风证券研究所

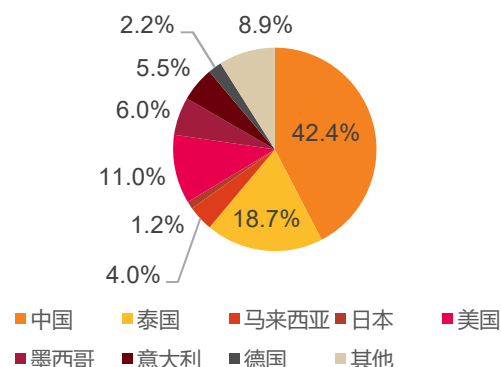
相比较 2016 财年中国区销售占比,可以看出 2017 财年上半年公司全球销售区域更为多元化,尤其是 2017 财年 H1 泰国市场销售额达 5.4 亿美元,翻了接近 79 倍。我们认为这与主设备商近期积极逐步拓展东南亚通信市场有一定关联。

图 11: FY2016 公司销售区域占比



资料来源:公司财报、天风证券研究所

图 12: FY2017H1 公司销售区域占比

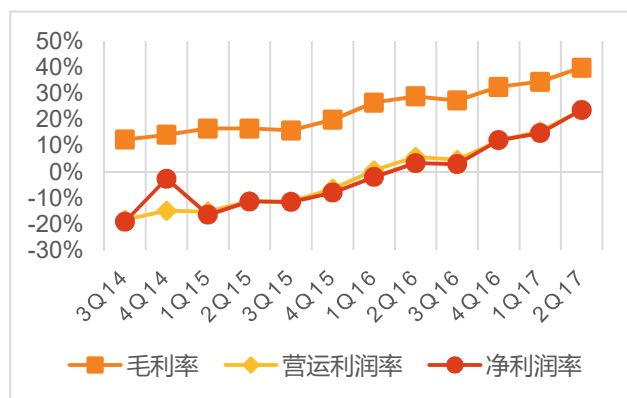


资料来源:公司财报、天风证券研究所

5. 公司运营稳定, 汇率优势助力公司净利润提升

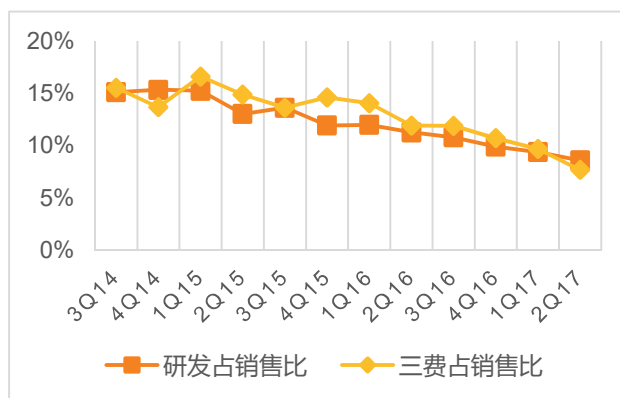
公司 Q2 季度运营情况稳定上行,毛利率,运营利润率和净利润率持续攀升,研发和三费占比持续下降,得益于公司供应链管理的优化,优异的成本控制以及预先部署的 100G 和 10G 产品线的产能扩充,帮助公司将资本开支用在了刀口上并收获了不错效果。另一个因素刺激公司 Q2 季度的高利润率来自于人民币、日元和英镑的汇率优势。

图 13: 公司利润率



资料来源:公司财报、天风证券研究所

图 14: 公司研发费用和三费开支



资料来源:公司财报、天风证券研究所

运营资本方面, Q2 季度应收账款是 1.075 亿美元,账期是 64 天,基本持平;库存为 8230 万美元,库存期是 81 天,也基本与上季度持平。应付账款和其他支出是 1.225 亿美元,账期是 106 天,上季度是 101 天,这个增长主要归咎于应付账款时间点接近于年末导致供应商对汇款需求上升。

6. 2017 财年 Q3 季度业绩指引

公司对下一季度的预测:总销售额在 1.56 亿~1.64 亿美元之间,非 GAAP 毛利率在 36%~39% 之间,而非 GAAP 运营收入在 3200 万~3600 万美元之间。公司预计 2017 财年剩余两个季度的资本开支总体在 4000~5000 万美元,较之前的预计的 2017 年全年开支 4000~5000 万美元有大幅提升,主要用于高速产品的产能扩充。公司明确指出 Q3 季度业绩指引已经考虑了以下两个因素:

- 季节性的价格下调，由于供需紧张，公司预计 ASP 下行仍将维持在 10%左右；
- 40G 产品线销售额可能会进一步下滑数百万美元

从收入指引来看，公司给出了相对保守的收入指引，我们认为源于几个方面：（1）Q2 季度过于高的增速基数使得 Q3 季度的增速很难维持在这么高水平；（2）公司销售额将会进一步提升，显示公司对市场以及自己未完成订单的信心；然而，较低的毛利率指引区间预示着公司在上游材料成本方面可能会有所提升；（3）类似的，因为扩产所引起的 CAPEX 的增加以及潜在增加的 R&D 投入可能会影响到公司运营收入的水平。

7. 建议关注 A 股标的

反观 A 股市场，我们建议重点关注**光迅科技**和**天孚通信**。

光迅科技 2015 年全球光模块器件市场份额排名第 5。公司拥有低速光器件芯片（2.5G 及 AWG 光栅芯片）设计制造能力，同时公司 10G 光芯片预计在 17 年量产，25G EML 光芯片在 2017 年下半年流片，年底量产，打通上下游垂直整合能力，依靠低成本生产线，进一步扩大全球市场份额。公司近期增资美国光电子子公司，同时联合光通信企业及武邮系企业创立产业基金，加码高速光电子芯片产品的研发设计能力。

天孚通信主产品线包括陶瓷套管、OSA 组件为主、光纤适配器。尤其是 OSA 作为光模块必须的组件之一，随着 40G/100G 光模块放量，公司业务相应受益。并且 OSA 生产线获得华为认证，绑定光网络设备市场份额第一的公司，保证 OSA 组件出货量。公司在提升 OSA 产能的同时，同时拓展了滤镜，光纤连接器等新业务，扩展光模块组件业务面向海外发展国际客户。Oclaro 是天孚通信的海外客户之一。

图 15：天孚通信公司主要客户分布



资料来源：天孚通信公开调研会议纪要 PPT、天风证券研究所

8. 风险提示

中兴通讯的美国禁售令生效，中美贸易摩擦进一步加剧，运营商在固网侧资本开支下滑。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 3 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com