



买入

44.5%

目标价格:人民币 29.41

原目标价格: 人民币 75.47

002281.CH

价格:人民币 20.35

目标价格基础:35 倍 18 年市盈率

板块评级:未有评级

股价表现



	今年 (%)	1 月 (%)	3 月 (%)	12 月 (%)
	至今 (%)	个月	个月	个月
绝对	(21.0)	(15.8)	(16.5)	25.2
相对深证成指	(16.4)	(8.3)	(12.6)	25.3
发行股数(百万)	629			
流通股(%)	98			
流通股市值(人民币 百万)	12,549			
3 个月日均交易额(人民币 百万)	240			
净负债比率%(2017E)	10			
主要股东(%)				
烽火科技集团有限公司	45			

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2017 年 5 月 12 日收市价为标准

相关研究报告

《光迅科技 2017 年一季报点评: 规模稳步走强, 正在消化转产波动》2017.4.27

《光迅科技 2016 年报点评: 业绩符合预期, 升级布局深化》2017.3.9

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

通信: 通信设备

吴友文*

(8621)20328313

youwen.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515070001

*易景明为本报告重要贡献者

光迅科技

转产波动正在消化, 年内盈利能力有望走强

光迅科技发布 2016 年报, 期间营收 40.59 亿元, 同比增长 29.28%; 归属上市公司股东净利润 2.85 亿元, 同比增长 17.17%。在 2017 年一季报中, 营业收入 12.67 亿元, 同比增长 28.73%; 归属上市公司股东净利润 9,647 万元, 同比增长 30.97%; 每股收益 0.46 元。我们将目标价格下调至 29.41 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **规模盈利走强, 正在消化转产波动。**自去年以来, 营收规模持续高速增长, 主要得益于运营商网络与消费者业务增长, 今年 1 季度归属上市公司股东净利润下滑明显, 综合毛利率从去年的 22% 降至今年 1 季度的 18.28%。一是因为盈利市场仍在吸引更多企业和资金, 产能扩充持续。公司在部分高端产品上游受到压制, 产能不足, 而低端产品的供应已超越需求; 二是上游芯片投入持续加大, 产能和市场只能逐步扩张, 在消化成长带来的波动同时转产成本也在加大。在全球运营商开支疲弱的大背景下, 利润压力持续传导到上游, 给传输市场带来持续的毛利压力。但随着产品结构的逐步升级和产能的扩充, 盈利能力将会逐步体现。
- **上半年经营预期显示需求增长仍将保持。**2017 上半年业绩预期同比增长 0 到 30%, 显示公司对业绩有稳健增长的预期。预计接入部分营收为 26% 到 30%, 根据 OVUM 光接入经历过去三年两位数的高增长后, 仍将持续 10% 左右增速, 后续三年比重持续提升, 预计 2019 年全球规模超过 450 亿元; 传输营收占比从 52.89% 上升到 57%, 主要源自全球运营商对宽带持续扩容升级的需求, 大客户对无源器件、传输及接入等模块份额持续提升, 放大器保持份额稳定, 智能光器件需求增长显著, 无线 LTE、10G 中长距等主流有源模块实现规模应用。数通占比预计在 11% 到 15% 左右相对较低, 国内应用整体起步较晚, 大型客户如 BAT 正处在对光互连方案的探索和提升过程中, 而海外大客户多已有稳固的供应名单, 数通全面崛起尚需时间, 但空间巨大, 经营预期显示需求增长仍将保持。
- **积极向高端升级, 全面拓展业务面。**公司积极向高端市场升级, 继 10G 产品具备全面自研能力后, 继续在 25G 产线攻坚, 下半年有望商用, 将确保打开盈利增长点, 5G 非独立组网明年启动, 也将开启回传模块市场; 数通方面也在积极寻求产品升级和市场培育。同时积极拓展相关业务面, 如量子通信领域的光源和探测器; 在硅光市场方面与海外领先企业进行光集成技术交流; 在非光通信领域, 更有望通过激光探测器进入消费电子零部件领域。公司仍是市场中规模最大、品类最全和商用拓展程度最高的公司, 在光传输、集成和传感网络有广泛的潜在空间。从行业持续的景气度、公司针对性的布局和投入以及潜在的新业务来看, 公司业绩实现和成长空间具备, 价值有望跟随产品周期持续提升。

评级面临的主要风险

- 市场竞争风险、技术迭代创新风险。

估值

- 我们预计 2017 年-2019 年每股收益为 1.88、2.52 和 3.41 元。按照市盈率估值法, 参考光通信相关个股和公司龙头行业地位, 给予 2018 年 35 倍的市盈率, 总市值约 185 亿元, 对应公司 12 个月目标价由 75.47 元下调至 29.41 元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	3,140	4,059	5,331	6,905	8,761
变动(%)	29	29	31	30	27
净利润(人民币 百万)	243	285	395	528	716
全面摊薄每股收益(人民币)	1.159	1.360	1.884	2.518	3.417
变动(%)	63.6	17.3	38.6	33.6	35.7
先前预测每股收益(人民币)			1.96	2.518	
调整幅度(%)			4.08	0	
全面摊薄市盈率(倍)	17.6	15.0	10.8	8.1	6.0
价格/每股现金流量(倍)	30.4	23.6	(5.0)	(40.5)	160.8
每股现金流量(人民币)	0.67	0.86	(4.08)	(0.50)	0.13
企业价值/息税折旧前利润(倍)	38.4	34.7	25.9	19.9	15.0
每股股息(人民币)	0.500	0.500	0.757	0.504	0.683
股息率(%)	2.5	2.5	3.7	2.5	3.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

规模盈利走强，正在消化转产波动。

自去年以来，营收规模持续高速增长，主要得益于运营商网络与消费者业务增长，今年1季度归属上市公司股东净利下滑明显，综合毛利率从去年的22%降至今年1季度的18.28%。一是因为盈利市场仍在吸引更多企业和资金，产能扩充持续。公司在部分高端产品上游受到压制，产能不足，而低端产品的供应已超越需求；二是上游芯片投入持续加大，产能和市场只能逐步扩张，在消化成长带来的波动同时转产成本也在加大。在全球运营商开支疲弱的大背景下，利润压力持续传导到上游，给传输市场带来持续的毛利压力。但随着产品结构的逐步升级和产能的扩充，盈利能力将会逐步体现。

上半年经营预期显示需求增长仍将保持。

2017上半年业绩预期同比增长0到30%，显示公司对业绩有稳健增长的预期。预计接入部分营收为26%到30%，根据OVUM光接入经历过去三年两位数的高增长后，仍将持续10%左右增速，后续三年比重持续提升，预计2019年全球规模超过450亿元；传输营收占比从52.89%上升到57%，主要源自全球运营商对宽带持续扩容升级的需求，大客户对无源器件、传输及接入等模块采购份额持续提升，放大器保持份额稳定，智能光器件需求增长显著，无线LTE、10G中长距等主流有源模块实现规模应用。数通占比预计在11%到15%左右相对较低。国内应用整体起步较晚，大型客户如BAT正处在对光互联方案的探索和提升过程中，而海外大客户多已有稳固的供应名单，数通全面崛起尚需时间，但空间巨大，经营预期显示需求增长仍将保持。

积极向高端升级，全面拓展业务面。

公司积极向高端市场升级，继10G产品具备全面自研能力后，继续在25G产线攻坚，下半年有望商用，将确保打开盈利增长点，5G非独立组网明年启动，也将开启回传模块市场；数通方面也在积极寻求产品升级和市场培育。同时积极拓展相关业务面，如量子通信领域的光源和探测器；在硅光市场方面与海外领先企业进行光集成技术交流；在非光通信领域，更有望通过激光探测器进入消费电子零部件领域。公司仍是市场中规模最大、品类最全和商用拓展程度最高的公司，在光传输、集成和传感网络有广泛的潜在空间。从行业持续的景气度、公司针对性的布局和投入以及潜在的新业务来看，公司业绩实现和成长空间具备，价值有望跟随产品周期持续提升。

图表 1. 一季报业绩摘要

(人民币, 百万元)	2016年1季度	2017年1季度	同比(%)
营业收入	984.45	1,267.33	28.73
营业成本	779.35	1,035.71	32.89
毛利润	205.11	231.62	12.92
营业税金及附加	6.46	5.03	(22.16)
管理费用	94.55	93.31	(1.31)
销售费用	33.41	28.32	(15.22)
营业利润	66.31	103.75	56.47
资产减值	5.80	1.53	(73.67)
财务费用	(1.42)	(0.32)	(77.22)
投资收益	0.00	0.00	
营业外收入	20.60	8.95	(56.56)
营业外支出	0.25	0.00	(100.00)
利润总额	86.66	112.70	30.05
所得税	13.00	17.00	30.77
少数股东损益	0.00	(0.77)	
归属于母公司的净利润	73.66	96.47	30.97
基本每股收益(元)	0.35	0.46	31.43
毛利率(%)	20.83	18.28	
净利率(%)	7.48	7.55	

资料来源：万得，中银证券

图表 2. 年报摘要

(人民币, 百万元)	2015年度	2016年度	同比(%)
营业收入	3,139.98	4,059.21	29.28
营业成本	2,333.46	3,170.32	35.86
毛利润	806.52	888.89	10.21
营业税金及附加	11.44	21.53	88.32
管理费用	391.82	448.06	14.35
销售费用	134.82	132.01	(2.08)
营业利润	259.55	267.40	3.02
资产减值	37.23	47.58	27.80
财务费用	(28.28)	(28.26)	(0.07)
投资收益	0.05	(0.56)	(12.64)
营业外收入	32.07	52.70	64.34
营业外支出	3.56	3.35	(6.08)
利润总额	288.06	316.76	9.96
所得税	44.80	42.82	(4.41)
少数股东损益	0.00	(11.08)	
归属于母公司的净利润	243.26	285.02	17.17
基本每股收益(元)	1.16	1.36	17.24
毛利率(%)	25.69	21.90	
净利率(%)	7.75	6.75	

资料来源：万得，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	3,140	4,059	5,331	6,905	8,761
销售成本	(2,345)	(3,192)	(4,098)	(5,270)	(6,639)
经营费用	(476)	(520)	(726)	(962)	(1,214)
息税折旧前利润	319	347	507	672	907
折旧及摊销	(88)	(108)	(112)	(127)	(140)
经营利润(息税前利润)	231	240	395	545	767
净利润收入/(费用)	28	28	20	26	25
其他收益/(损失)	29	49	47	47	46
税前利润	288	317	462	617	838
所得税	(45)	(43)	(67)	(90)	(121)
少数股东权益	0	11	0	0	0
净利润	243	285	395	528	716
核心净利润	248	292	402	535	723
每股收益(人民币)	1.159	1.360	1.884	2.518	3.417
核心每股收益(人民币)	1.180	1.391	1.917	2.550	3.449
每股股息(人民币)	0.500	0.500	0.757	0.504	0.683
收入增长(%)	29	29	31	30	27
息税前利润增长(%)	81	4	65	38	41
息税折旧前利润增长(%)	51	9	46	33	35
每股收益增长(%)	64	17	39	34	36
核心每股收益增长(%)	65	18	38	33	35

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	288	317	462	617	838
折旧与摊销	88	108	112	127	140
净利润息费用	(28)	(28)	(20)	(26)	(25)
运营资本变动	158	(9)	(710)	(219)	(343)
税金	(45)	(54)	(67)	(90)	(121)
其他经营现金流	(320)	(152)	(632)	(515)	(463)
经营活动产生的现金流	140	181	(856)	(105)	27
购买固定资产净值	2	21	64	97	85
投资减少/增加	(30)	6	(0)	(0)	(0)
其他投资现金流	(337)	129	(129)	(194)	(171)
投资活动产生的现金流	(364)	157	(64)	(97)	(86)
净增权益	(105)	(105)	(159)	(106)	(143)
净增债务	(37)	205	2,759	1,070	1,106
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	45	(83)	(28)	(77)	(197)
融资活动产生的现金流	(97)	44	2,625	990	987
现金变动	(321)	382	1,704	787	928
期初现金	1,059	568	961	2,665	3,452
公司自由现金流	(224)	338	(921)	(202)	(59)
权益自由现金流	(290)	514	1,818	842	1,022

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1,148	1,138	2,961	3,804	4,655
应收帐款	1,162	1,452	2,079	2,434	3,290
库存	1,125	1,327	1,823	2,297	2,833
其他流动资产	72	49	146	97	195
流动资产总计	3,506	3,966	7,010	8,631	10,973
固定资产	607	731	687	659	608
无形资产	35	56	53	51	47
其他长期资产	60	25	20	22	22
长期资产总计	702	812	760	732	677
总资产	4,215	4,817	7,808	9,401	11,688
应付帐款	1,241	1,408	1,177	1,443	1,811
短期债务	23	153	1,600	1,680	1,798
其他流动负债	167	145	382	205	449
流动负债总计	1,431	1,707	3,158	3,328	4,058
长期借款	0	74	1,386	2,376	3,363
其他长期负债	131	122	109	121	117
股本	210	210	210	210	210
储备	2,449	2,629	2,865	3,288	3,861
股东权益	2,659	2,839	3,075	3,497	4,070
少数股东权益	0	80	80	80	80
总负债及权益	4,215	4,817	7,808	9,401	11,688
每股帐面价值(人民币)	12.67	13.54	14.67	16.68	19.42
每股有形资产(人民币)	12.50	13.27	14.41	16.44	19.19
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.60)	(3.50)	1.53	2.88	3.73

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.2	8.6	9.5	9.7	10.4
息税前利润率(%)	7.4	5.9	7.4	7.9	8.8
税前利润率(%)	9.2	7.8	8.7	8.9	9.6
净利率(%)	7.7	7.0	7.4	7.6	8.2
流动性					
流动比率(倍)	2.5	2.3	2.2	2.6	2.7
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	10.2	16.9	18.8
速动比率(倍)	1.7	1.5	1.6	1.9	2.0
估值					
市盈率(倍)	17.6	15.0	10.8	8.1	6.0
核心业务市盈率(倍)	17.2	14.6	10.6	8.0	5.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	21.3	18.1	13.1	9.9	7.3
市净率(倍)	1.6	1.5	1.4	1.2	1.0
价格/现金流(倍)	30.4	23.6	(5.0)	(40.5)	160.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	38.4	34.7	25.9	19.9	15.0
周转率					
存货周转天数	147.6	140.2	140.3	142.7	141.0
应收帐款周转天数	119.4	117.5	120.9	119.3	119.2
应付帐款周转天数	121.9	119.1	88.5	69.2	67.8
回报率					
股息支付率(%)	43.1	36.8	40.2	20.0	20.0
净资产收益率(%)	9.7	10.4	13.4	16.1	18.9
资产收益率(%)	5.0	4.6	5.4	5.4	6.2
已运用资本收益率(%)	2.4	2.4	2.1	1.9	2.1

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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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