



**买入** **40% ↑**  
目标价格:人民币 29.41  
**002281.CH**  
价格:人民币 20.97  
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 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(18.6)	16.8	(2.7)	2.0
相对深证成指	(21.4)	15.3	(10.2)	4.0
发行股数(百万)				629
流通股(%)				98
流通股市值(人民币 百万)				12,931
3个月日均交易额(人民币 百万)				149
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 8 月 24 日收市价为标准

### 相关研究报告

《中电信重启 100G 传输设备集采，传统供应商将长期受益于电信网升级》2017.8.9

《光迅科技：转产波动正在消化，年内盈利能力有望走强》2017.5.15

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

(8621)20328303

jingming.yi@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080005

# 光迅科技

## 短期需求承压，长期投入将保持强劲

光迅科技发布 2017 年中报，期间营收 23.91 亿元，同比增长 20.57%；归属上市公司股东净利润 1.71 亿元，同比增长 12.17%。  
**支撑评级的要点**

- 短期需求未能反应，导致上半年电信市场表现平淡。国内运营商资本开支步入下降通道，短期设备需求下降使得光器件厂商面临增收压力。相比于数通市场，上半年电信市场表现平淡，而 2016 年需求的快速增长导致了 2017 年设备商对库存修正，光器件商同时面临市场需求设备商库存管理双重压力，上半年公司实现营收同比增长 21%。虽然销售、财务和所得税费用都有明显下滑，但营业成本增加 25.24%，直接导致综合毛利率从去年同期的 21.7% 降至本期的 18.77%，成为压低利润增速的主要原因。公司对电信网市场的依赖度正在加大，占比从 47% 提升到 59%。上半年国内运营商传输设备招标未能如期启动，导致高端器件销售承压，低端器件占比相应提升，直接压低毛利率。我们认为，近年传输网建设投入一直平稳增长，以匹配流量承载能力，下半年运营商采购将大概率恢复节奏，公司销售与业绩表现有望反转。
- 国内电信网扩容升级需求刚性，长期增长动力强劲。虽然近年数通市场是拉动投资增长的主力，但全球光器件市场中，电信网需求仍占据半数以上。首先流量激增的现状将长期维持，对现网承载能力正提出严峻挑战，而北美骨干网相干器件已向 200G 升级，国内现仍处于 100G 铺开阶段，存在代际差距；其次现有电信网以 OTN 交换为核心架构，存在大比重的点对点传输。在网络层发生电交换，随着节点带宽和交换需求的提升，能耗将加大，后续将引入 ROADM，使交换更大程度保持在光范围，减小有源切换点的负载；另外国内和欧洲固网接入在向 10GPON 作升级，日本与北美已经开始下一代 PON 技术投入，将成为规模和份额快速提升的部分，将引入高端器件下沉放量；最后前 5G 时代随着非独立组网和回传规格的确定，高速无线回传建设也将启动。中长期看，电信网对设备和器件需求依然确定和强劲，后续将逐步落实投入，应保持乐观。
- 全球数据中心互联需求高企，供应短缺将使具备上游能力的公司最终受益。数据中心间互联与数据中心内服务器间互联成为近两年拉动光器件市场增长的主要力量，目前数通领域需求已超过光器件总规模的三成，而收发器规模占到全部光器件规模的 60% 以上。其中数据中心所用收发器，因为存在对成本和能耗上的严格要求，以及直接源自 ICP 厂商的规格高度定制化，整体呈现出类消费电子的周期性换代升级特征。北美 100G 需求以及全面确立并持续上量，国内 100G 方案刚刚开始探索，空间巨大。研究全球服务器和交换机高速端口需求，我们保守预计到 2018 年 25G 以上端口需求量将过 2,000 万，而现有的高速器件供应能力仅在 500 万左右，供应压力巨大。在数通领域随着需求攀升，不断有新进者加入，打破封测和产品的壁垒。受益虽有先后，但最终仍将是有芯片自主研制能力的公司受益。光迅在年底有望突破 25G 芯片的自主研发，全面提升产业地位，成为长期拉动业绩成长的动力。

### 评级面临的主要风险

- 运营商投入不力风险、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，目标价 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
全面摊薄市盈率(倍)	18.1	15.4	11.1	8.3	6.1
价格/每股现金流量(倍)	31.4	24.3	(5.1)	(41.7)	165.7
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)	39.7	35.9	26.7	20.5	15.4
每股股息(人民币)	0.500	0.500	0.757	0.504	0.683
股息率(%)	2.4	2.4	3.6	2.4	3.3

资料来源：公司数据及中银证券预测

图表 1. 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2016 上半年	2017 上半年	同比(%)
营业收入	1,983.37	2,391.31	20.57
营业成本	1,551.01	1,942.53	25.24
毛利润	432.36	448.78	3.80
营业税金及附加	8.94	12.31	37.64
管理费用	216.72	216.02	(0.32)
销售费用	58.10	53.10	(8.60)
营业利润	150.10	195.96	30.55
资产减值	8.10	8.42	3.99
财务费用	(9.61)	4.04	(142.05)
投资收益	0.00	0.00	#DIV/0!
营业外收入	26.50	2.21	(91.65)
营业外支出	0.77	0.11	(85.39)
利润总额	175.83	198.06	12.64
所得税	31.39	24.95	(20.52)
少数股东损益	(8.60)	1.44	(116.69)
归属于母公司的净利润	153.05	171.68	12.17
基本每股收益(元)	0.73	0.27	(62.60)
毛利率(%)	21.80	18.77	
净利率(%)	7.28	7.24	

数据来源：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
<b>盈利能力</b>					
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
<b>流动性</b>					
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
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	18.1	15.4	11.1	8.3	6.1
核心业务市盈率(倍)	17.8	15.1	10.9	8.2	6.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	24.9	21.1	15.3	11.5	8.5
市净率(倍)	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1
价格/现金流(倍)	31.4	24.3	(5.1)	(41.7)	165.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	39.7	35.9	26.7	20.5	15.4
<b>周转率</b>					
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
<b>回报率</b>					
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 月内在上下 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