

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

通信

中际旭创 (300308)

跟踪报告

增持

(维持评级)

2018年02月23日

海外光模块企业浅析系列之 Finisar: 全球光通信器件行业巨擘

证券分析师: 程成

0755-22940300

chengcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513040001

证券分析师: 汪洋

010-88005317

wangyang7@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517090001

事项:

近年来,光通信作为通信行业内最具投资吸引力的子行业之一,备受资本市场关注。光模块、光器件作为光通信中景气度最高的细分领域,成就了中际旭创、光迅科技、新易盛等一批优秀上市公司。我们重申关注光通信领域的投资机会,光模块、光器件方面**重点推荐中兴通讯、中际旭创、光迅科技,关注港股昂纳科技。**

评论:

为了让投资者对全球光模块市场格局有个更清晰的了解,从而更有利于把握行业投资机会,国信证券通信小组历时三个月,对海外市场上最具竞争优势的光模块企业基本情况梳理。本文将简要介绍行业龙头 Finisar 的基本情况,供各位投资者参考,有不足之处欢迎批评指正。

■ Finisar 基本情况概述

Finisar 是一家成立于 1988 年的美国半导体器件公司,1999 年在 NASDAQ 上市,目前市值约 21 亿美元(约合人民币 134 亿元)。经过近 30 年的发展,公司已经成为全球最大的光通信器件产品制造商。据 Ovum 统计,2016 年 Finisar 在全球光器件市场份额为 14.8%,位居第 1 位。公司拥有员工数超过 14000 名,主要产品包括光纤收发器、光引擎、有源光缆、光器件、光学仪器、ROADM 和 WSS 波长管理器、光放大器和光载射频模块等,在网络、存储、无线和有线电视应用中实现语音、视频和数据的高速传输。公司在澳大利亚、中国、印度、德国、以色列、马来西亚、新加坡和瑞典等地均设有工厂。

■ 通过一系列外延并购实现业务整合与市场突破,奠定领先地位

公司自上市以来通过多次并购重组实现业务整合和市场突破。2007 年,公司收购 AZNA 公司与 Kodeos 公司,加强了在可调器件与先进调制技术、电信号处理等领域的技术优势;2008 年,通过收购 Optium 公司,扩大了在电信和 CATV 行业市场份额;2010 年,收购 PON 收发器生产商 Broadway 公司,拓展智能 PON 收发器模块技术的同时,获取其在北京、苏州等中国市场的渠道资源。

表 1: Finisar 近十年重要并购重组一览表

时间	并购标的	战略规划
2007	AZNA 公司与 Kodeos 公司	扩展电信产品线
2008	Optium 公司	获得 ROADM、CATV、10-40Gbps 技术
2010	Broadway 公司	获得智能 PON 收发器模块技术,大幅拓展中国市场
2011	Lgnis 公司	加快可调激光器和 PLC 平面波导技术子系统的发展步伐
2012	RED-C 公司	获得光纤放大器技术
2014	U2T Photonics 公司	获得 Inp 接收器与探测器技术,协助开发超 100G 产品

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

2011年，公司收购挪威光通信厂商 Lgnis公司，Lgnis的集成 SOA 和可调激光器属于业界领先产品，广泛应用于公司的 10G 可调波长 XFP 产品中；2012年公司收购 Red-C Optical Networks Ltd，Red-C 提供用于长途、局域和城域接入网的掺铒光纤放大器、拉曼放大器和光学监控设备；2014年，公司收购 U2T Photonics公司，u2t的技术有助于开发高速率窄线宽可调激光器及 100Gbps 产品的开发。

■ 公司处于产业链中上游，产品线覆盖全面，VCSEL 产品已与苹果公司达成合作

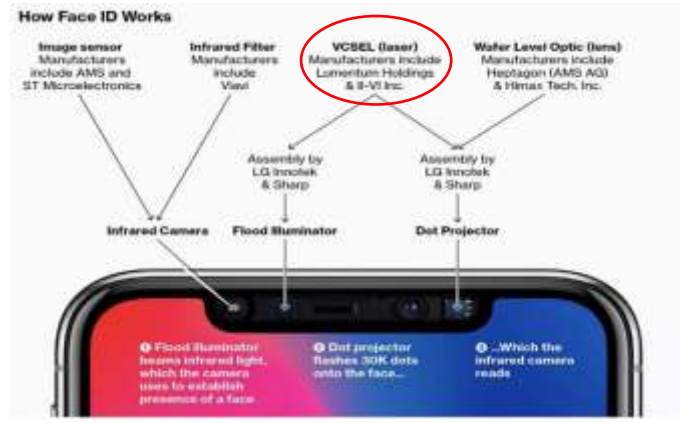
公司产品线覆盖非常广泛，包括光纤收发器、光引擎、有源光缆、光器件、光学仪器、ROADM 与 WSS 波长管理器、光放大器和光载射频模块等，拥有超过 1000 件美国专利。目前公司是苹果 iPhone X 手机的 VCSEL 供应商之一，并与苹果公司达成 3.9 亿美元的业务合作，侧面说明公司技术水平居于行业领先水平。

图 1: Finisar 产品示意图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

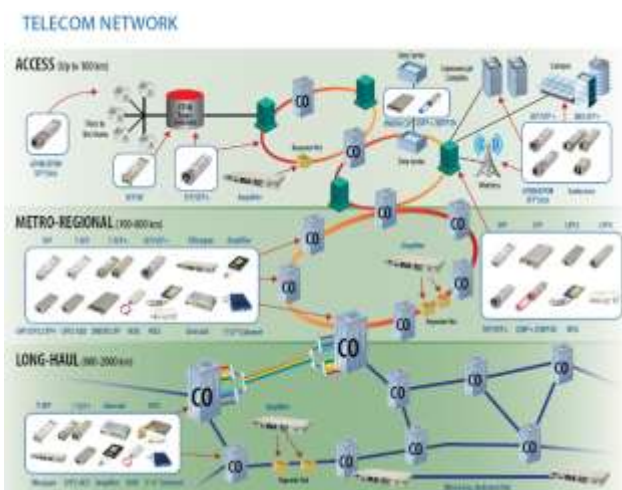
图 2: iPhone X 面部识别系统介绍



资料来源：苹果公司，国信证券经济研究所整理

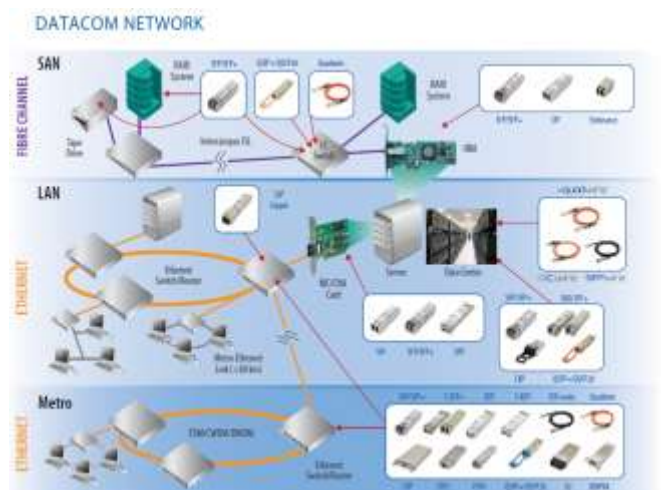
公司营收主要分为两部分，即数据通信业务和电信业务。数据通信包含各类传输速率和距离的光模块产品(如 1-100Gbps 产品)；电信业务产品一般是基于波分复用技术的光学子系统产品，包括固定波长的光收发器以及可在 C 与 L 波段动态调整的光收发器。

图 3: Finisar 电信市场布局及对应产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4: Finisar 数通市场布局及对应产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从产业链的位置来看，公司处于产业中上游，其对应的客户主要为存储设备、网络设备和通信设备制造商，如美国 Brocade、Ciena、Cisco、戴尔 EMC、爱立信、烽火通信、富士通、惠普、华为以及中兴等，另外公司也直接面向终端客户销售

产品。

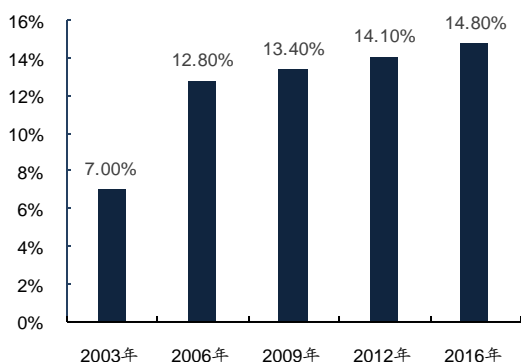
图 5: Finisar 所处产业链位置



资料来源：百度图片，国信证券经济研究所整理

公司近几年市场份额稳步提升，领先优势明显。2003-2016 年间，公司销售规模不断增长，市场份额从 7% 提升至 14.8%，2016 年比第二名 Lumentum 高出 6.2 个百分点，凸显 Finisar 行业龙头地位。

图 6: 近年 Finisar 市场占有率变化情况



资料来源：Ovum，国信证券经济研究所整理

图 7: 2016 年 Finisar 所处市场结构情况



资料来源：Ovum，国信证券经济研究所整理

Finisar 客户较为多元，不存在对个别客户过度依赖的情况。2013-2015 财年仅思科一家总营收占比在 10% 以上，2016-2017 财年华为销售占比逐渐上升，超过 10%。

表 2: 近年 Finisar 前两大客户营收占比情况

年份	主要客户	营收占比
2017	思科、华为	> 10%、> 10%
2016	思科、华为	> 10%、> 10%
2013-2015	思科	> 10%
2012	思科、华为	19%、10%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ Finisar 全球市场布局情况

公司在美国的工厂主要负责研发及晶圆、DFB、FP 激光器等制造；在中国，公司生产主要在无锡，深圳负责管理，上海主要负责研发及部分生产。

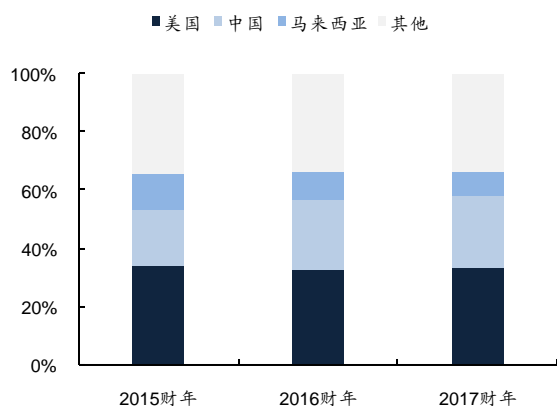
表 3: Finisar 全球工厂布局及主要职能

区域子公司	主要职能
马来西亚怡保市 (Ipoh) 及中国无锡、深圳、上海	主要为制造业务、管理
韩国大田市	主要负责研发
美国德克萨斯州艾伦市 (Allen)	主要生产晶圆, 包括数据通信的 VCSEL 激光器
美国加利福尼亚州费利蒙市 (Fremont)	生产适合长距离数据通信和电信应用的 DFB 和 FP 激光器
瑞典耶尔费拉市 (Järfälla)	生产用于电信市场中的可调谐 XFP 光纤收发器
美国宾夕法尼亚州霍舍姆市 (Horsham)、俄勒冈州尤金市 (Eugene)、伊利诺伊州香槟市 (Champaign)、澳大利亚、德国、以色列、新加坡、印度	设有研发基地、制造基地以及 IT 支持中心

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

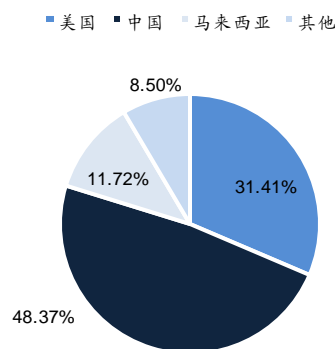
美国市场目前是公司最主要收入来源, 中国市场营收占比逐年提高。Finisar 营收结构中, 美国市场占比最高, 超过 30%, 中国市场是第二大市场, 近三年占比逐渐提高, 2017 财年提升至 24.7%, 这与公司不断加大在中国市场投资有关, 也说明公司对国内市场的重视。

图 8: Finisar 近三年按地域划分的营收结构



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 9: Finisar 2017 财年按地域划分的长期资产结构

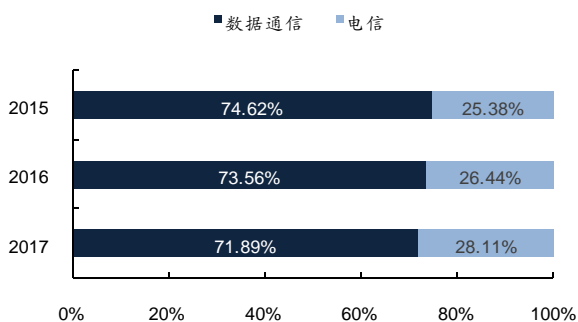


资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

■ 受市场需求的不断变化, 公司营收及净利润均呈现一定波动性

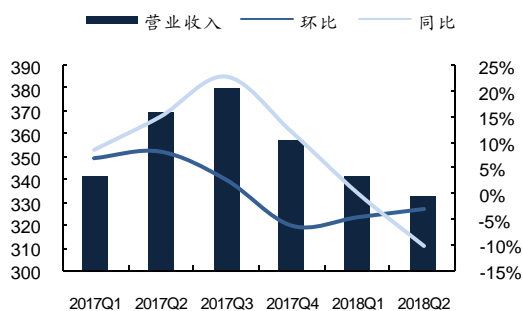
公司营收结构中, 数通市场占核心地位, 占比保持在 70%以上, 但近三年电信市场营收呈现逐渐上升的态势。2016 财年电信业务份额提升主要原因是数据通信市场产品平均价格下滑, 而电信市场对于 10G 可调谐光收发器和 WSS 产品需求增加; 2017 财年, 数据通信业务与电信业务均保持增长, 但市场对于电信业务中 100G 产品需求同比增加较快。

图 10: Finisar 2015-2017 财年产品营收占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

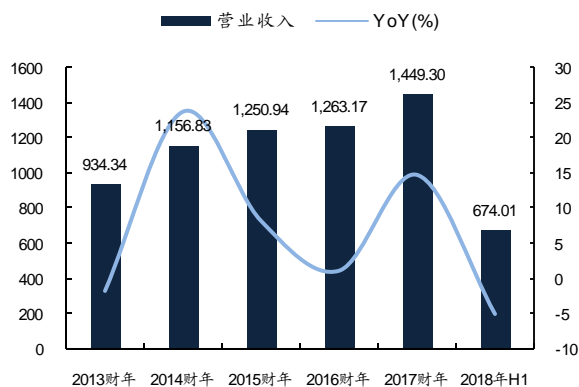
图 11: Finisar 2017-2018Q2 营收的季度变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

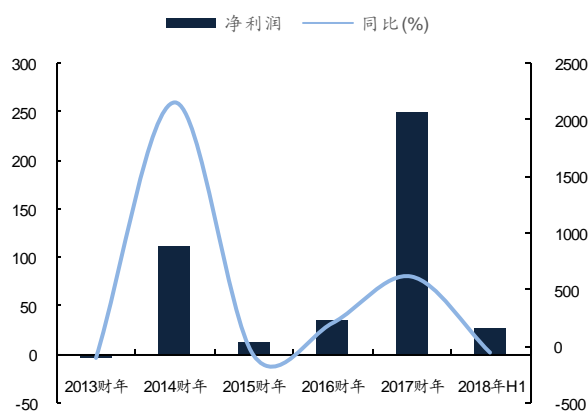
公司近五年营收保持稳定增长，2017 财年营收达到 14.49 亿美元，同比增长 14.74%，但自 2017 财年第三季度起，公司季度环比增速不断下降，主要与电信市场需求下降及华为等设备商清库存有一定关联。

图 12: 近年 Finisar 营收情况 (百万美元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所归纳整理

图 13: 近年 Finisar 净利润情况 (百万美元)

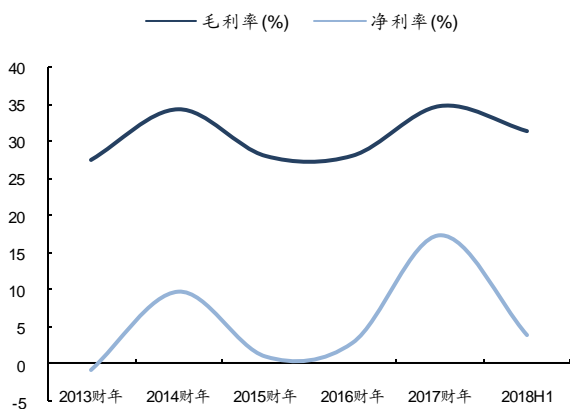


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所归纳整理

公司净利润近五年波动较大，其中 2014 财年至 2017 财年净利润有较大增长，分别同比增长 2149.63%与 608.51%，主要原因是 2014 年 10G 以太网收发器的放量及 2017 年数通市场对 100G 光收发器需求的增长。

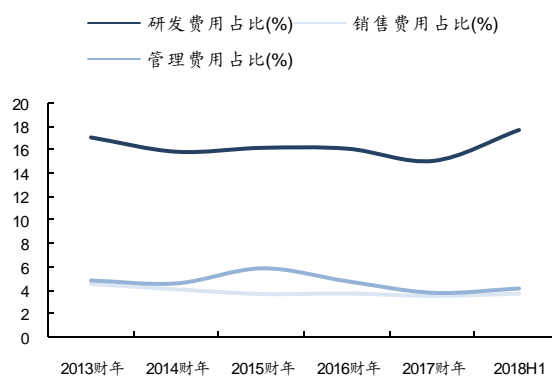
由于光模块产业属于技术和资金密集型产业，公司非常注重产品研发，近五年研发费用占比维持在 15%以上，18 年占比呈现上升的态势。管理费用和销售费方面则相对稳定。

图 14: Finisar 2013 财年至今毛利率及净利率变化趋势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 15: Finisar 2013-2018H1 财年各费用在营收中的占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

Finisar 股价与业绩具有较强相关性。2017 财年 (2016 年 5 月至 2017 年 4 月)，随着公司数通市场 40G/100G 光模块的放量增长，业绩呈现爆发式增长，股价也一路上扬；直到 2018 财年第一季度，受电信市场需求不及预期等因素影响，公司股价开始回调。

图 16: Finisar 近期股价波动情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

■ 重申中际旭创核心投资逻辑:

1、北美 ICP 发力数据中心，100G 光模块需求日益旺盛

受益于北美 ICP 巨头加大对数据中心、光纤网络等基础设施的投资，40G/100G 光通信模块需求日益旺盛。苏州旭创作为 Google、Amazon、Facebook 等北美互联网巨头高速率光模块的主要供应商，出货量位居全球前列。2018 年随着全球 100G 光模块的规模应用，公司的盈利能力有望进一步提升。

2、未来三年国内数通市场或将成为新的需求中心

国内数据中心市场与北美差距较大，但增长迅速，国内 ICP 对数据中心的需求还远未得到释放。未来三年，BAT 等 ICP 加大在数据中心领域的投资是大势所趋，国内数据中心将迎来新建升级浪潮，光模块需求有望向国内转移，形成公司业绩快速增长的有力支撑。

3、电信市场有望成为公司未来重要增量市场

互联网流量呈现爆发式增长，电信运营商对光网络进行扩容升级是必然趋势，5G 承载网对光模块的需求相对于 4G 网络将有明显提升。公司当前业务主要来自北美数通市场，在光模块设计封装等领域中积累的丰富经验和先进技术，有望未来在 5G 承载网建设中拓展更多市场份额。

■ 盈利预测与投资评级

我们看好苏州旭创在全球中高速率光模块领域的领先地位，预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 25/68/122 亿元，归母净利润分别为 1.65/8.52/14.39 亿元（2017 年仅并表两个季度），当前股价对应的动态 PE 为 186/36/21 倍，维持“增持”评级，建议重点关注。

■ 风险提示

- 1、光模块、光器件市场竞争加剧的风险；
- 2、5G 市场拓展不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	69	500	650	780	营业收入	132	2525	6845	12213
应收款项	82	782	2119	3781	营业成本	91	1695	4658	8549
存货净额	72	1286	3555	6536	营业税金及附加	3	8	21	37
其他流动资产	81	25	68	122	销售费用	4	50	123	195
流动资产合计	304	2593	6392	11220	管理费用	41	559	962	1592
固定资产	185	270	351	425	财务费用	(1)	27	90	157
无形资产及其他	97	193	289	385	投资收益	3	10	10	10
投资性房地产	24	24	24	24	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	22	24	26	28	其他收入	0	0	0	0
资产总计	632	3104	7082	12082	营业利润	(2)	194	1002	1693
短期借款及交易性金融负债	7	1310	2738	4128	营业外净收支	13	0	0	0
应付款项	28	871	2408	4428	利润总额	11	194	1002	1693
其他流动负债	33	229	573	1033	所得税费用	1	29	150	254
流动负债合计	67	2409	5719	9589	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	10	165	852	1439
其他长期负债	9	9	9	9					
长期负债合计	9	9	9	9	现金流量表 (百万元)				
负债合计	76	2418	5728	9598	净利润	10	165	852	1439
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(0)	3	1	1
股东权益	556	685	1354	2483	折旧摊销	31	25	32	38
负债和股东权益总计	632	3104	7082	12082	公允价值变动损失	(0)	(0)	(0)	(0)
					财务费用	(1)	27	90	157
					营运资本变动	(79)	(815)	(1768)	(2216)
					其它	0	(3)	(1)	(1)
					经营活动现金流	(38)	(625)	(884)	(739)
					资本开支	(111)	(209)	(209)	(209)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(113)	(211)	(211)	(211)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(2)	(36)	(183)	(310)
					其它融资现金流	112	1302	1429	1390
					融资活动现金流	108	1267	1245	1080
					现金净变动	(43)	431	150	130
					货币资金的期初余额	112	69	500	650
					货币资金的期末余额	69	500	650	780
					企业自由现金流	(165)	(819)	(1026)	(823)
					权益自由现金流	(53)	460	327	433

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.05	0.35	1.80	3.04
每股红利	0.01	0.07	0.39	0.65
每股净资产	2.57	1.45	2.86	5.24
ROIC	1%	14%	31%	29%
ROE	2%	24%	63%	58%
毛利率	31%	33%	32%	30%
EBIT Margin	-5%	8%	16%	15%
EBITDA Margin	18%	9%	16%	15%
收入增长	8%	1818%	171%	78%
净利润增长率	80%	1542%	416%	69%
资产负债率	12%	78%	81%	79%
息率	0.0%	0.3%	1.3%	2.2%
P/E	1389.0	185.6	36.0	21.3
P/B	25.1	44.7	22.6	12.3
EV/EBITDA	584.3	139.7	32.7	21.4

相关研究报告

- 《中际旭创-300308-跟踪报告：海外光模块企业浅析系列之 Oclaro：100G 产品驱动企业腾飞》 ——2018-01-05
- 《中际旭创-300308-跟踪报告：海外光模块企业浅析系列之 NPTN：全球光子集成领域的王者》 ——2018-01-04
- 《中际装备-300308-跟踪报告：海外光模块企业浅析系列之 AAOI：北美数据中心光模块领域的黑马》 ——2017-09-18
- 《中际装备-300308-动态报告：海外光模块企业浅析系列之 ACACIA：硅光的明日之星》 ——2017-09-11

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。