

外延收购丰富产品布局，夯实 5G+400G 成长基础

增持|维持

——事件点评

事件：

2020年2月14日，公司公告拟以现金方式收购成都储翰科技股份有限公司不少于51%的股份，标的公司整体估值暂定为5.715亿元。

点评：

● 储翰科技产品种类丰富，发展稳健

储翰科技成立于2009年，早期产品以光电器件组件产品为主，随后逐渐延伸到芯片封装业务、光电模块业务，目前公司产品覆盖OSA、固网接入、电信和数通领域。截止2019年6月，储翰科技总资产5.77亿，净资产2.5亿，资产负债率56.59%。

储翰科技业绩保持稳定增长，收入由2014年的1.41亿增长至2018年的4.61亿，净利润由2014年的478.78万增长至2018年的919.5万元。2018年收入下滑的主要原因是：一是公司搬迁持续时间六个月以上以及公司重要客户受美国出口禁令的影响；其次，5G的市场预期，吸引了新资本进入和原各厂家纷纷大幅扩产，加剧了市场竞争，传统产品价格出现了较大幅度的下降。第三，固定资产摊销成本大幅增加。2019年上半年，公司业绩大增，实现收入2.61亿，同比增加35.16%，净利润1056.74万元，同比增长222.58%。核心原因在于：2018年的负面影响逐渐消除以及光模块产品进入规模交货阶段。

● 产品互补，市场互补，强化旭创市场竞争力

旭创和储翰科技同属光通信行业，但在主要产品的研发方向、生产制造、产品应用领域、客户群体、市场区域等侧重点不同，供应链又有所重合，两家同行业企业的整合，可使两家企业在技术进步、客户资源共享、规模化交付能力、成本控制、市场占有率提升、供应链整合等形成协同效应，有利于进一步提升公司在全球数据中心与电信光模块市场的竞争能力。

产品方面：旭创以高速光模块产品为主，100G以上占逐渐升高，储翰科技产品包括OSA系列、TO组件以及光模块，但低速率产品占比较高。光模块产品覆盖PON、电信和数通领域，目前正在加强25G、100G等系列光模产品的方案验证、送样。

销售区域方面：旭创主要集中在国外数通市场，成立至今电信市场收入占比一直不高，面对5G建设带来的巨大机遇，公司也在积极拓展相关市场。储翰科技侧重在电信市场，在数通市场也有布局，客户覆盖国内主要的设备商以及国外光模块企业，收入超过95%以上来自国内市场。

● 5G和400G规模放量，夯实成长基础

5G：2019年国内进入5G建设元年，2020-2021年将持续放量，催生出巨大的光模块需求。旭创自2015年起就开始率先研发5G光模块产品，目前已形成覆盖前传、中传、回传全面的5G基站光模块产品系列。在5G前传光模块方面，公司取得了良好的份额和订单，同时中传和回传产品也在积极参与设备商招标，有望继续延续前传领域的表现。

400G：2019年下半年开始，主要客户400G需求逐渐起量，2020年

当前价/目标价：62.94元/75.74元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：64.41 / 30.92

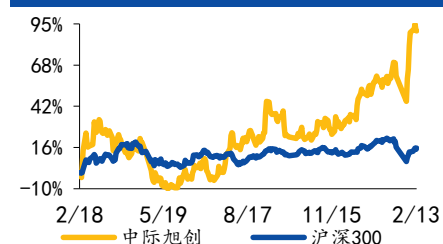
A股流通股(百万股)：350.59

A股总股本(百万股)：713.17

流通市值(百万元)：22065.98

总市值(百万元)：44886.61

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-中际旭创(300308)2019年三季报点评：业绩环比逐步改善，行业景气度迎向上拐点》
2019.10.30

《国元证券公司研究-中际旭创(300308)首次覆盖报告：去库存影响消除确认业绩底部，400G和5G驱动未来高增长》2019.09.26

报告作者

分析师 常启辉

执业证书编号 S0020517090001

电话 021-51097188-1936

邮箱 changqihui@gyzq.com.cn

有望爆发，全球出货量有望达到 80 万只，公司继续延续 100G 时代的龙头地位，获取较为客观的市场份额。

● **投资建议与盈利预测**

100G 去库存结束，主要厂商需求重启，400G 开始放量，叠加 5G 基站大规模建设带动光模块需求放量，公司业绩在经历 2019 年低谷后将步入快速增长期。预计 2019-2021 年公司收入分别为 47.94 亿、66.44 亿、86.07 亿，净利润为 5.12 亿、9.05 亿、12.62 亿，对应当前股价的 PE 为 86.11、48.67、34.89 倍，给予“增持”评级。

● **风险提示**

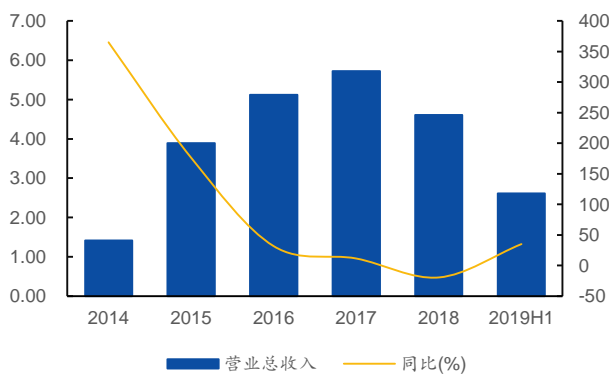
5G 建设不及预期、400G 行业竞争加剧

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2357.08	5156.31	4794.11	6644.94	8606.86
收入同比 (%)	1690.82	118.76	-7.02	38.61	29.52
归母净利润(百万元)	161.51	623.12	511.63	905.17	1262.78
归母净利润同比 (%)	1506.36	285.82	-17.89	76.92	39.51
ROE (%)	4.03	13.05	7.29	11.49	13.95
每股收益 (元)	0.23	0.89	0.73	1.29	1.80
市盈率(P/E)	272.80	70.71	86.11	48.67	34.89

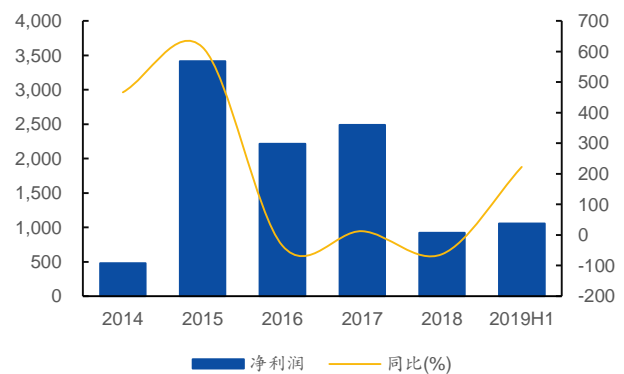
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 1：储翰科技收入及增速（单位：亿元）



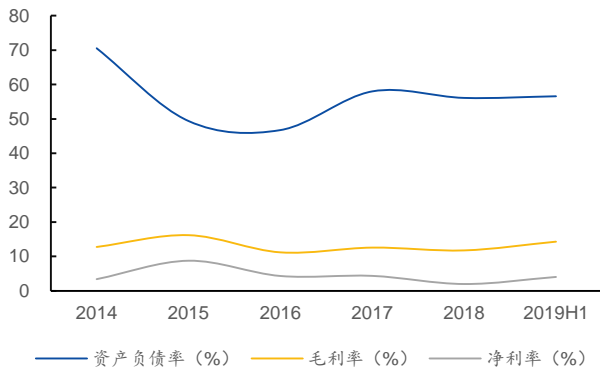
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 2：储翰科技净利润及增速（单位：万元）



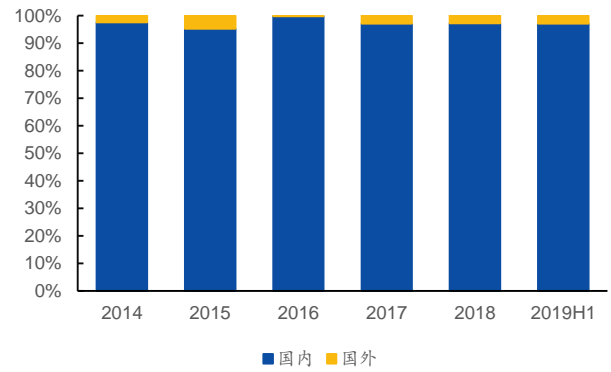
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 3：储翰科技资产负债率、毛利率、净利率



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 4：储翰科技以国内市场为主



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

*国元持仓披露：国元持仓不超过 1%，无需披露。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4307.76	4158.11	6253.80	7517.50	9354.63
现金	957.23	1041.18	3038.54	2827.24	2769.24
应收账款	1012.57	840.11	947.88	1378.92	2126.55
其他应收款	9.05	3.68	11.34	13.85	16.77
预付账款	73.64	54.55	55.46	85.10	115.80
存货	1969.00	2118.97	1975.77	2928.52	3978.64
其他流动资产	286.28	99.61	224.81	283.88	347.62
非流动资产	3502.27	3922.09	4089.96	4270.84	4416.02
长期投资	25.40	102.52	105.76	108.45	110.34
固定资产	1162.10	1496.56	1747.46	1982.47	2183.12
无形资产	454.18	383.85	322.80	258.42	195.14
其他非流动资产	1860.59	1939.17	1913.93	1921.50	1927.42
资产总计	7810.02	8080.20	10343.76	11788.34	13770.65
流动负债	2947.12	2867.52	2860.86	3402.66	4162.37
短期借款	434.44	389.80	400.00	450.00	465.00
应付账款	1403.62	801.59	901.23	1323.73	1950.31
其他流动负债	1109.06	1676.13	1559.64	1628.93	1747.06
非流动负债	857.05	436.20	462.54	510.94	559.16
长期借款	241.28	269.51	309.51	352.51	402.51
其他非流动负债	615.77	166.69	153.04	158.43	156.65
负债合计	3804.16	3303.72	3323.41	3913.60	4721.53
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	473.86	475.46	700.02	700.02	700.02
资本公积	3555.03	3696.50	4994.53	4994.53	4994.53
留存收益	265.61	870.72	1323.87	2178.01	3352.30
归属母公司股东权益	4005.86	4776.48	7020.35	7874.75	9049.12
负债和股东权益	7810.02	8080.20	10343.76	11788.34	13770.65

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	42.36	660.01	599.91	102.21	280.81
净利润	161.51	623.12	511.63	905.17	1262.78
折旧摊销	101.56	203.32	195.29	229.66	259.96
财务费用	37.13	79.21	50.91	19.43	31.08
投资损失	-10.99	-6.65	-8.10	-7.61	-7.77
营运资金变动	-478.86	-473.15	-139.78	-1094.28	-1291.68
其他经营现金流	232.01	234.16	-10.04	49.84	26.44
投资活动现金流	-147.35	-673.08	-346.28	-395.31	-387.32
资本支出	420.78	607.73	320.00	369.00	382.00
长期投资	-23.13	72.05	3.24	2.69	1.89
其他投资现金流	250.30	6.71	-23.04	-23.62	-3.43
筹资活动现金流	980.62	136.98	1743.73	81.80	48.51
短期借款	434.44	-44.63	10.20	50.00	15.00
长期借款	241.28	28.23	40.00	43.00	50.00
普通股增加	257.85	1.60	224.56	0.00	0.00
资本公积增加	3322.70	141.47	1298.02	0.00	0.00
其他筹资现金流	-3275.63	10.32	170.94	-11.20	-16.49
现金净增加额	868.91	138.71	1997.36	-211.31	-58.00

利润表

单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2357.08	5156.31	4794.11	6644.94	8606.86
营业成本	1725.51	3749.97	3466.26	4727.61	6094.73
营业税金及附加	6.45	10.18	10.68	14.25	18.69
营业费用	32.02	60.23	57.53	82.40	107.59
管理费用	116.60	253.35	235.39	326.34	422.66
研发费用	129.31	309.47	340.00	390.00	420.00
财务费用	37.13	79.21	50.91	19.43	31.08
资产减值损失	20.29	66.02	70.00	60.00	66.00
公允价值变动收益	-109.24	14.21	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.99	6.65	8.10	7.61	7.77
营业利润	205.87	681.89	598.92	1061.90	1482.63
营业外收入	0.41	3.08	4.00	5.00	6.00
营业外支出	0.39	-9.98	1.00	2.00	3.00
利润总额	205.89	694.95	601.92	1064.90	1485.63
所得税	44.39	71.84	90.29	159.74	222.84
净利润	161.51	623.12	511.63	905.17	1262.78
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	161.51	623.12	511.63	905.17	1262.78
EBITDA	344.56	964.43	845.12	1311.00	1773.67
EPS (元)	0.34	1.31	0.73	1.29	1.80

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	1690.82	118.76	-7.02	38.61	29.52
营业利润 (%)	2813.98	231.23	-12.17	77.30	39.62
归属母公司净利润 (%)	1506.36	285.82	-17.89	76.92	39.51
获利能力					
毛利率 (%)	26.79	27.27	27.70	28.85	29.19
净利率 (%)	6.85	12.08	10.67	13.62	14.67
ROE (%)	4.03	13.05	7.29	11.49	13.95
ROIC (%)	4.18	12.56	9.63	13.21	15.39
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.71	40.89	32.13	33.20	34.29
净负债比率 (%)	26.86	52.12	53.66	49.43	44.51
流动比率	1.46	1.45	2.19	2.21	2.25
速动比率	0.77	0.68	1.46	1.31	1.25
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.65	0.52	0.60	0.67
应收账款周转率	4.35	5.51	5.30	5.65	4.85
应付账款周转率	2.44	3.40	4.07	4.25	3.72
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.23	0.89	0.73	1.29	1.80
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.06	0.94	0.86	0.15	0.40
每股净资产 (最新摊薄)	5.72	6.82	10.03	11.25	12.93
估值比率					
P/E	272.80	70.71	86.11	48.67	34.89
P/B	11.00	9.22	6.28	5.59	4.87
EV/EBITDA	131.92	47.13	53.79	34.67	25.63

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188