

投资评级 优于大市 维持

400G 收入大幅增长，扩产能布局长远

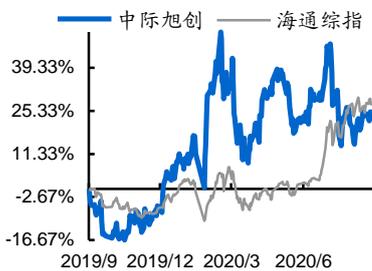
股票数据

09月04日收盘价(元)	59.42
52周股价波动(元)	39.00-73.45
总股本/流通A股(百万股)	713/675
总市值/流通市值(百万元)	42376/40108

相关研究

《半年度业绩预计同比高增长，行业景气依旧》2020.07.12

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-1.3	-5.7	0.7
相对涨幅 (%)	-1.2	-13.6	-19.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师:朱劲松

Tel:(010)50949926

Email:zjs10213@htsec.com

证书:S0850515060002

分析师:张戈

Tel: (010)58067852

Email:zy12258@htsec.com

证书:S0850518070005

联系人:杨彤昕

Tel:010-56760095

Email:ytx12741@htsec.com

投资要点:

事件: 中际旭创发布 2020 年中报, 2020 年上半年实现营业收入 32.45 亿元, 同比增长 59.43%, 实现归母净利润 3.35 亿元, 同比增长 76.13%。其中 Q2 单季度实现营业收入和归母净利润分别为 19.19 亿元和 2.11 亿元, 均创下历史新高。

● **400G 产品持续增长。** 公司 2020 年上半年 400G 光模块项目实现效益 8645 万元, 若按照公司上半年平均净利率 11%推算, 中际旭创上半年 400G 光模块收入接近 7.9 亿元, 占整体营业收入约 24%。该项目累计实现效益约 1.28 亿元, 因此可以看出 2020 年 400G 项目效益大幅增长, 我们认为随着市场对 400G 需求的逐渐增长, 公司光模块产品结构有望进一步优化, 从而提升整体盈利能力。

● **加大固定资产投入, 扩充产能布局长远。** 2020 年中报期末公司固定资产达到 24.5 亿元, 其中 2020 年上半年新增固定资产约 6.5 亿元, 机器设备部分 5.5 亿元, 为固定资产中主要新增的部分。自 2017 年下半年苏州旭创并表以来, 公司的固定资产扩张在最近三个季度得到了加速, 我们认为固定资产的增加有望为公司未来扩充产能打下基础。

● **存货储备充足, 有效预防上游供应紧张问题。** 公司存货在上半年末达到 34.05 亿元, 延续了上一季度存货大幅增加的态势。2020 年上半年公司存货增加了约 9 亿元, 其中主要是原材料和在产品。我们认为在 400G 需求进入快速提升的阶段, EML 芯片以及 PAM4 芯片供应或将进一步成为关键因素, 充足的原材料存货可以有效预防上游供应紧张问题, 助力公司在持续增长的市场中保持竞争力。

● **维持“优于大市”的评级。** 我们看好 2020 年电信和云计算两个市场对光模块的需求, 中际旭创作为 400G 光模块的领先供应商, 同时收购储翰科技有望助力公司在电信市场提升竞争力。我们预计 2020-2022 年中际旭创营业收入为 68.7 亿元, 85.9 亿元和 113.8 亿元, 归母净利润分别为 8.84 亿元, 11.94 亿元和 16.03 亿元, 对应 2020-2022 年 PE 估值分别为 48 倍, 35 倍和 26 倍。根据可比公司情况, 我们给予 2020 年 PE 为 70 倍-80 倍, 对应合理价值区间为 86.81 元-99.21 元, 维持“优于大市”的评级。

● **风险提示:** 大客户需求调整, 市场竞争风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5156	4758	6866	8592	11383
(+/-)YoY(%)	118.8%	-7.7%	44.3%	25.1%	32.5%
净利润(百万元)	623	513	884	1194	1603
(+/-)YoY(%)	285.8%	-17.6%	72.2%	35.0%	34.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.87	0.72	1.24	1.67	2.25
毛利率(%)	27.3%	27.1%	28.9%	29.8%	29.8%
净资产收益率(%)	13.0%	7.4%	11.3%	13.3%	15.1%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E	2020E
002281	光迅科技	231	0.53	0.70	0.87	65	49	39	3.79	4.71
300548	博创科技	81	0.05	0.52	1.08	1045	105	50	11.38	11.74
300502	新易盛	222	0.64	1.21	1.70	104	55	39	11.51	11.88
	均值		0.41	0.81	1.22	404	70	43	8.90	9.44

注: 总市值为 2020 年 9 月 4 日价格, EPS 为 wind 一致预期
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 中际旭创收入拆分预测 (百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	4758	6866	8592	11383
YoY	-7.7%	44.3%	25.1%	32.5%
收入拆分				
10G/40G	1029.8	899.0	784.9	685.2
25G/100G/400G	3601.2	5839.8	7680.3	10571.3
电机绕组业务	126.7	126.7	126.7	126.7

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	4758	6866	8592	11383
每股收益	0.72	1.24	1.67	2.25	营业成本	3468	4883	6032	7986
每股净资产	9.71	10.95	12.63	14.87	毛利率%	27.1%	28.9%	29.8%	29.8%
每股经营现金流	0.80	0.59	1.25	1.25	营业税金及附加	17	19	23	34
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	55	74	92	122
P/E	82.53	47.91	35.49	26.43	营业费用率%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
P/B	6.12	5.43	4.71	3.99	管理费用	275	376	470	623
P/S	8.91	6.17	4.93	3.72	管理费用率%	5.8%	5.5%	5.5%	5.5%
EV/EBITDA	45.13	32.14	24.93	19.34	EBIT	582	1059	1404	1863
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	17	14	9	2
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.4%	0.2%	0.1%	0.0%
毛利率	27.1%	28.9%	29.8%	29.8%	资产减值损失	-142	-181	-217	-279
净利润率	10.8%	12.9%	13.9%	14.1%	投资收益	68	20	25	33
净资产收益率	7.4%	11.3%	13.3%	15.1%	营业利润	576	989	1334	1790
资产回报率	4.9%	7.4%	8.8%	10.0%	营业外收支	0	-3	-3	-3
投资回报率	6.2%	10.6%	12.6%	14.6%	利润总额	577	985	1330	1787
盈利增长 (%)					EBITDA	828	1329	1704	2183
营业收入增长率	-7.7%	44.3%	25.1%	32.5%	所得税	63	101	136	183
EBIT 增长率	-24.8%	82.0%	32.6%	32.8%	有效所得税率%	11.0%	10.3%	10.3%	10.3%
净利润增长率	-17.6%	72.2%	35.0%	34.3%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	513	884	1194	1603
资产负债率	34.0%	34.2%	33.6%	34.1%					
流动比率	2.12	2.14	2.22	2.25	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.21	1.05	1.05	1.01	货币资金	1236	800	900	1000
现金比率	0.44	0.24	0.24	0.21	应收账款及应收票据	1133	1634	2045	2710
经营效率指标					存货	2504	3526	4355	5765
应收帐款周转天数	86.89	86.89	86.89	86.89	其它流动资产	1119	1150	1175	1217
存货周转天数	263.52	263.52	263.52	263.52	流动资产合计	5991	7110	8475	10692
总资产周转率	0.45	0.58	0.63	0.71	长期股权投资	221	221	221	221
固定资产周转率	2.44	2.89	3.10	3.62	固定资产	1950	2375	2771	3147
					在建工程	151	151	151	151
					无形资产	311	245	178	112
					非流动资产合计	4500	4763	5093	5402
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	10491	11873	13568	16094
净利润	513	884	1194	1603	短期借款	652	376	248	104
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	1431	2016	2490	3296
非现金支出	388	451	517	599	预收账款	31	44	55	73
非经营收益	-4	18	5	-8	其它流动负债	712	888	1031	1274
营运资金变动	-328	-935	-828	-1302	流动负债合计	2826	3324	3825	4747
经营活动现金流	569	419	889	892	长期借款	466	466	466	466
资产	-758	-564	-659	-659	其它长期负债	273	273	273	273
投资	-700	0	0	0	非流动负债合计	739	739	739	739
其他	-481	20	25	33	负债总计	3565	4063	4564	5486
投资活动现金流	-1939	-544	-635	-627	实收资本	713	713	713	713
债权募资	1565	-277	-128	-144	归属于母公司所有者权益	6926	7811	9005	10608
股权募资	1524	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-1532	-35	-26	-21	负债和所有者权益合计	10491	11873	13568	16094
融资活动现金流	1557	-311	-154	-165					
现金净流量	195	-436	100	100					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 04 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

朱劲松 通信行业
张弋 通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 光迅科技,深南电路,通宇通讯,中国联通,俊知集团,中新赛克,鹏博士,世嘉科技,天孚通信,烽火通信,光环新网,亨通光电,迪普科技,崇达技术,海能达,海格通信,中兴通讯,锐科激光,星网锐捷,光库科技,亿联网络,移远通信,沙钢股份,石钢网科,工业富联,武汉凡谷,紫光股份,移为通信,深信服,数据港

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。