

强烈推荐-A (维持)

中际旭创 300308.SZ

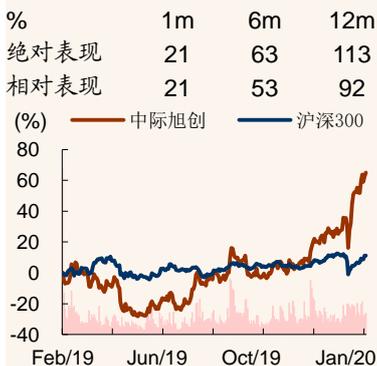
当前股价: 68.37 元
2020年2月23日

业绩符合预期, Q4业绩同比由负转正, 重回快速增长轨道

基础数据

上证综指	3040
总股本(万股)	71317
已上市流通股(万股)	35059
总市值(亿元)	488
流通市值(亿元)	240
每股净资产(MRQ)	9.4
ROE(TTM)	7.4
资产负债率	31.3%
主要股东	山东中际投资控股有
主要股东持股比例	19.49%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中际旭创(300308)一拟收购成都储翰多数股权, 补齐电信产品线, 打造全球光模块巨头》2020-02-16
- 2、《中际旭创(300308)一业绩持续改善, 全球高速光模块龙头蓄势待发》2020-01-23
- 3、《中际旭创(300308)一业绩符合预期, 环比改善显著, 拐点进一步确立》2019-10-30

余俊

021-33938892
yujun@cmschina.com.cn
S1090518070002

蒋颖

jiangying2@cmschina.com.cn
S1090519070005

事件: 公司2月23日发布2019年业绩快报, 2019年实现营收47.58亿元, 同比下滑7.73%, 实现归母净利润5.13亿元, 同比下滑17.64%, 实现扣非归母净利润为4.3亿元, 同比减少27.2%, 非经常性损益事项带来税后净收益约8390.6万元。

评论:

1、环比持续改善, 同比由负转正, 盈利能力逐步提升, 北美云巨头资本开支回暖及5G建设推进, 驱动公司业绩逐步回升

根据公司此前业绩预告, 公司2019年归母净利润位于中值略偏上水平, 其中四季度单季度实现营收14.73亿元, 同比增长54.5%, 实现归母净利润1.55亿元, 同比增速由负转正, 同比增长9.3%, 环比增长2.8%, 持续改善。2019年受部分客户资本开支增速放缓、去库存等外部因素影响, 公司业绩同比有所回落, 但从全年来看, 业绩回落影响在年初较为突出, 自二季度以来, 公司进一步优化业务布局、抗风险能力增强, 同时, 得益于100G产品需求回暖、400G产品逐步起量、5G产品批量交付等原因, 公司业绩环比持续改善, Q2、Q3、Q4归母净利润环比分别增长8.4%、39.7%、2.8%, 同比下滑幅度持续收窄, 四季度开始同比增速由负转正, Q2、Q3、Q4归母净利润同比增速分别为-36.3%、-8.5%、9.3%。

2019年全资子公司苏州旭创实现单体报表净利润约为6.31亿元, 同比下滑9.9%, 扣除股权激励费用对净利润的影响约2900万元前, 苏州旭创实现单体报表净利润约6.6亿元。2019年, 公司总资产为105.2亿元, 较期初增长30.2%, 归属于上市公司股东的所有者权益为6.93亿元, 较期初增长45.00%, 归属于上市公司股东的每股净资产为9.71元, 较期初减少3.38%。

2019年, 公司基于谨慎原则对账面资产进行减值评估, 并对存在减值迹象的资产计提资产减值准备, 导致合并净利润调减1.18亿元: 1)对重组合并前母公司原持有的第三方公司长期股权投资计提减值, 2019年末该类减值准备余额为498.1万元, 导致合并净利润因此调减498.1万元; 2)对子公司苏州旭创由于原材料质

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	2357	5156	4758	7267	9927
同比增长	1691%	119%	-8%	53%	37%
营业利润(百万元)	206	682	573	1011	1522
同比增长	-8615%	232%	-16%	77%	51%
净利润(百万元)	161	623	513	901	1356
同比增长	1503%	287%	-18%	76%	50%
每股收益(元)	0.34	1.31	0.72	1.26	1.90
PE	201.0	52.2	95.2	54.1	36.0
PB	8.1	6.8	6.9	6.1	5.3

资料来源: 公司数据、招商证券

量问题导致的呆滞库存等问题存货计提减值,2019 年末该类减值准备余额为 1.0 亿元,导致合并净利润因此调减 8950.3 万元;3) 对子公司中际智能的无形资产、固定资产进行减值评估并计提资产减值,2019 年末该类资产减值准备余额为 2715.3 万元,导致合并净利润因此调减 2308.0 万元。

2019 年前三季度,在公司产品价格下降趋势下,公司持续降本增效,毛利率同比有所提升,公司前三季度毛利率为 28.3%,同比提升 2.3 个百分点,从单季度来看,Q1、Q2 和 Q3 单季度的毛利率分别为 28.1%、28.7%和 28.1%,同比分别提升 3.8、2.8 以及 2.2 个百分点,公司盈利质量不断改善。

2、拟收购成都储翰多数股权,补齐电信产品线,打造全球光模块巨头

公司拟收购成都储翰不低于 51%的股份,成都储翰覆盖芯片封装、光电器件组件和光电模块的完整光器件产业链,在低成本大规模制造、工艺技术水平等方面具备显著优势。中际旭创与成都储翰虽均属于光通信企业,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,但供应链又有重合。中际旭创是全球高速光模块龙头企业,目前在数通市场具备强劲竞争实力,但旭创在电信市场也早有布局,成都储翰则侧重在电信市场,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,成都储翰在低成本规模制造、工艺技术水平等方面具备显著优势。中际旭创与成都储翰的整合,有望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,有望显著提升旭创在电信光模块市场的竞争能力,同时进一步加强旭创在全球数据中心的竞争实力,收购完成后,中际旭创有望成为数通市场和电信市场双市场龙头企业,对公司长远发展产生积极影响。

3、北美云巨头资本开支持续回暖,有望带动公司业绩重回快速增长轨道

北美云巨头资本开支从去年 Q2 逐步回暖,亚马逊从 2019 年 Q2 开始资本开支持续高增长,2019 年 Q2 到 2019 年 Q4 资本开支分别同比增长 9.8%、40.1%、42.3%,环比分别增长 8.3%、31.9%、13.1%,谷歌 2019 年 Q2 到 2019 年 Q3 资本开支分别同比增长 11.8%、27.5%,环比分别增长 32.1%、9.9%,虽然谷歌四季度资本开支略有下滑,但我们判断其 2020 年将继续大力在云和硬件方面进行投资;微软 2019 年 Q4 资本开支增速也有所回暖,同比增长下滑幅度收窄,环比增长由负转为 4.7%。目前北美云巨头对 100G 光模块的需求已经回复到正常水平,随着云巨头资本开支增速的提升,今年对 400G 光模块的采购量有望提升,公司作为全球高速光模块龙头,随着 400G 光模块产品出货量的不断提升,业绩有望重回快速增长轨道。

4、全球高速光模块龙头,100G 和 400G 驱动业绩增长

北美数据中心仍处于高速发展中,100G 需求仍较为强劲,客户对 100G 等高速光模块需求仍持续增长,同时新的 400G 需求也不断增加,随着企业库存的不断消化,云巨头资本开支的逐步回暖,以及 400G 对 100G 的迭代,数通市场需求有望持续回暖。公司 100G 产品出货量保持在业内前列,400G 新产品的客户认证和导入保持业内领先,公司是全球少数几个受到大客户认可的 400G 供应商,400G 产品技术壁垒较高,公司拥有优质的芯片供应渠道、业内领先的研发团队、强劲的研发实力等,凭借优质的 400G 产品有望加强在北美和国内数据中心市场的龙头地位。

5、5G 光模块有望成为新驱动力，给业绩带来新增长点

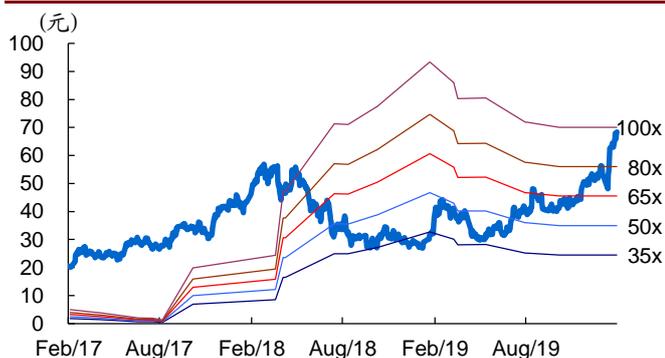
5G 时代，运营商基站光模块速率和数量均将得到大幅提升，驱动光模块需求大幅提升，2019 年有望启动 5G 基站建设，预计 2020-2021 年为建设高峰期。公司于 2015 年开始布局适用于 5G 的基站光模块产品，目前已经有前传、中传、回传全面的 5G 基站光模块系列产品。在 5G 前传光模块方面，公司取得了良好的份额和订单，并已实现批量交付，预计今年公司的出货量有望保持行业领先。我们认为公司在 5G 时代面临较大突破机遇，电信市场重回增长有望成为公司新驱动力。

6、全球高速光模块龙头企业，受益于 5G 和 400G 双轮驱动，维持“强烈推荐-A”评级

公司在北美和国内数据中心市场保持龙头地位，拥有优质的芯片供应渠道及强劲的研发实力，随着数通市场的逐步回暖以及 400G 产品供货量的提升，公司盈利能力有望逐步提升；在 5G 基站光模块市场，公司拥有前传、中传、回传全面的 5G 基站光模块产品布局，5G 时代公司有望成为基站光模块主要提供商。若公司对成都储翰并购成功，有望显著提升公司在电信光模块市场的竞争能力，同时进一步加强公司在全球数据中心的竞争能力，有望成为数通市场和电信市场双市场龙头企业。我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 5.13 亿元、9.01 亿元、13.56 亿元，对应 2019-2021 年 PE 分别为 95.2X、54.1X 和 36.0X，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：5G 投资进度低于预期、贸易争端风险、数据中心光模块需求下降、本次收购无法完成风险

图 1：中际旭创历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：中际旭创历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4308	4158	5683	6784	8648
现金	957	1041	2147	2406	2903
交易性投资	0	0	768	768	768
应收票据	88	40	38	44	60
应收款项	1013	840	744	710	970
其它应收款	9	4	3	5	7
存货	1969	2119	1876	2703	3737
其他	272	114	107	149	204
非流动资产	3502	3922	4254	4543	4795
长期股权投资	25	103	99	99	99
固定资产	1162	1497	1839	2164	2450
无形资产	454	384	345	311	280
其他	1861	1939	1971	1968	1966
资产总计	7810	8080	9937	11327	13443
流动负债	2947	2868	2116	2340	2872
短期借款	434	390	600	600	600
应付账款	1404	802	1001	1140	1576
预收账款	22	17	29	43	60
其他	1087	1659	486	557	637
长期负债	857	436	736	1036	1336
长期借款	241	270	570	870	1170
其他	616	167	167	167	167
负债合计	3804	3304	2852	3376	4209
股本	474	475	714	714	714
资本公积金	3266	3428	5003	5003	5003
留存收益	266	873	1368	2234	3518
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	4006	4776	7085	7951	9235
负债及权益合计	7810	8080	9937	11327	13443

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	41	660	1235	553	825
净利润	161	623	513	901	1356
折旧摊销	102	203	188	218	245
财务费用	24	79	94	81	77
投资收益	(11)	(7)	(21)	(23)	(20)
营运资金变动	(225)	(271)	369	(537)	(846)
其它	(9)	32	91	(87)	13
投资活动现金流	(146)	(673)	(1278)	(477)	(480)
资本支出	(421)	(608)	(500)	(500)	(500)
其他投资	274	(65)	(778)	23	20
筹资活动现金流	981	137	1149	183	152
借款变动	(2830)	544	(552)	300	300
普通股增加	258	2	238	0	0
资本公积增加	3033	162	1575	0	0
股利分配	(5)	(18)	(18)	(36)	(71)
其他	524	(552)	(94)	(81)	(77)
现金净增加额	876	124	1106	260	497

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2357	5156	4758	7267	9927
营业成本	1726	3750	3575	5427	7504
营业税金及附加	6	10	10	15	20
营业费用	32	60	52	73	99
管理费用	117	223	194	273	292
研发费用	129	340	295	416	444
财务费用	37	79	94	81	77
资产减值损失	20	66	23	35	35
公允价值变动收益	(109)	14	0	0	0
投资收益	11	40	21	23	20
营业利润	206	682	573	1011	1522
营业外收入	0	3	4	5	5
营业外支出	0	(10)	5	6	6
利润总额	206	695	572	1010	1521
所得税	44	72	59	109	165
净利润	161	623	513	901	1356
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	161	623	513	901	1356

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	1691%	119%	-8%	53%	37%
营业利润	-8615%	232%	-16%	77%	51%
净利润	1503%	287%	-18%	76%	50%
获利能力					
毛利率	26.8%	27.3%	24.9%	25.3%	24.4%
净利率	6.8%	12.1%	10.8%	12.4%	13.7%
ROE	4.0%	13.0%	7.2%	11.3%	14.7%
ROIC	3.7%	10.4%	7.2%	10.3%	12.9%
偿债能力					
资产负债率	48.7%	40.9%	28.7%	29.8%	31.3%
净负债比率	13.1%	21.3%	11.8%	13.0%	13.2%
流动比率	1.5	1.5	2.7	2.9	3.0
速动比率	0.8	0.7	1.8	1.7	1.7
营运能力					
资产周转率	0.3	0.6	0.5	0.6	0.7
存货周转率	1.7	1.8	1.8	2.4	2.3
应收帐款周转率	4.4	5.6	6.0	10.0	11.8
应付帐款周转率	2.4	3.4	4.0	5.1	5.5
每股资料 (元)					
EPS	0.34	1.31	0.72	1.26	1.90
每股经营现金	0.09	1.39	1.73	0.77	1.16
每股净资产	8.45	10.05	9.93	11.14	12.94
每股股利	0.01	0.04	0.05	0.10	0.20
估值比率					
PE	201.0	52.2	95.2	54.1	36.0
PB	8.1	6.8	6.9	6.1	5.3
EV/EBITDA	152.2	51.7	53.9	35.2	25.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

余俊 招商证券通信行业首席分析师 工学硕士，7年民航空管通信方向技术及管理经验，民航局通信导航专家库成员。2017年金牛奖第一名，新财富第四名，保险资管最佳分析师第二重要团队成员；2016年新财富第三，水晶球第二重要团队成员。

蒋颖 招商证券通信行业分析师 中国人民大学经济学硕士、理学学士，3年通信行业研究经验，专注于云计算产业链、超高清、运营商、光通信等相关领域研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。