

中际旭创 (300308)

拟收购增强低成本制造能力,以期提升电信市场竞争力

——拟收购储翰科技股权点评

	程硕 (分析师)	谭佩雯 (研究助理)
	010-83939786	0755-23976032
	chengshuo@gtjas.com	tanpeiwen@gtjas.com
证书编号	S0880519100002	S0880120010032

本报告导读:

数通市场龙头中际旭创拟收购储翰增强低成本制造能力,将储翰打造成低成本的制造中心,结合旭创研发优势和商务能力,以期在电信市场获取更多份额。

投资要点:

维持盈利预测,上调目标价,维持“增持”评级不变。公司有望受益于云厂商 400G 高景气、100G 需求稳健及 5G 建设,维持 2019-2021 年归母净利润预测 5.13 亿元、9.01 亿元和 11.44 亿元不变,对应 EPS 为 0.72 元、1.26 元和 1.60 元。考虑同行业估值水平及公司龙头地位进一步巩固,给予 2020 年 58 倍 PE,上调目标价至 73.08 元,维持“增持”评级。

储翰在电信市场储备丰富,低成本生产制造能力领先。储翰立足于电信市场,具备从器件到光模块完整的产品线,有很强的 TO 封装能力及产能,产品有 BOSA、TRISA、10G、25G 光模块等,在 PON 的市场份额较高。主要客户包括中兴、烽火等大型设备商。储翰低成本制造能力领先,具备很强的工程化能力,生产自动化水平较高。通过自研的自动化设备、成熟的工艺大幅度提高生产效率和降低生产成本。

中际旭创计划通过并购提升低成本制造能力,充分发挥协同效应,增强电信市场竞争力。旭创面向数通中高端市场,以高端产品研发、产品快速迭代为主要核心竞争力。未来进一步拓展的电信市场,低成本制造是另一重要竞争力。旭创的规模具备更低的采购成本,借助储翰低成本生产制造能力及电信市场的储备,能够促使 5G 产品及未来的部分数通产品具备更优的成本优势。结合旭创较强的市场能力,以期在电信市场获取更多份额。未来配合旭创在成都的研发中心,打造成旭创面向电信市场的制造中心。

催化剂: 获得大客户高速光模块批量供应订单,收购事项进展顺利。

风险提示: 收购进展或不及预期,400G 进展和 5G 建设或不及预期。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,357	5,156	4,729	6,335	8,258
(+/-)%	1691%	119%	-8%	34%	30%
经营利润 (EBIT)	347	773	650	927	1,214
(+/-)%	5030%	123%	-16%	43%	31%
净利润 (归母)	162	623	513	901	1,144
(+/-)%	1506%	286%	-18%	76%	27%
每股净收益 (元)	0.23	0.87	0.72	1.26	1.60
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	14.7%	15.0%	13.8%	14.6%	14.7%
净资产收益率 (%)	4.0%	13.0%	9.7%	14.6%	15.6%
投入资本回报率 (%)	6.7%	12.7%	11.8%	15.6%	18.5%
EV/EBITDA	61.92	20.51	37.59	25.83	19.24
市盈率	277.93	72.04	87.47	49.83	39.25
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 73.08

上次预测: 65.50

当前价格: 62.94

2020.02.15

交易数据

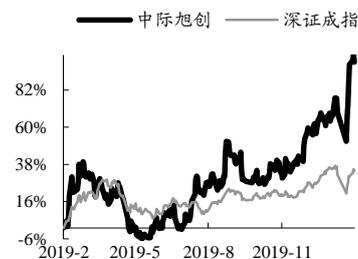
52 周内股价区间 (元)	29.40-66.66
总市值 (百万元)	44,887
总股本/流通 A 股 (百万股)	713/351
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	49%
日均成交量 (百万股)	7.05
日均成交值 (百万元)	358.07

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,737
每股净资产	9.45
市净率	6.7
净负债率	-6.80%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.21	0.21
Q2	0.24	0.15
Q3	0.23	0.21
Q4	0.20	0.15
全年	0.87	0.72

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	21%	49%	98%
相对指数	22%	37%	63%

相关报告

《业绩基本符合预期,变更募集资金用途加大 400G 投入》2020.01.23

《中期业绩符合预期,数通市场现增长机遇》2019.07.16

《待 5G 绽放,迎来又一春》2019.03.05

《三季报预告符合预期,400G 商用前景广阔》2018.10.23

模型更新时间: 2020.02.15

股票研究

信息技术
电信运营

中际旭创 (300308)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **73.08**

上次预测: 65.50

当前价格: 62.94

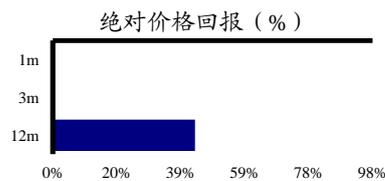
公司网址

www.zj-innolight.com

公司简介

公司是国内电机绕组制造装备的领军企业之一,是国内最早从事电机绕组制造装备研发生产的厂家之一,是中国电器工业协会电工专用设备分会理事单位和分马力电机分会理事单位,是全国电工专用设备标准化技术委员会委员单位。

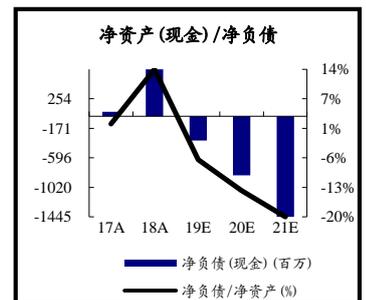
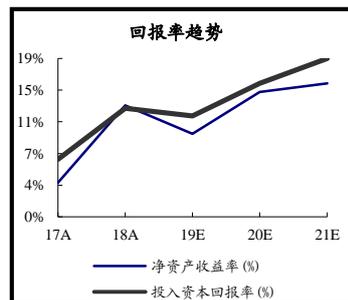
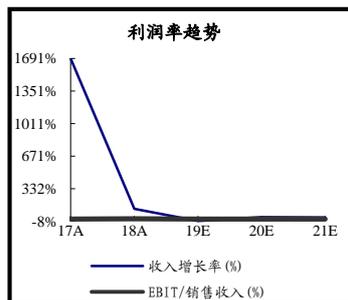
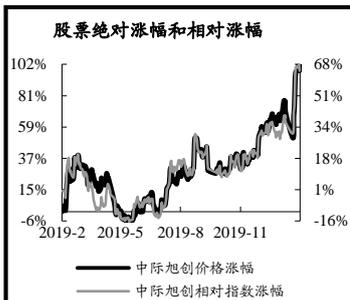
公司的主营业务包括光模块业务及电机绕组装备制造业务,苏州旭创主要从事高速光通信收发模块的研发设计与制造销售,重点开发大容量、小型化、低功耗、低成本的高速光通信模块,主要应用于云计算数据中心、无线接入以



52 周价格范围 29.40-66.66
市值 (百万) 44,887

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	2,357	5,156	4,729	6,335	8,258
营业成本	1,726	3,750	3,412	4,597	6,028
税金及附加	6	10	17	13	17
销售费用	32	60	57	63	66
管理费用	117	253	270	329	413
EBIT	347	773	650	927	1,214
公允价值变动收益	-109	14	0	0	0
投资收益	11	7	10	10	10
财务费用	37	79	1	-65	-50
营业利润	206	682	571	1,003	1,274
所得税	44	72	59	103	131
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	162	623	513	901	1,144
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	957	1,041	1,679	2,179	2,776
其他流动资产	3,351	3,117	3,128	4,141	5,358
长期投资	25	103	98	103	103
固定资产合计	1,162	1,497	1,497	1,497	1,497
无形及其他资产	2,315	2,323	2,364	2,425	2,480
资产合计	7,810	8,080	8,765	10,344	12,213
流动负债	2,947	2,868	3,039	3,718	4,443
非流动负债	857	436	436	436	436
股东权益	4,006	4,776	5,289	6,190	7,334
投入资本(IC)	4,071	5,457	4,942	5,343	5,890
现金流量表					
NOPLAT	272	693	583	832	1089
折旧与摊销	102	203	0	0	0
流动资金增量	882	655	-550	334	492
资本支出	-419	-603	-40	-60	-55
自由现金流	836	949	-6	1,106	1,526
经营现金流	42	660	1,057	556	641
投资现金流	-147	-673	-30	-55	-45
融资现金流	981	137	-390	0	0
现金流净增加额	876	124	638	501	596
财务指标					
成长性					
收入增长率	1690.8%	118.8%	-8.3%	33.9%	30.4%
EBIT 增长率	5030.3%	122.7%	-15.9%	42.5%	30.9%
净利润增长率	1506.4%	285.8%	-17.6%	75.5%	26.9%
利润率					
毛利率	26.8%	27.3%	27.9%	27.4%	27.0%
EBIT 率	14.7%	15.0%	13.8%	14.6%	14.7%
归母净利润率	6.9%	12.1%	10.9%	14.2%	13.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	4.0%	13.0%	9.7%	14.6%	15.6%
总资产收益率(ROA)	2.1%	7.7%	5.9%	8.7%	9.4%
投入资本回报率(ROIC)	6.7%	12.7%	11.8%	15.6%	18.5%
运营能力					
存货周转天数	216	199	195	200	198
应收账款周转天数	92	70	84	81	80
总资产周转天数	654	562	650	550	499
净利润现金含量	26.2%	105.9%	206.1%	61.7%	56.1%
资本支出/收入	17.8%	11.7%	0.8%	0.9%	0.7%
偿债能力					
资产负债率	48.7%	40.9%	39.7%	40.2%	40.0%
净负债率	1.6%	14.2%	-6.6%	-13.7%	-19.7%
估值比率					
PE(现价)	277.93	72.04	87.47	49.83	39.25
PB	10.41	6.08	7.03	6.01	5.07
EV/EBITDA	61.92	20.51	37.59	25.83	19.24
P/S	12.65	5.80	6.33	4.72	3.62
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		