

主营业务稳步回升，拟并购资产积极布局电信市场

中际旭创 (300308)

事件

公司发布 2019 年业绩快报，19 年营业收入为 47.58 亿元，同比减少 7.73%，归母净利润为 5.13 亿，同比减少 17.64%，扣非后归母净利润为 4.29 亿元，同比减少 27.24%，全资子公司苏州旭创实现单体报表净利润约为 6.31 亿元，扣除股权激励费用对净利润的影响约 0.29 亿元，苏州旭创实现单体报表净利润约为 6.6 亿元。

简评

1、主营业务利润符合预期，资产减值及计提折旧摊销等影响合并报表利润。

苏州旭创实现单体报表净利润为 6.31 亿元，同比减少 9.73%，扣除股权激励费用影响，苏州旭创实现单体报表净利润约为 6.6 亿，同比减少 12.46%。主营业务利润符合预期，下滑的主要原因是 2019 年上半年下游云厂商资本开支放缓，客户去库存。公司 2019 年归母净利润预计为 5.13 亿元，同比减少 17.64%，受各方面资产减值影响较大：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，该类减值准备余额为 498.06 万元，报告期内公司合并净利润因此调减 498.06 万元；对子公司苏州旭创进行存货计提减值，该类减值准备余额为 10,008.94 万元，报告期内公司合并净利润因此调减 8,950.25 万元；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，报告期末该类资产减值准备余额为 2,715.31 万元，报告期内公司合并净利润因此调减 2,308.01 万元；上述事项合计导致公司合并净利润调减 11,756.32 万元。此外公司非经常性损益事项带来税后净收益约 8,390.61 万元，对报告期内业绩产生一定影响。

2、2019 下半年云厂商资本开支复苏，叠加 400G 产品起量，5G 产品批量交付等原因，主营业务三、四季度加速回升。

本轮云计算调整始于 2018Q2，亚马逊率先开始去库存，2018H2 其他云厂商相继下修服务器或光模块需求指引。本轮调整主要源于宏观经济波动引起的企业上云放缓预期，以及移动互联网逐步步入后周期，数据流量增速放缓。而随着各厂商库存消化，叠加 400G 迭代周期，数通市场需求于 2019Q2 回升。

维持

买入

阎贵成

yanguicheng@csc.com.cn

010-85159231

执业证书编号：S1440518040002

武超则

wuchaoze@csc.com.cn

010-85156318

执业证书编号：S1440513090003

雷鸣

leiming@csc.com.cn

13811451643

执业证书编号：S1440518030001

汤其勇

tangqiyong@csc.com.cn

执业证书编号：S1440519090002

发布日期：2020 年 02 月 24 日

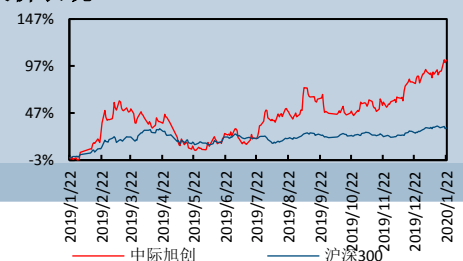
当前股价：68.37 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	12.82/9.97	38.13/31.66	96.18/66.48
12 月最高/最低价 (元)			64.39/29.4
总股本 (万股)			71,316.51
流通 A 股 (万股)			35,058.75
总市值 (亿元)			400.94
流通市值 (亿元)			197.1
近 3 月日均成交量 (万)			625.72
主要股东			
山东中际投资控股有限公司			19.49%

股价表现



从产业跟踪情况来看，2019Q2 亚马逊、Facebook、阿里 100G 需求都显著回暖（甚至 40G 需求也向好）；2019Q3 谷歌 100G 需求亦逐步恢复。2019Q3-Q4 从主要云厂商的 Capex 来看，增速已显著回升，亚马逊资本开支 2019Q2 同比增速为-10.38%，2019Q3 同比增速为 33.95%，2019Q4 同比增速为 25%。此外，再叠加 2019 年三四季度 400G 产品及 5G 产品起量交付，三四季度业绩显著企稳回升。直接从上市公司归母净利润来看，19Q4 单季度归母净利润为 1.55 亿元，同比增长 7%，而 19 年 Q3 单季度归母净利润同比下滑 8%，从 3 季度到 4 季度，单季度归母净利润同比变化由降转升。考虑到上述资产减值等影响，简单测算，公司 2019 年归母净利润为 5.13 亿，各类资产减值影响合并报表利润为 1.18 亿元，非经常性损益影响税后净收益为 0.84 亿元，不考虑股权激励费用影响（假设股权激励费用按季度平均计提），可以粗略看做可与前三季度统计口径相当的 2019 年扣非净利润为 5.47（5.13+1.18-0.84）亿，则 2019Q4 单季度扣非净利润为 2.18 亿元，而 2019 年 Q1\Q2\Q3 单季度扣非净利润分别为 0.98 亿、1.04 亿、1.27 亿元。可以看到自 2019 年三季度开始，公司业绩季度环比提升显著，2019Q3 单季度环比增幅 22.11%，2019Q4 单季度环比增幅为 71.65%。此外，从苏州旭创子公司单体净利润来看，2019 上半年其净利润为 2.39 亿，同比下降 33.97%，而 2019 年全年苏州旭创预计（扣除股权激励费用影响前）净利润为 6.6 亿，同比下降 12.46%，降幅大幅收窄，也能体现出下半年业绩回升的态势。

3、数通 400G 光模块需求逐步上量，新一轮升级周期开启，驱动公司未来 2-3 年业绩增长。

2019 年为 400G 元年，400G 开始上量，2020 年 400G 有望放量，开启新一轮升级周期。我们预计 2019 年全球 400G 需求量为 20 万只，2020 年全球需求量有望达到 80 万只。公司目前在 400G 布局领先，已批量出货，率先拿到入场券，市场地位稳步。2020 年市场份额预计将超过 50%，400G 将成为公司未来业绩增长的主驱动。

4、5G 建设驱动电信市场景气度上行，并购储瀚科技，积极布局电信市场。

5G 的 RAN 网络将从 4G 的 BBU、RRU 两级结构演进到 CU、DU 和 AAU 三级结构，衍生出前传、中传和回传，5G 高带宽需求需引入高速光口，接入、汇聚层需要 25G/50G 速率接口，而核心层则需要超 100G 速率接口，将拉动光模块需求 5000-6000 万只。2019 年，5G 开始小规模建设，预计 2020 年 5G 将进入大规模建设周期，我们预计 2020、2021 年 5G 光模块需求量分别为 1000 万只、2000 万只左右。公司 5G 前传在中兴、华为斩获份额，爱立信、诺基亚、三星认证中。伴随着 5G SA 基站招标于 2020Q1 启动，5G 承载网将启动部署，拉动 5G 中回传光模块需求，目前公司中回传产品在加紧送样、认证或测试中，预计公司在中回传市场竞争力将显著强于前传市场。

此前公司发布公告，拟收购储瀚科技 56% 的股权，定价暂定为 5.72 亿元。储瀚科技为国内电信领域中低端光模块的主流厂商，具备从芯片 TO 封装、光电器件组件、光模块等光器件产业链能力。TO 封装领域，储瀚科技建立了自动化 TO 生产线，2019 年 TO 产量 23.4KK，通过芯片封装业务的规模化发展和产品研发，不仅支持光电器件组件和光电模块的研发，也可实现光电器件组件和光电模块的规模化发展和成本控制。光电器件组件领域，除了 1.25G、2.5G GPON/EPON 光电器件组件产品外，还包括 10G EPON/GPON BOSA、COMBO PON BOSA、RFOG 等系列产品。光模块领域，继续保持 Triplexer、OLT、ONU 等系列低速产品优化外，重点完成了 Combo PON、10G EPON ONU/OLT、10G GPON ONU/OLT 等系列的光模块产品研发、转产和批量生产。公司拟收购储瀚科技，一方面借助储瀚科技 TO 封装、规模化量产能力，可以降低公司的光模块成本，另一方面，储瀚科技以电信市场为主要市场，也能助推中际旭创在电信市场的拓展。

5、盈利预测及评级

云计算市场调整基本到位，随着云计算渗透、流量爆发驱动下，数通光模块将重回增长快车道；400G 预计 2019 年上量，2020 年放量，公司 400G 已批量出货，率先拿到入场券，市场份额或超 50%，领先地位进一步巩固。国内 5G 光模块需求测算达 60 亿美金，2019 年起量，2020-2021 年达到高峰期，公司处于领先地位，同时并购储瀚科技，进一步提升在电信市场的能力。预计公司 2020-2021 年归母净利润分别为 9.0 亿、11.6 亿，对应 PE

分别为 54 倍、42 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响超预期；竞争格局恶化；需求不达预期；国际环境变化影响等。

分析师介绍

阎贵成: 通信行业首席分析师, 北京大学学士、硕士, 近 8 年中国移动工作经验, 4 年通信行业证券研究经验。专注于 5G、物联网、云计算、光通信等领域研究。系 2019 年《新财富》、《水晶球》、Wind 通信行业最佳分析师第一名, 2019 年金牛奖最佳分析师, 2017-2018 年《新财富》、《水晶球》通信行业最佳分析师第一名团队核心成员。

武超则: 中信建投证券研究发展部行政负责人, 董事总经理, TMT 行业首席分析师, 专注于 TMT 行业研究, 包括云计算、在线教育、物联网等。《新财富》白金分析师, 2013-2019 连续七年《新财富》通信行业最佳分析师第一名, 2014-2019 连续六年《水晶球》通信行业最佳分析师第一名, 2019 年 Wind 通信行业最佳分析师第一名, 2019 年金牛奖最佳分析师。

雷鸣: 通信行业分析师, 执业证书编号: S1440518030001。中国人民大学经济学硕士、工学学士, 2015 年加入中信建投通信团队, 专注研究光通信、激光、云计算基础设施、5G 等领域的, 2016-2017 年《新财富》、《水晶球》、wind 最佳分析师通信第一名团队成员。2018 年 IAMAC 最受欢迎卖方分析师通信行业第一名团队成员, 2018《水晶球》最佳分析师通信行业第一名团队成员。

汤其勇: 通信行业分析师, 执业证书编号: S1440519090002。清华大学集成电路工程专业硕士, 主要研究网络可视化、北斗及卫星通信、军工信息化、光模块等领域。2017-2019 年《新财富》、《水晶球》通信行业最佳分析师第一名团队成员, 2019 年 Wind 通信行业最佳分析师第一名团队成员, 2019 年金牛奖最佳分析师团队成员。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
金婷 jinting@csc.com.cn
夏一然 xiayiran@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
章政 zhangzheng@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiaocsc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859