

公司研究/公告点评

2019年10月14日

通信/通信设备制造 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 42.65  
合理价格区间(元): 45.50~50.05

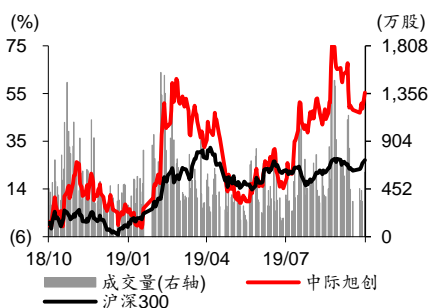
**王林** 执业证书编号: S0570518120002  
研究员 wanglin014712@htsc.com

**陈歆伟** 执业证书编号: S0570518080003  
研究员 021-28972061  
chenxinwei@htsc.com

相关研究

- 1 《中际旭创(300308 SZ,买入): 业绩符合预期, 数通龙头蓄势待发》2019.08
- 2 《中际旭创(300308,买入): 行业复苏在即, 旭创有望继续领跑》2019.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 业绩环比改善明显, 行业拐点确立

## 中际旭创(300308)

### 单季度业绩改善持续向好, 符合预期

10月14日公司发布2019年三季报预告, 2019年前三季度预计归母净利润3.17-3.88亿元 (YoY -19.4%~-34.16%), 第三季度单季度归母净利润1.30-1.60亿元 (YoY -2.78%~-21.01%), 符合预期。得益于100G产品需求回升、5G前传以及400G产品出货量逐步增加, 公司单季度业绩持续环比改善。我们看好公司在数通400G时代和5G时代发展机遇, 预计公司2019-2021年EPS 0.91/1.26/1.85元, 维持2019年目标价45.50~50.05元不变, 维持“买入”评级。

### 三季度业绩环比改善, 需求回暖助力行业景气反转向上

受下游客户去库存影响, 公司自18Q4收入呈同比下滑趋势, 随着部分重点客户对100G等数通产品需求的回暖以及5G前传产品批量交付, 2019Q2公司单季度收入下滑趋势趋缓且环比呈现正增长。根据业绩预告, 公司19Q3归母净利润环比提升20.59%-48.42%, 相比19Q2单季度业绩环比改善。我们认为, 随着2019Q2北美主要云厂商资本开支开始企稳回升, 数通行业去库存影响已经见底, 400G有望在19年底迎来规模出货。同时根据三季报业绩预告, 公司5G中传、回传等新产品研发认证推进顺利, 有望带来新的业务增长点。

### 行业增速下滑背景下公司毛利率仍保持稳定彰显竞争力

根据Lightcounting预测, 2019年以太网光模块整体市场将下滑18%, 在行业整体下滑的背景下, 公司凭借规模生产及供应链优势, 19上半年毛利率同比提升并保持稳定。盈利方面, 扣除股权激励费用对子公司苏州旭创单体影响, 苏州旭创实现单体净利润约3.85-4.70亿元, 在行业低迷期, 公司盈利能力表现强于海外数通光模块公司--Finisar, 以上都显示出公司优秀的产品竞争力以及管理能力。

### 龙头地位有望进一步巩固, 公司有望继续领跑400G

随着国内整体IT产业链竞争力不断提升、国内工程师红利以及产业链上下游配套逐渐完备, 国内公司竞争力优势凸显, 海外传统光模块公司正逐步退出市场, 国内光模块公司市场份额有望进一步提高。公司在高端光通信收发模块产品研发和设计领域、成本管控及供应链管理上均具有突出优势, 在19H1率先完成增发布局新产能, 400G产品出货量稳步提升, 我们认为, 随着400G规模商用, 公司份额有望继续领跑, 充分享受行业红利。

### 新机遇下看好公司继续领跑, 维持“买入”评级

我们认为公司未来业绩将受益数通板块景气向上以及5G规模建设放量双共振, 预计公司19-21年净利润分别为6.48/9.01/13.18亿元, 对应EPS为0.91/1.26/1.85元, 对应PE分别为47/34/23x, 维持目标价2019年45.50~50.05元不变, 维持“买入”评级。

风险提示: 400G数通光模块市场需求不及预期; 电信市场拓展不及预期; 行业竞争加剧; 硅光技术发展超预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	713.77
流通A股 (百万股)	350.29
52周内股价区间 (元)	30.92-62.18
总市值 (百万元)	30,442
总资产 (百万元)	9,720
每股净资产 (元)	9.06

资料来源: 公司公告

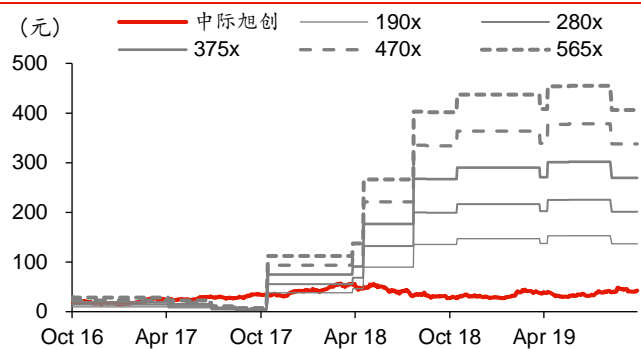
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,357	5,156	5,295	6,878	9,390
+/-%	1,691	118.76	2.69	29.90	36.51
归属母公司净利润 (百万元)	161.51	623.12	647.54	900.61	1,318
+/-%	1,506	285.82	3.92	39.08	46.31
EPS (元, 最新摊薄)	0.23	0.87	0.91	1.26	1.85
PE (倍)	188.49	48.85	47.01	33.80	23.10

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

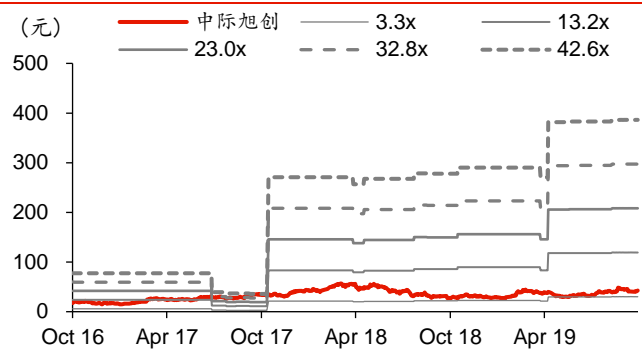
PE/PB – Bands

图表1: 中际旭创历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 中际旭创历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,308	4,158	5,103	5,858	7,514
现金	957.23	1,041	2,000	1,832	2,021
应收账款	1,013	840.11	862.73	1,121	1,530
其他应收账款	9.05	3.68	0.00	0.00	0.00
预付账款	73.64	54.55	55.19	71.59	97.63
存货	1,969	2,119	2,144	2,781	3,793
其他流动资产	286.28	99.61	41.46	53.86	73.52
非流动资产	3,502	3,922	3,981	4,124	4,241
长期投资	25.40	102.52	100.00	100.00	100.00
固定投资	1,162	1,497	1,690	1,870	2,006
无形资产	454.18	383.85	383.85	383.85	383.85
其他非流动资产	1,861	1,939	1,807	1,770	1,751
资产总计	7,810	8,080	9,084	9,982	11,755
流动负债	2,947	2,868	1,631	1,627	2,084
短期借款	434.44	389.80	294.76	0.00	0.00
应付账款	1,674	941.94	952.93	1,236	1,686
其他流动负债	838.70	1,536	383.51	391.38	397.64
非流动负债	857.05	436.20	282.42	283.71	283.30
长期借款	241.28	269.51	269.51	269.51	269.51
其他非流动负债	615.77	166.69	12.91	14.20	13.79
负债合计	3,804	3,304	1,914	1,911	2,367
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	473.86	475.46	713.77	713.77	713.77
资本公积	3,555	3,697	4,995	4,995	4,995
留存公积	265.61	870.72	1,460	2,360	3,678
归属母公司股东权益	4,006	4,776	7,170	8,071	9,389
负债和股东权益	7,810	8,080	9,084	9,982	11,755

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	42.36	660.01	650.96	455.01	506.89
净利润	161.51	623.12	647.54	900.61	1,318
折旧摊销	101.56	203.32	130.78	156.84	182.69
财务费用	37.13	79.21	66.91	35.99	24.55
投资损失	(10.99)	(6.65)	(7.00)	(7.00)	(7.00)
营运资金变动	(478.86)	(473.15)	(142.33)	(666.76)	(1,065)
其他经营现金	232.01	234.16	(44.95)	35.33	53.64
投资活动现金	(147.35)	(673.08)	(210.38)	(293.00)	(293.00)
资本支出	420.78	607.74	250.00	300.00	300.00
长期投资	(23.13)	72.05	(2.52)	0.00	0.00
其他投资现金	250.30	6.71	37.10	7.00	7.00
筹资活动现金	980.62	136.98	518.24	(330.50)	(24.45)
短期借款	434.44	(44.63)	(95.04)	(294.76)	0.00
长期借款	241.28	28.23	0.00	0.00	0.00
普通股增加	257.85	1.60	238.31	0.00	0.00
资本公积增加	3,323	141.47	1,298	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,276)	10.32	(923.06)	(35.73)	(24.45)
现金净增加额	868.91	138.71	958.82	(168.48)	189.44

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,357	5,156	5,295	6,878	9,390
营业成本	1,726	3,750	3,794	4,921	6,712
营业税金及附加	6.45	10.18	10.46	13.58	18.54
营业费用	32.02	60.23	60.89	82.54	112.68
管理费用	116.60	253.35	257.88	334.98	457.28
财务费用	37.13	79.21	66.91	35.99	24.55
资产减值损失	20.29	66.02	72.42	80.14	85.96
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	7.00	7.00	7.00
营业利润	205.87	681.89	722.19	1,004	1,470
营业外收入	0.41	3.08	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.39	(9.98)	0.00	0.00	0.00
利润总额	205.89	694.95	722.19	1,004	1,470
所得税	44.39	71.84	74.65	103.83	151.91
净利润	161.51	623.12	647.54	900.61	1,318
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	647.54	900.61	1,318
EBITDA	344.56	964.43	919.88	1,197	1,677
EPS (元, 基本)	0.34	1.31	0.91	1.26	1.85

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	1,691	118.76	2.69	29.90	36.51
营业利润	2,814	231.23	5.91	39.08	46.31
归属母公司净利润	1,506	285.82	3.92	39.08	46.31
获利能力 (%)					
毛利率	26.79	27.27	28.36	28.46	28.52
净利率	6.85	12.08	12.23	13.09	14.03
ROE	4.03	13.05	9.03	11.16	14.04
ROIC	4.18	12.56	12.49	14.49	17.70
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.71	40.89	21.07	19.15	20.13
净负债比率 (%)	26.86	52.12	29.49	14.10	11.39
流动比率	1.46	1.45	3.13	3.60	3.61
速动比率	0.77	0.68	1.75	1.81	1.70
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.65	0.62	0.72	0.86
应收账款周转率	4.35	5.51	6.14	6.85	7.00
应付账款周转率	2.05	2.87	4.00	4.50	4.59
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.87	0.91	1.26	1.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	0.92	0.91	0.64	0.71
每股净资产(最新摊薄)	5.61	6.69	10.05	11.31	13.15
估值比率					
PE (倍)	188.49	48.85	47.01	33.80	23.10
PB (倍)	7.60	6.37	4.25	3.77	3.24
EV_EBITDA (倍)	90.00	32.16	33.71	25.90	18.49

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com