

证券研究报告—动态报告

信息技术

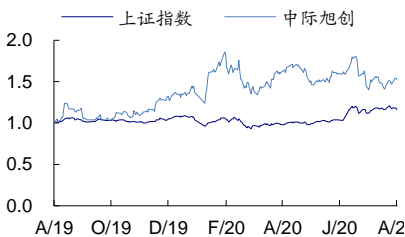
通信

中际旭创(300308)
买入

20 年半年报点评

(维持评级)

2020 年 08 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	713/675
总市值/流通(百万元)	42,269/39,989
上证综指/深圳成指	3,330/13,428
12 个月最高/最低(元)	73.45/37.57

相关研究报告:

《中际旭创-300308-20 年半年度业绩预告点评: 业绩持续强势反弹, 上调至买入评级》——2020-07-10

《中际旭创-300308-19 年年报&20 年一季报点评: 数通+电信光模块双引擎推动, 业绩反弹进行时》——2020-04-27

《中际旭创-300308-重大事件快评: 全球光模块市场回暖, 看好 400G 放量》——2020-03-02

《中际旭创-300308-财报点评: 业绩环比改善, 100G 需求回暖》——2019-10-31

《中际旭创-300308-2019 年中报点评: 100G 需求回升, 400G 小批量出货》——2019-08-26

证券分析师: 程成

电话: 0755-22940300
 E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513040001

证券分析师: 马成龙

电话: 021-60933150
 E-MAIL: machenglong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
行业景气度高, 全年高增长可期

公司发布 2020 年半年报: 上半年收入 32.44 亿元, 同比增长 59.43%, 归母净利润 3.65 亿元, 同比增长 76.13%, 处于业绩预告中值, 复合预期。

Q2 收入 19.18 亿元, 同比增长 65%, 归母净利润为 2.11 亿元, 同比增长 97%, 相较于一季度同比 54% 的增速, 处于加速状态。

● 数通和电信光模块齐头并进, 夯实成长基础

受益于北美和国内主要云厂商客户资本开支增长、北美重点客户开始批量部署 400G、国内客户在新基建背景下积极开展数据中心投资等有利因素, 公司数通光模块上半年实现了快速出货, 延续了公司作为全球数通龙头的地位; 同时, 上半年国内 5G 进入规模建设期, 25G 前传、50G 中传和 200G 回传等产品开始出货, 市场份额也在逐步提升。展望后续, 800G 数通光模块公司已送样, 25G 前传 MWDMM 彩光光模块和 200G 回传等 5G 产品已率先通过客户认证并量产出货, 成长基础厚实。

公司并表的储翰科技, 主要帮助公司完善 PON 模块及低速率模块, 进一步完善公司的产品层次, 协同整合效果逐步体现。

● 盈利能力有望继续提升

公司近三个季度毛利率已经有逐步提升趋势, 但距离历史最好水平仍有差距, 有赖于 400G 的放量和良率的提升。此外, 公司近三年费用率整体呈下降趋势, 规模效应逐步显现, 后续有望在毛利提升背景下增厚公司盈利能力。

● 看好光模块景气度及公司全球竞争地位, 维持“买入”评级

看好明年数通 400G 的放量及公司的市场地位, 以及公司今年在电信市场的拓展, 维持此前盈利预测, 预计公司 2020~2022 年归母净利润为 9.0/13.4/14.9 亿元, 对应 PE 47、32、28 倍, 维持“买入”评级。

● 风险提示

云厂商资本开支不达预期风险, 核心器件受限风险, 新冠疫情加剧风险

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,156	4,758	6,813	9,987	11,285
(+/-%)	118.8%	-7.7%	43.2%	46.6%	13.0%
净利润(百万元)	623.12	513.49	901.35	1342.10	1493.05
(+/-%)	285.8%	-17.6%	75.5%	48.9%	11.2%
摊薄每股收益(元)	1.31	0.72	1.26	1.88	2.09
EBIT Margin	21.0%	19.8%	14.7%	14.9%	14.7%
净资产收益率(ROE)	13.0%	7.4%	11.7%	15.1%	14.6%
市盈率(PE)	53.5	82.3	46.9	31.5	28.3
EV/EBITDA	28.6	38.7	37.6	27.5	25.0
市净率(PB)	6.98	6.10	5.47	4.75	4.14

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

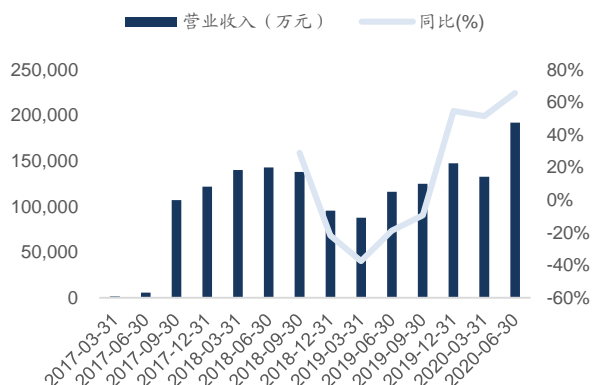
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

关键经营指标分析

单季度利润逐步爬坡至历史最好水平

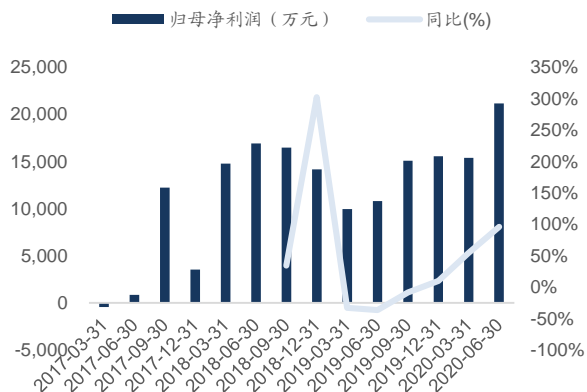
公司单季度业绩从 2019Q3 触底至今一直在反弹，2020Q2 单季度利润已经来到历史最好水平。

图 1: 公司 2017Q1~2020Q2 营业收入 (万元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 2: 公司 2017Q1~2020Q2 归母净利润 (亿元)

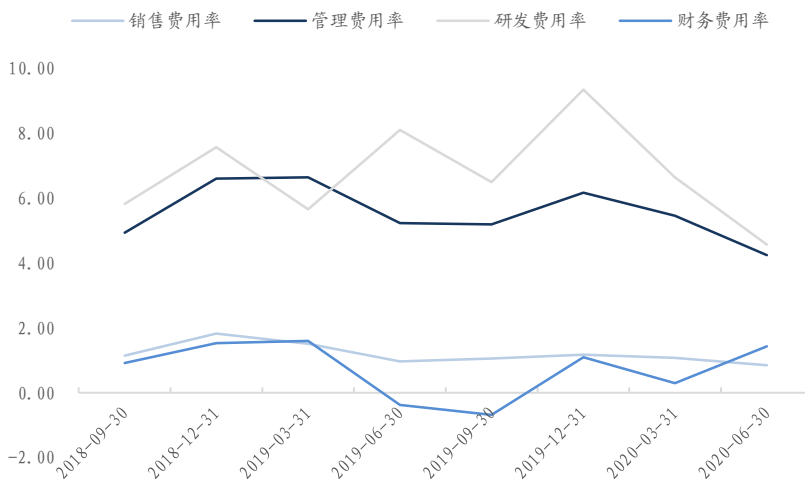


资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

费用率逐步优化

公司各项费用率总体呈下滑态势，规模效应逐步显现。

图 3: 公司 2018Q3~2020Q2 费用率变化

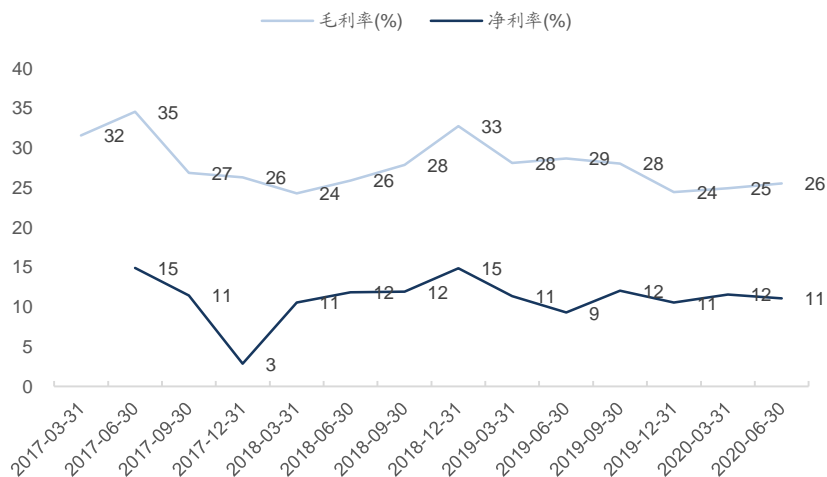


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率和净利率水平仍有提升空间

公司近几个季度毛利率稳定在历史低位，净利率相对稳定，总体来看与历史最好水平仍有差距。随着公司规模进一步增长，规模效应有望助推盈利水平上升。

图 4：公司 2017Q1~2020Q2 毛利率与净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

可比公司估值

选取同行业可比公司估值对比如下，公司 PE 略低于行业平均，估值合理。

表 1：同类公司估值比较

代码	简称	股价 (8月26日)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E		
300308.SZ	中际旭创	59.3	0.72	1.36	1.91	82.3	43.6	31.0	5.96	423
同类公司：										
000988.SZ	华工科技	23.7	0.5	0.84	0.99	47.3	28.2	23.9	3.88	238
002281.SZ	光迅科技	32.7	0.55	0.63	0.79	59.5	51.9	41.4	4.90	221
300548.SZ	博创科技	53.1	0.09	0.63	1.49	590.0	84.3	35.6	12.80	80
300502.SZ	新易盛	65.9	0.91	0.99	1.29	72.5	66.6	51.1	15.71	218
300570.SZ	太辰光	22.2	0.73	0.8	0.95	30.4	27.7	23.4	3.88	51
300394.SZ	天孚通信	64.8	0.84	1.12	1.46	77.2	57.9	44.4	10.58	129
603083.SH	剑桥科技	24.7	0.13	0.69	1.31	190.3	35.9	18.9	5.55	62
均值						152.4	50.4	34.1	8.2	

资料来源：光迅科技、新易盛、太辰光、天孚通信、剑桥科技采用 WIND 一致预期数据、国信证券经济研究所整理和预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1236	1000	1000	1309	营业收入	4758	6813	9987	11285
应收款项	1139	1680	2463	2783	营业成本	3468	4892	7152	8109
存货净额	2504	3864	5727	6516	营业税金及附加	17	24	35	39
其他流动资产	479	136	200	226	销售费用	55	68	100	113
流动资产合计	5991	7313	10022	11466	管理费用	275	830	1211	1367
固定资产	2100	1826	1625	1425	财务费用	17	0	0	0
无形资产及其他	311	299	286	274	投资收益	68	0	0	0
投资性房地产	1867	1867	1867	1867	资产减值及公允价值变动	142	0	0	0
长期股权投资	221	221	221	221	其他收入	(560)	0	0	0
资产总计	10491	11526	14021	15252	营业利润	576	999	1489	1657
短期借款及交易性金融负债	933	1110	1481	1000	营业外净收支	0	2	2	2
应付款项	1431	1288	1909	2172	利润总额	577	1001	1491	1659
其他流动负债	461	670	992	1127	所得税费用	63	100	149	166
流动负债合计	2826	3068	4382	4299	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	466	466	466	466	归属于母公司净利润	513	901	1342	1493
其他长期负债	273	273	273	273					
长期负债合计	739	739	739	739	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3565	3807	5121	5038	净利润	513	901	1342	1493
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	76	60	(18)	(21)
股东权益	6926	7719	8900	10214	折旧摊销	241	226	232	234
负债和股东权益总计	10491	11526	14021	15252	公允价值变动损失	(142)	0	0	0
					财务费用	17	0	0	0
关键财务与估值指标					营运资本变动	(421)	(1432)	(1785)	(758)
每股收益	0.72	1.26	1.88	2.09	其它	(76)	(60)	18	21
每股红利	0.16	0.15	0.23	0.25	经营活动现金流	192	(305)	(210)	969
每股净资产	9.71	10.83	12.48	14.33	资本开支	(946)	0	0	0
ROIC	13%	11%	15%	15%	其它投资现金流	(633)	0	0	0
ROE	7%	12%	15%	15%	投资活动现金流	(1697)	0	0	0
毛利率	27%	28%	28%	28%	权益性融资	1524	0	0	0
EBIT Margin	20%	15%	15%	15%	负债净变化	196	0	0	0
EBITDA Margin	25%	18%	17%	17%	支付股利、利息	(116)	(108)	(161)	(179)
收入增长	-8%	43%	47%	13%	其它融资现金流	16	177	371	(481)
净利润增长率	-18%	76%	49%	11%	融资活动现金流	1701	68	210	(660)
资产负债率	34%	33%	37%	33%	现金净变动	195	(236)	0	309
息率	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	货币资金的期初余额	1041	1236	1000	1000
P/E	82.3	46.9	31.5	28.3	货币资金的期末余额	1236	1000	1000	1309
P/B	6.1	5.5	4.7	4.1	企业自由现金流	(285)	(306)	(212)	967
EV/EBITDA	38.7	37.6	27.5	25.0	权益自由现金流	(73)	(130)	159	486

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032