

强烈推荐-A (维持)

中际旭创 300308.SZ

当前股价: 42.65 元
2019年10月14日

业绩符合预期, 全球高速光模块龙头拐点初现

基础数据

上证综指	3008
总股本(万股)	71377
已上市流通股(万股)	35051
总市值(亿元)	304
流通市值(亿元)	149
每股净资产(MRQ)	9.1
ROE(TTM)	7.9
资产负债率	33.5%
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	8	38
相对表现	-11	10	13

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中际旭创(300308)——业绩符合预期, 全球高速光模块龙头迎拐点》2019-08-24
- 2、《中际旭创(300308)——业绩符合预期, 100G需求持续, 400G和5G驱动未来》2019-04-24
- 3、《中际旭创(300308): 高管增持彰显发展信心, 400G+5G驱动长期成长》2019-02-17

余俊

021-33938892
yujun@cmschina.com.cn
S1090518070002

蒋颖

jiangying2@cmschina.com.cn
S1090519070005

事件: 公司10月14日发布2019年前三季度业绩预告, 公司2019年前三季度预计实现归母净利润区间为3.17-3.88亿元, 同比下降19.4%-34.2%; 三季度单季度预计实现归母净利润区间为1.30-1.60亿元, 同比下降2.8%-21.0%。

评论:

1、业绩符合预期, 业绩环比改善显著, 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

根据公司公告, 公司2019年前三季度预计实现归母净利润中值为3.53亿元, 同比下降26.8%, 其中, 三季度单季度实现归母净利润中值为1.45亿元, 同比下降11.9%, 环比增长34.5%。公司净利润受到以下事项影响, 导致合并净利润减少约5974万元: 1) 确认股权激励费用导致公司合并净利润减少约2812万元; 2) 公司对重组合并时子公司苏州旭创的固定资产及无形资产评估增值计提折旧摊销, 调减公司合并净利润约3162万元。另外政府补助等非经常性损益事项增加合并净利润约2926万元。

2019年前三季度, 扣除股权激励费用对子公司苏州旭创单体报表净利润的影响之前, 苏州旭创预计实现单体净利润区间为3.85-4.70亿元, 中值为4.28亿元, 三季度单季度预计实现净利润区间为1.57-1.90亿元, 中值为1.74亿元。

自二季度以来, 公司业绩环比持续改善, 二季度归母净利润环比增长8.4%, 本季度归母净利润预告中位数环比增加34.5%, 业绩改善显著。公司环比利润增长动力主要是: 1) 重点客户对100G等产品的需求回暖、公司100G等产品出货量保持稳定回升; 2) 公司向重点客户的400G产品导入顺利, 400G产品出货量已逐步增多; 3) 5G前传产品正在批量交付客户; 4) 人民币对美元汇率波动带来的利润提升。2019年前三季度, 公司持续降本增效, 毛利率保持稳定, 5G中传、回传等新产品研发认证正积极推进, 有望带来业绩新增长点。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	2357	5156	5237	7331	9035
同比增长	1691%	119%	2%	40%	23%
营业利润(百万)	206	682	706	1021	1327
同比增长	-8615%	232%	4%	45%	30%
净利润(百万元)	161	623	632	911	1182
同比增长	1503%	287%	1%	44%	30%
每股收益(元)	0.34	1.31	0.89	1.28	1.66
PE	125.4	32.5	48.2	33.4	25.7
PB	5.0	4.2	4.2	3.8	3.3

资料来源: 公司数据、招商证券

2、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 新产品正在小批量供应重点客户。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。

3、5G 光模块有望成为新驱动力，给业绩带来新增长点

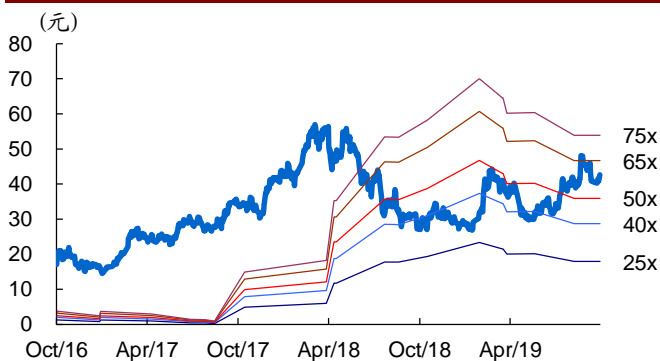
5G 时代，运营商基站光模块速率和数量均将得到大幅提升，驱动光模块需求大幅提升，2019 年有望启动 5G 基站建设，预计 2020-2021 年为建设高峰期。公司于 2015 年开始布局适用于 5G 的基站光模块产品，目前已经有前传、中传、回传全面的 5G 基站光模块系列产品。在 5G 前传光模块方面，公司取得了良好的份额和订单，并已实现批量交付，预计今年公司的出货量有望保持行业领先。我们认为公司在 5G 时代面临较大突破机遇，电信市场重回增长有望成为公司新驱动力。

4、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。我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 6.32 亿元、9.11 亿元、11.82 亿元，对应 2019-2021 年 PE 分别为 48.2X、33.4X 和 25.7X，维持“强烈推荐-A”评级。

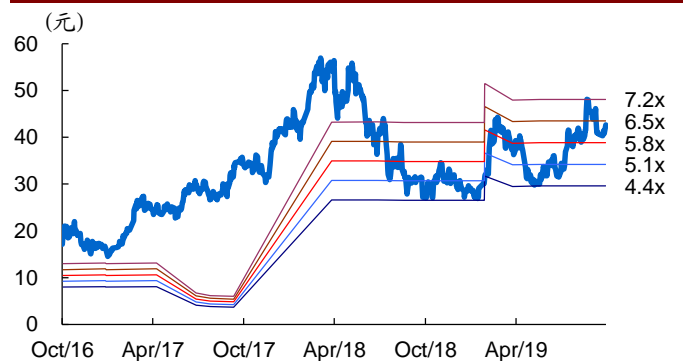
风险提示：5G 投资进度低于预期、贸易争端风险、数据中心光模块需求下降

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	6447	8148	9965
现金	957	1041	2641	2826	3410
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	88	40	534	748	922
应收款项	1013	840	833	1167	1438
其它应收款	9	4	4	5	6
存货	1969	2119	2318	3238	3988
其他	272	114	117	163	201
非流动资产	3502	3922	4230	4477	4701
长期股权投资	25	103	103	103	103
固定资产	1162	1497	1811	2096	2352
无形资产	454	384	345	311	280
其他	1861	1939	1971	1968	1966
资产总计	7810	8080	10677	12625	14666
流动负债	2947	2868	2737	3510	4140
短期借款	434	390	600	600	600
应付账款	1404	802	829	1158	1426
预收账款	22	17	970	1354	1668
其他	1087	1659	339	398	446
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	3473	4546	5476
股本	474	475	714	714	714
资本公积金	3266	3428	5003	5003	5003
留存收益	266	873	1487	2362	3473
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	4006	4776	7204	8079	9190
负债及权益合计	7810	8080	10677	12625	14666

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	41	660	967	470	893
净利润	161	623	632	911	1182
折旧摊销	102	203	188	214	238
财务费用	24	79	92	77	73
投资收益	(11)	(7)	19	7	0
营运资金变动	(225)	(271)	32	(754)	(613)
其它	(9)	32	4	15	12
投资活动现金流	(146)	(673)	(519)	(472)	(465)
资本支出	(421)	(608)	(465)	(465)	(465)
其他投资	274	(65)	(54)	(7)	0
筹资活动现金流	981	137	1151	187	155
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)	(92)	(77)	(73)
现金净增加额	876	124	1600	185	584

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	5237	7331	9035
营业成本	1726	3750	3878	5418	6672
营业税金及附加	6	10	10	15	18
营业费用	32	60	59	102	123
管理费用	246	563	479	696	831
财务费用	37	79	92	77	73
资产减值损失	20	66	30	35	35
公允价值变动收益	(109)	14	(40)	(30)	(20)
投资收益	11	40	21	23	20
营业利润	206	682	706	1021	1327
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	705	1020	1326
所得税	44	72	73	110	144
净利润	161	623	632	911	1182
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	161	623	632	911	1182
EPS (元)	0.34	1.31	0.89	1.28	1.66

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	1691%	119%	2%	40%	23%
营业利润	-8615%	232%	4%	45%	30%
净利润	1503%	287%	1%	44%	30%
获利能力					
毛利率	26.8%	27.3%	25.9%	26.1%	26.1%
净利率	6.8%	12.1%	12.1%	12.4%	13.1%
ROE	4.0%	13.0%	8.8%	11.3%	12.9%
ROIC	3.7%	10.4%	8.5%	10.2%	11.4%
偿债能力					
资产负债率	48.7%	40.9%	32.5%	36.0%	37.3%
净负债比率	13.1%	21.3%	11.0%	11.6%	12.1%
流动比率	1.5	1.5	2.4	2.3	2.4
速动比率	0.8	0.7	1.5	1.4	1.4
营运能力					
资产周转率	0.3	0.6	0.5	0.6	0.6
存货周转率	1.7	1.8	1.7	2.0	1.8
应收帐款周转率	4.4	5.6	6.3	7.3	6.9
应付帐款周转率	2.4	3.4	4.8	5.5	5.2
每股资料 (元)					
每股收益	0.34	1.31	0.89	1.28	1.66
每股经营现金	0.09	1.39	1.36	0.66	1.25
每股净资产	8.45	10.05	10.09	11.32	12.88
每股股利	0.01	0.04	0.05	0.10	0.20
估值比率					
PE	125.4	32.5	48.2	33.4	25.7
PB	5.0	4.2	4.2	3.8	3.3
EV/EBITDA	132.3	45.0	40.7	30.5	24.5

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。

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。