

中际旭创 (300308)

证券研究报告

2019年07月15日

100G 需求回暖, 400G 出货量提升, 云计算+5G 驱动成长

事件

公司发布 2019 年中报预告, 上半年公司预计实现归母净利润 1.87-2.28 亿元, 同比减少 28.1-41.0%。二季度单季度预计实现归母净利润 0.88-1.29 亿元, 按中值计算, 二季度单季度归母净利润同比下滑 36.1%, 环比增长 8.5%。

我们点评如下:

公司核心业务高速光模块市场需求持续改善, 新产品进展顺利, 重点数通客户 100G 需求恢复增长, 400G 出货量相比一季度逐步提升, 电信市场 5G 前传光模块产品持续批量交付。

2019 年是数据中心市场从 100G 向 400G 产品升级的过渡窗口期, 部分数通大客户年初消化 100G 库存、招标决策流程推迟, 导致一季度公司 100G 数通产品了有所下滑。但二季度开始, 部分 100G 数通重点客户订单开始恢复, 100G 产品出货量显著回升。同时 400G 产品订单逐步落地, 二季度高端 400G 产品出货量相比一季度逐步提升, 对公司收入和利润形成正向支撑。另一方面, 公司重点推进的 5G 电信前传光模块产品持续批量交付, 是公司未来切入电信市场的重要桥头堡。

公司成本和费用控制能力突出, 产品毛利率保持稳定, 合并事项费用影响逐步降低。

光模块产品随着成熟度提高, 市场价格逐步下降。公司凭借全球领先的出货规模, 原材料议价能力较强, 同时重点提升生产管理效率, 实现毛利率基本稳定。费用角度, 公司合并事项带来的股权激励费用、合并资产增值摊销金额逐步减少, 超额业绩奖励计提完成, 不再带来财务费用影响, 预计公司整体费用率有望进一步优化。

展望未来, 公司 100G 出货量显著回升, 400G 订单持续增加, 5G 前传光模块持续批量交付, 有望驱动公司季度业绩持续改善。云计算和 5G 推动网络流量和光模块技术持续升级, 有望驱动公司长期成长。

公司在全球高端光模块市场竞争实力领先, 积极从数据中心市场向 5G 电信市场拓展。网络流量的持续高速增长以及技术的升级换代带动光模块行业需求稳步增长, 下游客户订单逐步落地后, 400G 及 5G 新产品有望带来显著业绩增量, 短期的业绩波动不改公司长期成长大逻辑。

盈利预测与投资建议:

公司在数通光模块市场保持领先地位, 5G 前传产品持续批量出货, 形成电信+数通双轮驱动, 抗风险和可持续成长能力进一步加强。公司数通 100G 订单回暖、400G 出货量持续增加、5G 产品持续批量交付, 有望推动季度业绩持续改善。云计算网络流量持续增长以及 5G 带来的全新市场机遇, 有望成为公司长期成长驱动力。预计公司 19-21 年归母净利润分别为 7.0、10.5、12.8 亿元, 对应 19 年 32 倍、20 年 21 倍市盈率, 维持“增持”评级。

风险提示: 云计算及运营商资本开支低预期、贸易战风险、技术研发风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,357.08	5,156.31	5,174.40	7,168.68	8,374.28
增长率(%)	1690.82	118.76	0.35	38.54	16.82
EBITDA(百万元)	459.31	1,238.74	1,016.71	1,439.18	1,723.13
净利润(百万元)	161.51	623.12	702.71	1,046.62	1,279.10
增长率(%)	1,506.36	285.82	12.77	48.94	22.21
EPS(元/股)	0.23	0.87	0.98	1.47	1.79
市盈率(P/E)	139.26	36.09	32.01	21.49	17.58
市净率(P/B)	5.61	4.71	3.94	3.39	2.89
市销率(P/S)	9.54	4.36	4.35	3.14	2.69
EV/EBITDA	60.42	16.13	21.11	15.31	11.24

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	31.51 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	713.77
流通 A 股股本(百万股)	304.86
A 股总市值(百万元)	22,490.81
流通 A 股市值(百万元)	9,606.04
每股净资产(元)	12.57
资产负债率(%)	32.42
一年内最高/最低(元)	64.39/29.60

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

姜佳汛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519050001
jiangjiaxun@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《中际旭创-年报点评报告:400G 及 5G 产品批量出货, 云计算流量+5G 驱动长期成长》 2019-04-24
- 2 《中际旭创-公司点评:100G 向 400G 升级关键节点, 期待 400+5G 需求起量》 2019-04-06
- 3 《中际旭创-季报点评:业绩持续高速增长, 云计算+5G 打开长期成长空间》 2018-10-31



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	957.23	1,041.18	2,503.49	1,926.33	4,601.98
应收票据及应收账款	1,100.64	880.48	844.32	1,385.94	1,033.30
预付账款	73.64	54.55	69.69	100.21	99.02
存货	1,969.00	2,118.97	1,401.24	3,271.06	1,875.80
其他	207.25	62.92	176.29	105.47	199.10
流动资产合计	4,307.76	4,158.11	4,995.04	6,789.01	7,809.20
长期股权投资	25.40	102.52	102.52	102.52	102.52
固定资产	1,162.10	1,496.56	1,664.91	1,763.18	1,729.10
在建工程	109.48	148.10	75.24	46.10	34.44
无形资产	454.18	413.95	346.17	278.39	210.61
其他	1,751.10	1,760.96	1,757.41	1,753.87	1,750.32
非流动资产合计	3,502.27	3,922.09	3,946.26	3,944.05	3,826.98
资产总计	7,810.02	8,080.20	8,941.29	10,733.06	11,636.19
短期借款	434.44	389.80	300.00	300.00	300.00
应付票据及应付账款	1,673.98	941.94	1,128.78	1,702.92	1,617.63
其他	838.70	1,535.78	1,493.35	1,779.50	1,629.51
流动负债合计	2,947.12	2,867.52	2,922.13	3,782.41	3,547.14
长期借款	241.28	269.51	150.00	150.00	150.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	615.77	166.69	166.69	166.69	166.69
非流动负债合计	857.05	436.20	316.69	316.69	316.69
负债合计	3,804.16	3,303.72	3,238.83	4,099.10	3,863.83
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	3,555.03	3,696.50	3,492.57	3,492.57	3,492.57
留存收益	3,820.64	4,567.22	4,988.70	5,920.19	7,058.59
其他	(3,843.67)	(3,962.70)	(3,492.57)	(3,492.57)	(3,492.57)
股东权益合计	4,005.86	4,776.48	5,702.47	6,633.96	7,772.35
负债和股东权益总	7,810.02	8,080.20	8,941.29	10,733.06	11,636.19

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	161.51	623.12	702.71	1,046.62	1,279.10
折旧摊销	101.56	203.32	212.29	238.66	253.52
财务费用	23.73	79.20	0.10	(11.47)	(27.21)
投资损失	(10.99)	(6.65)	(7.00)	(10.00)	(12.00)
营运资金变动	160.86	(805.58)	773.34	(1,507.31)	1,423.73
其它	(395.31)	566.61	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	41.36	660.01	1,681.45	(243.50)	2,917.14
资本支出	2,658.21	1,060.36	240.00	240.00	140.00
长期投资	3.32	77.12	0.00	0.00	0.00
其他	(2,807.89)	(1,810.56)	(473.00)	(470.00)	(268.00)
投资活动现金流	(146.35)	(673.08)	(233.00)	(230.00)	(128.00)
债权融资	1,021.90	1,721.75	1,512.44	1,512.44	1,512.44
股权融资	3,253.60	86.30	300.47	11.47	27.21
其他	(3,294.88)	(1,671.07)	(1,799.05)	(1,627.57)	(1,653.14)
筹资活动现金流	980.62	136.98	13.86	(103.65)	(113.49)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	875.63	123.91	1,462.31	(577.16)	2,675.65

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,357.08	5,156.31	5,174.40	7,168.68	8,374.28
营业成本	1,725.51	3,749.97	3,727.29	5,097.05	5,976.99
营业税金及附加	6.45	10.18	7.76	10.04	10.89
营业费用	32.02	60.23	56.92	78.86	75.37
管理费用	116.61	253.35	253.55	344.10	334.97
研发费用	129.31	309.47	310.46	430.12	502.46
财务费用	37.13	79.21	0.10	(11.47)	(27.21)
资产减值损失	20.29	66.02	21.00	18.00	16.00
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	10.00	12.00
其他	182.15	(74.87)	(14.00)	(20.00)	(24.00)
营业利润	205.87	681.89	804.32	1,211.99	1,496.82
营业外收入	0.41	3.08	3.40	5.00	8.00
营业外支出	0.39	(9.98)	0.00	0.00	0.00
利润总额	205.89	694.95	807.72	1,216.99	1,504.82
所得税	44.39	71.84	105.00	170.38	225.72
净利润	161.51	623.12	702.71	1,046.62	1,279.10
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	161.51	623.12	702.71	1,046.62	1,279.10
每股收益(元)	0.23	0.87	0.98	1.47	1.79

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	1690.82%	118.76%	0.35%	38.54%	16.82%
营业利润	-8628.86%	231.23%	17.95%	50.69%	23.50%
归属于母公司净利润	1506.36%	285.82%	12.77%	48.94%	22.21%
获利能力					
毛利率	26.79%	27.27%	27.97%	28.90%	28.63%
净利率	6.85%	12.08%	13.58%	14.60%	15.27%
ROE	4.03%	13.05%	12.32%	15.78%	16.46%
ROIC	40.56%	16.91%	12.93%	22.10%	20.20%
偿债能力					
资产负债率	48.71%	40.89%	36.22%	38.19%	33.21%
净负债率	1.61%	14.25%	-17.38%	-6.24%	-39.75%
流动比率	1.46	1.45	1.71	1.79	2.20
速动比率	0.79	0.71	1.23	0.93	1.67
营运能力					
应收账款周转率	3.99	5.21	6.00	6.43	6.92
存货周转率	2.31	2.52	2.94	3.07	3.25
总资产周转率	0.56	0.65	0.61	0.73	0.75
每股指标(元)					
每股收益	0.23	0.87	0.98	1.47	1.79
每股经营现金流	0.06	0.92	2.36	-0.34	4.09
每股净资产	5.61	6.69	7.99	9.29	10.89
估值比率					
市盈率	139.26	36.09	32.01	21.49	17.58
市净率	5.61	4.71	3.94	3.39	2.89
EV/EBITDA	60.42	16.13	21.11	15.31	11.24
EV/EBIT	77.53	19.26	26.68	18.36	13.18

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com