

中际旭创 (300308)

证券研究报告

2019年10月14日

业绩环比显著改善，期待 400G+5G 放量

事件

公司发布 2019 年三季报预告,前三季度公司预计实现归母净利润 3.17-3.88 亿元,同比下滑 19.41%-34.16%。三季度单季度预计实现归母净利润 1.30-1.60 亿元,同比下滑 2.78%-21.01%。环比 2019 年第二季度,净利润环比增长 20.58%-48.41%。剔除政府补贴等非经常性损益影响,三季度净利润环比增长 2.68%-31.66%。

我们点评如下:

云计算资本开支自 2019 年第二季度开始回暖,推动公司 100G 等主要产品出货量环比稳定回升。

北美四大主要云计算厂商(谷歌、亚马逊、Facebook、微软)资本开支在 2019Q1 出现同比下滑,2019Q2 开始企稳回升,同比提升 7.5%。公司作为全球高端数通光模块龙头,伴随云计算资本开支回暖,100G 数通光模块出货量持续稳步回升,单季度业绩环比持续改善。随着宏观经济形势以及中美贸易摩擦向好,云计算龙头厂商资本开支有望恢复稳步增长趋势,数据中心流量增长仍然是推动数通光模块成长的核心驱动力,公司 100G 出货量未来有望稳步提升,奠定业绩增长的基础。

公司研发能力和良率管控能力突出,数据中心下一代 400G 光模块产品重点客户导入顺利,出货量持续增长,巩固领先的市场地位。电信市场 5G 前传持续批量交付,中回传等高端新产品认证推进顺利。

数据中心下一代 400G 产品处于升级换代关键时期,公司保持领先的市场地位,重点客户 400G 产品导入顺利,出货量持续增长,有望占据先发优势。同时公司在电信市场重点突破,5G 前传产品持续批量交付。5G 中回传 50G/100G 乃至 200G/400G 等高端高速电信光模块产品认证顺利。随着运营商 5G 独立组网建设逐步启动,5G 传输网光模块采购有望落地,公司有望切入 5G 中回传高端光电信光模块领域,打开更大成长空间。

成本控制能力突出,毛利率保持稳定。规模优势-成本优势-份额优势形成市场竞争力正循环,400G 时代占据先发优势,有望进一步巩固龙头地位。公司凭借业内领先的出货规模和成本管控能力,在行业激烈竞争背景下,单季度毛利率持续保持稳定。光模块产品及上游芯片等器件规模效应明显,在 40G/100G 时代公司凭借技术优势建立规模优势,进而转化为成本优势,进一步巩固份额和规模优势,形成正循环。400G 时代公司产品研发、客户导入进度领先,有望建立先发优势,复制 40G/100G 时代的市场竞争力正循环,进一步巩固公司行业领先地位,盈利能力有望持续优化。

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,中回传产品送样认证顺利推进,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。展望未来,公司在高速数通光模块行业龙头地位稳固,100G 光模块随着云计算资本开支持续回暖出货量有望稳步回升,400G 光模块进展领先,有望在 400G 时代进一步巩固优势地位。同时重点拓展 5G 电信产品,前传产品批量交付,价值量更高的中回传领域有望突破,形成数通+电信双轮驱动公司长期成长。由于 100G 向 400G 切换进度略低于预期,下调公司 19-21 年归母净利润分别从 6.99、10.52、12.76 亿元至 6.00、9.21、12.17 亿元,对应 19 年 51 倍、20 年 33 倍市盈率,维持“增持”评级。

风险提示: 技术研发风险,资本开支低预期,贸易战超预期

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	42.65 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)	350.51
A 股总市值(百万元)	30,442.18
流通 A 股市值(百万元)	14,949.25
每股净资产(元)	9.06
资产负债率(%)	33.49
一年内最高/最低(元)	64.39/29.40

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

- 《中际旭创-半年报点评:云计算 CAPEX 企稳推动业绩环比改善,期待 400G 和 5G 放量》 2019-08-24
- 《中际旭创-公司点评:100G 需求回暖,400G 出货量提升,云计算+5G 驱动成长》 2019-07-15
- 《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



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	4,720.19	5,860.99	7,379.44
增长率(%)	1690.82	118.76	(8.46)	24.17	25.91
EBITDA(百万元)	459.31	1,238.74	882.24	1,265.57	1,616.60
净利润(百万元)	161.51	623.12	600.18	920.51	1,216.53
增长率(%)	1,506.36	285.82	(3.68)	53.37	32.16
EPS(元/股)	0.23	0.87	0.84	1.29	1.70
市盈率(P/E)	188.49	48.85	50.72	33.07	25.02
市净率(P/B)	7.60	6.37	5.42	4.72	4.04
市销率(P/S)	12.92	5.90	6.45	5.19	4.13
EV/EBITDA	60.42	16.13	33.17	23.54	17.03

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	957.23	1,041.18	2,651.90	2,131.48	4,398.26	营业收入	2,357.08	5,156.31	4,720.19	5,860.99	7,379.44
应收票据及应收账款	1,100.64	880.48	692.92	1,130.50	1,001.34	营业成本	1,725.51	3,749.97	3,407.22	4,153.58	5,240.68
预付账款	73.64	54.55	59.02	79.43	95.26	营业税金及附加	6.45	10.18	7.08	8.21	9.59
存货	1,969.00	2,118.97	1,098.95	2,708.50	1,804.31	营业费用	32.02	60.23	56.64	52.75	59.04
其他	207.25	62.92	165.69	86.28	196.18	管理费用	116.61	253.35	233.65	269.61	295.18
流动资产合计	4,307.76	4,158.11	4,668.48	6,136.20	7,495.35	研发费用	129.31	309.47	292.65	339.94	405.87
长期股权投资	25.40	102.52	102.52	102.52	102.52	财务费用	37.13	79.21	(1.01)	(14.13)	(27.22)
固定资产	1,162.10	1,496.56	1,664.91	1,763.18	1,729.10	资产减值损失	20.29	66.02	60.00	20.00	18.00
在建工程	109.48	148.10	75.24	46.10	34.44	公允价值变动收益	(109.24)	14.21	0.00	0.00	0.00
无形资产	454.18	413.95	346.17	278.39	210.61	投资净收益	10.99	6.65	7.00	10.00	12.00
其他	1,751.10	1,760.96	1,757.41	1,753.87	1,750.32	其他	182.15	(74.87)	(14.00)	(20.00)	(24.00)
非流动资产合计	3,502.27	3,922.09	3,946.26	3,944.05	3,826.98	营业利润	205.87	681.89	670.96	1,041.04	1,390.31
资产总计	7,810.02	8,080.20	8,614.74	10,080.25	11,322.33	营业外收入	0.41	3.08	3.40	5.00	8.00
短期借款	434.44	389.80	300.00	300.00	300.00	营业外支出	0.39	(9.98)	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,673.98	941.94	950.96	1,356.58	1,554.91	利润总额	205.89	694.95	674.36	1,046.04	1,398.31
其他	838.70	1,535.78	1,429.87	1,661.30	1,610.18	所得税	44.39	71.84	74.18	125.52	181.78
流动负债合计	2,947.12	2,867.52	2,680.83	3,317.88	3,465.09	净利润	161.51	623.12	600.18	920.51	1,216.53
长期借款	241.28	269.51	150.00	150.00	150.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	161.51	623.12	600.18	920.51	1,216.53
其他	615.77	166.69	166.69	166.69	166.69	每股收益(元)	0.23	0.87	0.84	1.29	1.70
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	2,997.52	3,634.57	3,781.78						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	473.86	475.46	713.77	713.77	713.77	成长能力					
资本公积	3,555.03	3,696.50	3,492.57	3,492.57	3,492.57	营业收入	1690.82%	118.76%	-8.46%	24.17%	25.91%
留存收益	3,820.64	4,567.22	4,903.45	5,731.91	6,826.79	营业利润	-8628.86%	231.23%	-1.60%	55.16%	33.55%
其他	(3,843.67)	(3,962.70)	(3,492.57)	(3,492.57)	(3,492.57)	归属于母公司净利润	1506.36%	285.82%	-3.68%	53.37%	32.16%
股东权益合计	4,005.86	4,776.48	5,617.22	6,445.68	7,540.55	获利能力					
负债和股东权益总	7,810.02	8,080.20	8,614.74	10,080.25	11,322.33	毛利率	26.79%	27.27%	27.82%	29.13%	28.98%
						净利率	6.85%	12.08%	12.72%	15.71%	16.49%
						ROE	4.03%	13.05%	10.68%	14.28%	16.13%
						ROIC	40.56%	16.91%	11.02%	20.37%	20.48%
						偿债能力					
						资产负债率	48.71%	40.89%	34.80%	36.06%	33.40%
						净负债率	1.61%	14.25%	-20.29%	-9.60%	-38.27%
						流动比率	1.46	1.45	1.74	1.85	2.16
						速动比率	0.79	0.71	1.33	1.03	1.64
						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	2.93	3.08	3.27
						总资产周转率	0.56	0.65	0.57	0.63	0.69
						每股指标(元)					
						每股收益	0.23	0.87	0.84	1.29	1.70
						每股经营现金流	0.06	0.92	2.54	-0.30	3.49
						每股净资产	5.61	6.69	7.87	9.03	10.56
						估值比率					
						市盈率	188.49	48.85	50.72	33.07	25.02
						市净率	7.60	6.37	5.42	4.72	4.04
						EV/EBITDA	60.42	16.13	33.17	23.54	17.03
						EV/EBIT	77.53	19.26	43.68	29.01	20.19

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	161.51	623.12	600.18	920.51	1,216.53
折旧摊销	101.56	203.32	212.29	238.66	253.52
财务费用	23.73	79.20	(1.01)	(14.13)	(27.22)
投资损失	(10.99)	(6.65)	(7.00)	(10.00)	(12.00)
营运资金变动	160.86	(805.58)	1,007.00	(1,347.53)	1,058.38
其它	(395.31)	566.61	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	41.36	660.01	1,811.46	(212.49)	2,489.20
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	301.58	14.13	27.22
其他	(3,294.88)	(1,671.07)	(1,781.77)	(1,604.49)	(1,634.09)
筹资活动现金流	980.62	136.98	32.26	(77.93)	(94.43)
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	1,610.72	(520.41)	2,266.77

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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