

证券研究报告—动态报告

信息技术

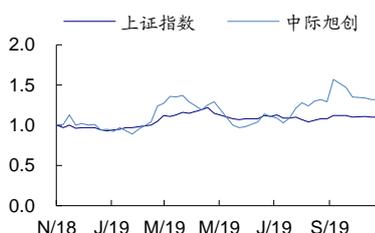
通信

中际旭创(300308)
增持

财报点评

(维持评级)

2019年10月31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) | 714/351 |
| 总市值/流通(百万元) | 29,978/14,721 |
| 上证综指/深圳成指 | 2,939/9,746 |
| 12个月最高/最低(元) | 49.90/26.57 |

相关研究报告:

《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
 《中际旭创-300308-2018年三季报点评: 业绩符合市场预期, 苏州旭创增速放缓》——2018-10-30
 《中际旭创-300308-2018年半年报点评: 业绩符合市场预期, 400G产品通过客户验证》——2018-08-09
 《中际旭创-300308-2017年年报点评: 业绩符合市场预期, 100G光模块放量增长》——2018-04-13
 《中际旭创-300308-跟踪报告: 海外光模块企业浅析系列之 Finisar: 全球光通信器件行业巨擘》——2018-02-23

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: 汪洋

电话: 010-88005317
 E-MAIL: wangyang7@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517090001

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
业绩环比改善, 100G需求回暖
● 业绩符合市场及我们预期, 环比改善明显

2019年前三季度, 公司实现营收32.84亿元, 同比下滑21.86%, 实现归母净利润3.58亿元, 同比下滑25.67%, 扣非归母净利润3.29亿元, 同比下滑33.22%, 净利润略高于预告中值, 基本符合市场及我们预期。单三季度, 公司实现营收12.49亿元, 同比下滑9.33%, 环比增长7.67%, 实现净利润1.51亿元, 同比下滑8.51%, 环比增长39.81%, 业绩环比改善。公司业绩下滑主要受部分客户资本开支放缓、去库存等因素影响。

● 100G需求逐步回暖, 400G新品小批量出货

公司在全球光模块市场份额位居第二位, 二、三季度, 100G等产品出货量保持稳定回升, 400G产品向重点客户导入顺利, 出货量已逐步增多。我们认为2020年, 随着客户资本开支回暖, 400G产品有望放量, 从而带动公司毛利率和净利率的提升, 400G有望成为公司新的利润增长点。

● 切入电信市场顺利, 5G前传产品已开始批量交付

公司在国内5G市场的开发取得良好进展, 25G前传产品已经批量交付客户, 同时中传、回传产品正加紧送样、认证或测试中。目前5G前传网络以25G光模块为主, 中传或以50G PAM4为主, 回传或将使用100G/200G/400G相干光模块, 价格相对于4G产品更高, 市场空间更加广阔。

● 毛利率有所改善, 应收账款及票据环比有所改善

前三季度, 公司综合毛利率提升2.27pct至28.30%, 同比有所改善, 净利率10.90%, 同比下滑0.56pct, 主要受管理费率提升影响。应收账款及票据11.30亿元, 营收占比到达34.41%, 环比有所改善。营业收入减少导致回款减少, 公司经营性现金流净额为2.46亿元, 同比下滑20.46%。

● 投资建议: 看好公司在光模块领域领先地位, 维持“增持”评级

我们看好公司在高端光模块领域的领先地位, 预计公司2019-2021年营业收入分别为50/62/79亿元, 归母净利润分别为5.71/8.73/10.74亿元, 同比增速分别为-8.3%/52.7%/23.1%, 当前股价对应的动态PE分别为53/34/28倍, 维持“增持”评级。

● 风险提示: 上游光电芯片禁运风险; 400G需求不及预期。
盈利预测和财务指标

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|---------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2,357 | 5,156 | 5,042 | 6,170 | 7,929 |
| (+/-%) | 1690.8% | 118.8% | -2.2% | 22.4% | 28.5% |
| 净利润(百万元) | 162 | 623 | 571.55 | 872.79 | 1074.20 |
| (+/-%) | 1506.4% | 285.8% | -8.3% | 52.7% | 23.1% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.34 | 0.87 | 0.80 | 1.22 | 1.50 |
| EBIT Margin | 14.7% | 21.0% | 13.8% | 17.2% | 16.1% |
| 净资产收益率(ROE) | 4.0% | 13.0% | 10.8% | 14.4% | 15.3% |
| 市盈率(PE) | 123.2 | 48.1 | 52.5 | 34.3 | 27.9 |
| EV/EBITDA | 52.9 | 25.9 | 43.7 | 29.7 | 25.3 |
| 市净率(PB) | 5.0 | 6.3 | 5.7 | 4.9 | 4.3 |

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

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 现金及现金等价物 | 1041 | 1145 | 1260 | 1386 | 营业收入 | 5156 | 5042 | 6170 | 7929 |
| 应收款项 | 884 | 2123 | 2187 | 2503 | 营业成本 | 3750 | 3631 | 4234 | 5533 |
| 存货净额 | 2119 | 3182 | 3633 | 4245 | 营业税金及附加 | 10 | 12 | 13 | 18 |
| 其他流动资产 | 114 | 1008 | 1234 | 1586 | 销售费用 | 60 | 61 | 74 | 95 |
| 流动资产合计 | 4158 | 7459 | 8313 | 9719 | 管理费用 | 253 | 646 | 787 | 1006 |
| 固定资产 | 1645 | 1983 | 2297 | 2570 | 财务费用 | 79 | 23 | 27 | 36 |
| 无形资产及其他 | 384 | 368 | 353 | 338 | 投资收益 | 7 | 7 | 8 | 7 |
| 投资性房地产 | 1791 | 1791 | 1791 | 1791 | 资产减值及公允价值变动 | (52) | (60) | (81) | (64) |
| 长期股权投资 | 103 | 103 | 103 | 103 | 其他收入 | (276) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 8080 | 11703 | 12857 | 14521 | 营业利润 | 682 | 617 | 962 | 1183 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 1452 | 3113 | 2895 | 3361 | 营业外净收支 | 13 | 20 | 11 | 15 |
| 应付款项 | 942 | 1908 | 2457 | 2505 | 利润总额 | 695 | 637 | 973 | 1198 |
| 其他流动负债 | 473 | 958 | 1000 | 1187 | 所得税费用 | 72 | 66 | 101 | 124 |
| 流动负债合计 | 2868 | 5979 | 6351 | 7053 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款及应付债券 | 270 | 270 | 270 | 270 | 归属于母公司净利润 | 623 | 572 | 873 | 1074 |
| 其他长期负债 | 167 | 167 | 167 | 167 | | | | | |
| 长期负债合计 | 436 | 436 | 436 | 436 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 3304 | 6415 | 6788 | 7489 | 净利润 | 623 | 572 | 873 | 1074 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值准备 | 46 | (7) | 7 | 8 |
| 股东权益 | 4776 | 5288 | 6070 | 7031 | 折旧摊销 | 201 | 139 | 174 | 208 |
| 负债和股东权益总计 | 8080 | 11703 | 12857 | 14521 | 公允价值变动损失 | 52 | 60 | 81 | 64 |
| | | | | | 财务费用 | 79 | 23 | 27 | 36 |
| | | | | | 营运资本变动 | (961) | (1753) | (142) | (1036) |
| | | | | | 其它 | (46) | 7 | (7) | (8) |
| | | | | | 经营活动现金流 | (85) | (983) | 985 | 310 |
| | | | | | 资本开支 | (497) | (514) | (561) | (538) |
| | | | | | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 投资活动现金流 | (574) | (514) | (561) | (538) |
| | | | | | 权益性融资 | 52 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 负债净变化 | 28 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 支付股利、利息 | (65) | (60) | (91) | (113) |
| | | | | | 其它融资现金流 | 765 | 1661 | (218) | 466 |
| | | | | | 融资活动现金流 | 743 | 1601 | (310) | 354 |
| | | | | | 现金净变动 | 84 | 104 | 115 | 126 |
| | | | | | 货币资金的期初余额 | 957 | 1041 | 1145 | 1260 |
| | | | | | 货币资金的期末余额 | 1041 | 1145 | 1260 | 1386 |
| | | | | | 企业自由现金流 | (286) | (1507) | 423 | (222) |
| | | | | | 权益自由现金流 | 507 | 134 | 180 | 212 |

| 关键财务与估值指标 | | | | |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 每股收益 | 0.87 | 0.80 | 1.22 | 1.50 |
| 每股红利 | 0.09 | 0.08 | 0.13 | 0.16 |
| 每股净资产 | 6.69 | 7.41 | 8.50 | 9.85 |
| ROIC | 18% | 8% | 11% | 12% |
| ROE | 13% | 11% | 14% | 15% |
| 毛利率 | 27% | 28% | 31% | 30% |
| EBIT Margin | 21% | 14% | 17% | 16% |
| EBITDA Margin | 25% | 17% | 20% | 19% |
| 收入增长 | 119% | -2% | 22% | 29% |
| 净利润增长率 | 286% | -8% | 53% | 23% |
| 资产负债率 | 41% | 55% | 53% | 52% |
| 息率 | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.4% |
| P/E | 48.1 | 52.5 | 34.3 | 27.9 |
| P/B | 6.3 | 5.7 | 4.9 | 4.3 |
| EV/EBITDA | 25.9 | 43.7 | 29.7 | 25.3 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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