2018 年 01 月 31 日
证券研究报告•动态跟踪报告
中际旭创（300308）电气设备

买入（首次）
当前价：61.20 元
目标价：69.20 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

业绩持续超预期，数通光模块龙头加码 5G 布局

投资要点

- **事件：**公司发布业绩预告，2017 年实现归属于上市公司股东净利润 1.4-1.8 亿元，较上年同期增长 1293%-1691%。以下重大会计事项对 2017 年度合并净利润产生重大影响：（1）股权激励费用合计减少 2017 年度合并净利润约 3100 万元；（2）2017 年末对苏州旭创盈利估计进行重估超出合并日盈利估计部分计入“公允价值变动损益”，导致合并净利润减少约 1-1.2 亿元；（3）合并日对苏州旭创存货、固定资产、无形资产评估形成增值的摊销合计减少 2017 年度合并净利润约 3900 万元；（4）政府补助、投资收益、固定资产处置损益等其他非经常性损益共计增加公司合并净利润约 2100 万元。

- **苏州旭创业绩持续超预期。**扣除股权激励费用前，子公司苏州旭创自合并日至 2017 年 12 月 31 日实现净利润约 3.15-3.55 亿元，其中第三季度实现 1.6 亿元，对应第四季度 1.55-1.95 亿元，取中值 1.75 亿元实现环比增长 9.4%，考虑到第四季度年末资产减值损失较第三季度通常会加大，第四季度环比增长实际是超预期的。**18 年净利润受业绩奖励影响有限。**合并日（2017 年 7 月 3 日）母公司对子公司苏州旭创超出承诺净利润的部分已经确认了超额业绩奖励，2017 年末基于苏州旭创经营的最新情况对其盈利估计进行重估，超出合并日盈利估计部分计算了超额业绩奖励成本，考虑到超额业绩奖励中“向业绩承诺人支付的业绩奖励金额不得超过标的资产总交易对价的 20%”带来的奖励上限，得出 2018 年公司计提的超额业绩奖励为 0.3-0.6 亿元，给公司带来的压力较小。

- **北美云厂商需求加速向 100G 切换，国内开始跟进 100G 产品，100G 将持续爆发。**2017 年 10 月 Lightcounting 预计 2017 年全球数据中心 100G 光模块出货量有望达到 300 万只，在上一次预测的基础上调高了 20%，2018 年主要云厂商对 100G 光模块的需求有望翻倍，甚至达到 2017 年 3 倍的水平。未来几年需求增长的动力是大型互联网公司扩建数据中心和存量数据中心的升级。

- **PSM4、LR4 的需求逐渐被 CWDM4 取代，旭创直接受益。**100G 光模块中，CWDM4 与 PSM4 相比更节约光纤，与 PSM4 的价格差逐渐缩小。CWDM4 与 LR4 相比可以增强做到 10km 传输，替代 LR4 的部分应用，并且具备成本优势，未来 CWDM4 预计会成为 100G 光模块的主流产品。目前旭创在 CWDM4 最具优势，已经是谷歌、亚马逊、Facebook、思科的主要供应商，未来有望进一步突破微软。2017 年旭创在 CWDM4 产品上约占据 40%的份额，未来有望进一步提升。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	131.62	2628.85	6181.46	8057.07
增长率	8.41%	1897.30%	135.14%	30.34%
归属母公司净利润（百万元）	10.05	160.12	819.61	1231.97
增长率	79.73%	1492.57%	411.88%	50.31%
每股收益 EPS（元）	0.02	0.34	1.73	2.60
净资产收益率 ROE	1.81%	4.00%	17.22%	21.71%
PE	2884	181	35	24
PB	52.18	7.25	6.09	5.11

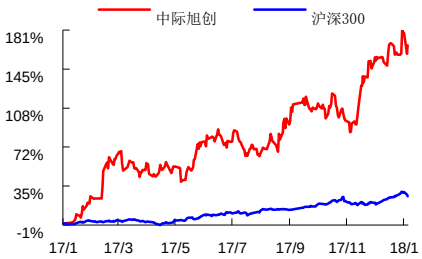
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：刘言
执业证号：S1250515070002
电话：023-67791663
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

联系人：黄弘扬
电话：021-58351773
邮箱：hhy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.74
流通 A 股(亿股)	2.16
52 周内股价区间(元)	23.1-64.54
总市值(亿元)	290.00
总资产(亿元)	74.97
每股净资产(元)	8.92

相关研究

- **数据中心光模块龙头，未来有望加速上下游整合。**技术领先、下游优质客户群、订单交付能力保证了公司在手订单充足，进一步巩固龙头地位。安徽铜陵投资新建厂房将进一步提高公司相关产品的批量交付能力和成本竞争能力。在行业需求旺盛的背景之下，未来旭创的表现有望持续超出市场预期。同时作为业界龙头，公司已经优先推出 400G 样品，今年有望小批量进入重点客户供应链抢占先发优势，400G 格局形成之前已经走在行业前列。未来公司有望进一步向上游芯片等领域拓展，硅光技术也做好了相应的布局和准备。

- **立足数通市场优势，加码布局 5G 光模块。**公司的无线产品种类齐全，3G 时期开始参与无线市场，在 pre5G、5G 进展加速，抢占先机，即将率先获益。5G 基站前传光模块，公司现在主流设备商送样认证，并已经在部分试商用项目中得到应用，5G 布局走在行业前列，未来增长驱动力明确。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.34 元、1.73 元、2.60 元，我们预测苏州旭创备考业绩（考虑股权激励，不考虑摊销及业绩奖励）2017-2019 年分别为 6 亿、9 亿、13 亿，考虑到公司领跑国内高端光模块市场并领先切入 5G 无线市场，未来在 400G 有望持续领先，给予公司 2018 年 40 倍估值，对应目标价 69.20 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**北美市场需求或不及预期，5G 市场拓展或不及预期，光模块产品竞争加剧。

关键假设：

假设 1：10G 光模块销售额稳中有降；

假设 2：2017 年、2018 年的产量与公司公告中的预测保持一致，2019 年 5G 基站开始规模部署，需使用 25G/100G 的光模块，从公告中预测的 4.14 亿元调高到 6 亿元；

假设 3：目前北美云计算巨头加速从 40G 向 100G 切换，导致 40G 需求下滑，我们将 40G 产品 2018 年的增速调至-40%；

假设 4：据 Ovum、LightCounting 等多家机构预测 100G 光模块的供不应求将持续到 2018 年，北美互联网数据中心三巨头，对于 100G QSFP28 的需求大涨，我们将 100G 产品 2017 年的增速调至 420%，2018 年的增速调至 115%；

假设 5：公司首推 400G OSFP LR8，继而将陆续推出 200/400G 系列产品，2018 年 400G 有望贡献收入，2019 年有望起量。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：苏州旭创分业务收入及毛利率

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
苏州旭创						
收入	746	1165	1955	3836	6043	7915
增速		56.1%	67.9%	96.2%	57.5%	31.0%
毛利率	30.0%	28.6%	27.4%	29.0%	29.6%	29.0%
苏州旭创：10G						
收入	226	266	410	349	314	298
增速		17.6%	54.1%	-15.0%	-10.0%	-5.0%
毛利率	18.8%	16.9%	18.8%	18.0%	18.0%	18.0%
苏州旭创：25G						
收入				148	301	601
增速					103.7%	99.4%
毛利率				25.0%	28.0%	28.0%
苏州旭创：40G						
收入	520	848	1145	1260	756	302
增速		63.3%	35.0%	10.0%	-40.0%	-60.0%
毛利率	34.9%	31.6%	30.2%	30.0%	30.0%	30.0%
苏州旭创：100G						
收入		50	400	2080	4472	5814
增速			700.0%	420.0%	115.0%	30.0%
毛利率		40.0%	28.0%	30.5%	30.0%	29.5%
苏州旭创：200G/400G						
收入					200	900
增速						350.0%
毛利率					40.0%	30.0%

数据来源：西南证券。注：基于上市公司传统业务销售额较小，目前主要业务以光模块（苏州旭创）为主，分项业务预测暂只考虑苏州旭创业务，苏州旭创业绩自合并日（2017 年 7 月 3 日）开始并入上市公司，分项预测为苏州旭创全年完整业绩预测。

2017-2018 年 100G 持续爆发，2019-2020 年 400G 以及 5G 基站光模块需求起量爆发，公司未来增长驱动力明确。参考公司过去毛利率和各项费用率水平，考虑股权激励费用，不考虑合并摊销费用以及超额业绩提成，我们预测苏州旭创 2017-2019 对应的备考净利润分别是 6、9、13 亿元。

参考可比公司平均估值水平，给予公司 2018 年 40 倍 PE，对应目标价 69.20 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司盈利预测与估值对比

股票代码	公司名称	股价	EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002281.SZ	光迅科技	25.32	0.56	0.75	0.99	46	34	26
300394.SZ	天孚通信	19.41	0.69	0.96	1.30	28	20	15
300502.SZ	新易盛	23.47	0.57	0.73	0.91	41	32	26
300548.SZ	博创科技	41.50	1.01	1.39	1.91	41	30	22
行业均值						39	29	22

数据来源：Wind 一致预期（收盘价日期 2018 年 1 月 30 日），西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	131.62	2628.85	6181.46	8057.07
营业成本	91.40	1869.05	4354.14	5720.07
营业税金及附加	2.75	5.26	12.36	16.11
销售费用	3.70	65.72	123.63	120.86
管理费用	40.82	341.75	537.79	588.17
财务费用	-1.11	35.11	162.82	212.97
资产减值损失	-0.13	40.00	50.00	50.00
投资收益	3.39	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-110.00	-50.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-2.41	161.96	890.72	1348.90
其他非经营损益	13.32	15.95	19.96	19.95
利润总额	10.91	177.91	910.68	1368.85
所得税	0.86	17.79	91.07	136.89
净利润	10.05	160.12	819.61	1231.97
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	10.05	160.12	819.61	1231.97

现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	10.05	160.12	819.61	1231.97
折旧与摊销	31.22	42.17	52.44	65.74
财务费用	-1.11	35.11	162.82	212.97
资产减值损失	-0.13	40.00	50.00	50.00
经营营运资本变动	-59.24	-3624.08	-5095.68	-2583.21
其他	53.03	69.57	0.08	-49.97
经营活动现金流净额	33.83	-3277.12	-4010.72	-1072.51
资本支出	6.69	-172.00	-172.00	-172.00
其他	-87.34	-110.00	-50.00	0.00
投资活动现金流净额	-80.65	-282.00	-222.00	-172.00
短期借款	0.00	510.18	4812.64	1961.53
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	3290.00	0.00	0.00
支付股利	-2.16	-3.88	-61.83	-316.49
其他	0.00	-43.55	-162.82	-212.97
筹资活动现金流净额	-2.16	3752.74	4587.99	1432.07
现金流量净额	-48.94	193.62	355.26	187.56

资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	69.26	262.89	618.15	805.71
应收和预付款项	92.83	2051.41	4819.76	6164.22
存货	71.61	1508.46	3516.42	4620.12
其他流动资产	70.29	1403.82	3300.93	4302.52
长期股权投资	22.08	22.08	22.08	22.08
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	185.27	328.78	462.03	581.98
无形资产和开发支出	96.98	83.35	69.72	56.09
其他非流动资产	23.84	23.78	23.72	23.66
资产总计	632.15	5684.56	12832.81	16576.37
短期借款	0.00	510.18	5322.81	7284.34
应付和预收款项	47.11	899.65	2125.33	2798.33
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	29.26	273.89	626.04	819.60
负债合计	76.37	1683.72	8074.18	10902.27
股本	216.01	473.86	473.86	473.86
资本公积	232.34	3264.49	3264.49	3264.49
留存收益	106.26	262.50	1020.29	1935.76
归属母公司股东权益	555.78	4000.85	4758.63	5674.11
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	555.78	4000.85	4758.63	5674.11
负债和股东权益合计	632.15	5684.56	12832.81	16576.37

财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	8.41%	1897.30%	135.14%	30.34%
营业利润增长率	-195.58%	6809.80%	449.96%	51.44%
净利润增长率	79.73%	1492.57%	411.88%	50.31%
EBITDA 增长率	2.83%	763.55%	362.29%	47.16%
获利能力				
毛利率	30.56%	28.90%	29.56%	29.01%
三费率	32.98%	16.84%	13.33%	11.44%
净利率	7.64%	6.09%	13.26%	15.29%
ROE	1.81%	4.00%	17.22%	21.71%
ROA	1.59%	2.82%	6.39%	7.43%
ROIC	-0.75%	7.20%	13.08%	12.25%
EBITDA/销售收入	21.05%	9.10%	17.89%	20.20%
营运能力				
总资产周转率	0.21	0.83	0.67	0.55
固定资产周转率	0.71	12.35	21.51	21.09
应收账款周转率	2.01	3.79	2.80	2.30
存货周转率	1.16	2.36	1.73	1.41
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.73%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	12.08%	29.62%	62.92%	65.77%
带息债务/总负债	0.00%	30.30%	65.92%	66.81%
流动比率	4.51	3.12	1.52	1.46
速动比率	3.45	2.22	1.08	1.03
股利支付率	21.48%	2.42%	7.54%	25.69%
每股指标				
每股收益	0.02	0.34	1.73	2.60
每股净资产	1.17	8.44	10.04	11.97
每股经营现金	0.07	-6.92	-8.46	-2.26
每股股利	0.00	0.01	0.13	0.67

业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	27.70	239.24	1105.98	1627.60
PE	2884.39	181.12	35.38	23.54
PB	52.18	7.25	6.09	5.11
PS	220.33	11.03	4.69	3.60
EV/EBITDA	474.10	122.15	30.45	21.78
股息率	0.01%	0.01%	0.21%	1.09%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn