

# 中际旭创 (300308)

 证券研究报告  
 2018年04月27日

## 业绩维持高增速，定增 15 亿加码数通 400G 及电信 5G

### 事件：

1) 公司发布 2018 年一季报，实现营收 13.99 亿元，同比增长 9502.74%；归母净利润 1.48 亿元，同比增长 3472.49%；2) 公司发布定增预案，拟发行不超过 9477.14 万股，募集资金不超过 15 亿元，用于 400G 光模块研发生产、铜陵光模块产业园建设，并补充流动资金。

### 一季报业绩略低于预期仍保持高增速，Q1 毛利周期性下滑 Q2 将迎来回升

母公司 Q1 季度净亏损 772 万元，子公司中际智能 Q1 季度净亏损 68 万元，子公司苏州旭创实现净利润约 1.66 亿元。苏州旭创 2018 年 Q1 净利润同比增长约 110.31% (第三次定增预案披露，苏州旭创 2017 年 Q1 季度营收 6.7 亿元，按照 2016 年净利润率 11.75% 估算，其 2017Q1 净利润约 7872.5 万元)，环比下滑约 3.49% (据 2017 年报“合并利润表”减“母公司利润表”并考虑摊销事项，拆表可得 2017Q4 苏州旭创单体约 1.72 亿元，符合公司指引范围)。近期国内同行一季度报出现不同程度下滑或亏损，多受美元汇率波动、100G 降价及 Q1 农历春节影响。公司主要客户覆盖北美，生产在中国，仍实现翻倍成长，凸显公司优秀的海外经营能力及量产管理能力。公司 2018Q1 季度毛利率 24.29%，环比上季度下滑 2.01 个 PCT。主要原因是 2017 年底 100G 产品价格大幅下降，18Q1 季度产品执行新价格，原材料使用库存仍为旧成本价。此影响为光模块行业固有的波动性，可在公司主要竞争对手 AAOI 一季度毛利变化中得到验证。预计公司二季度毛利将随库存消化回升，盈利能力逐渐恢复。

### 并表摊销等影响符合预期，不影响公司长期盈利能力

股权激励摊销、超额业绩奖励重估、并表资产评估增值摊销三大事项合计减少公司一季度合并净利润约 3584 万元，符合预期。结合 1 季报业绩预告公告，影响净利润减少项目如下：1) 股权激励费用摊销影响苏州旭创净利润 1413 万元，影响中际智能 440 万元，影响母公司 18 万元，Q1 合计减少 1871 万元；2) 超额奖励计提长期负债产生财务折现费用减少净利润约 821.95 万元；3) 合并日固定资产评估增值摊销 42 万元，无形资产评估增值摊销 1211 万元，税后影响合并净利润 940 万元。其中，根据三次定增预案，超额业绩奖励 2018 年报后结算，无形资产增值摊销因专利使用费到期大幅减少，2019 年起以上三项对利润影响逐渐变小。

### 定增 15 亿加码数通 400G 迭代及电信 5G，铜陵产线进一步扩大公司产能

公司发布定增预案，拟募集不超过 15 亿元，用于以下三项用途：1) 400G 光模块研发生产：募集 3.5 亿元用于建设，总投资 4.4 亿元，于原厂区实施，项目达产将年产 45 万只/年 400G 光模块能力。2) 安徽铜陵光模块产线：募集 8.35 亿元用于建设，总投资 11.29 亿元，由子公司铜陵旭创于安徽铜陵实施，项目达产后将形成年产 160 万只/年 100G 光模块 140 万只/年 5G 无线光模块能力。3) 补充流动资金：募集约 3.14 亿元，缓解公司资金压力，提高短期偿债能力。截至 2018/3/31，公司合并口径负债率 45.11%，流动负债占总负债 67.83%。

### “中兴事件”及中美贸易摩擦未来走势存在不确定性，但长期不影响公司基本面

旭创主要营收来自数通市场，电信市场多为低速产品毛利较低，且营收来自中兴占比较低 (2016 年 6.4%)。因此从业绩端看，公司受“中兴事件”影响有限。光模块行业全球深度融合，北美大厂均有在中国生产，未来芯片禁运范围持续扩大可能性较低。即使贸易战最终波及光模块行业，公司也存在完整的备选方案选择：定增预案披露 25G 高速激光器芯片多从日本进口 (三菱、住友、索尼等)，ICCSZ 信息显示探测器芯片台湾厂商已有所突破，电芯片国内已具备供应基础 (飞昂通讯、嘉纳海威等)。公司产品上游不存在对美国的绝对依赖，即便发生封杀，也可以顺利导入备选芯片供应商。

### 盈利预测及投资评级：

公司一季度业绩略低于预期，但对比同行业表现仍十分亮眼。定增预案出炉，100G 产能持续扩充，加码数通 400G 及电信 5G 模块生产研发，实现数通、电信两翼发展。“中兴事件”波及下公司基本面并无变化。预计公司 18-19 年合并净利润为 8.87 亿元、13.03 亿元，对应 18PE 35x，19PE 24x，维持“增持”评级。

**风险提示：**定增进展不及预期，数通 400G 及 5G 电信市场竞争格局加剧

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	131.62	2,357.08	6,690.96	8,642.90	11,419.94
增长率(%)	8.41	1690.82	183.87	29.17	32.13
EBITDA(百万元)	27.55	330.01	1,191.83	1,651.44	2,098.91
净利润(百万元)	10.05	161.51	886.97	1,303.19	1,704.42
增长率(%)	79.73	1,506.36	449.19	46.93	30.79
EPS(元/股)	0.02	0.34	1.87	2.75	3.60
市盈率(P/E)	3,063.49	190.71	34.73	23.63	18.07
市净率(P/B)	55.42	7.69	6.10	5.00	4.05
市销率(P/S)	234.01	13.07	4.60	3.56	2.70
EV/EBITDA	183.47	84.09	26.89	18.20	14.85

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	电气设备/电机
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	65.00 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	473.86
流通 A 股股本(百万股)	214.55
A 股总市值(百万元)	30,800.71
流通 A 股市值(百万元)	13,945.49
每股净资产(元)	8.81
资产负债率(%)	45.11
一年内最高/最低(元)	82.00/29.30

### 作者

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

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《中际旭创-年报点评报告:年报符合预期,100G 放量,数通龙头进入快车道》2018-04-16
- 《中际旭创-公司点评:一季度业绩符合预期,全年高速增长通道顺畅无阻》2018-04-10
- 《中际旭创-公司深度研究:旭创并表并更名为中际旭创,数通光模块新龙头浮现》2018-02-27



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	69.26	957.23	1,003.64	1,539.37	1,141.99	营业收入	131.62	2,357.08	6,690.96	8,642.90	11,419.94
应收账款	56.39	1,021.62	1,580.42	1,684.67	2,439.20	营业成本	91.40	1,725.51	4,738.96	6,128.41	8,194.05
预付账款	11.10	73.64	346.80	196.91	421.87	营业税金及附加	2.75	6.45	11.73	14.56	18.51
存货	71.61	1,969.00	2,506.68	2,600.32	4,228.05	营业费用	3.70	32.02	111.49	152.87	202.54
其他	95.63	286.28	1,984.20	363.80	2,284.11	管理费用	40.82	245.91	688.22	767.33	973.49
<b>流动资产合计</b>	<b>303.99</b>	<b>4,307.76</b>	<b>7,421.76</b>	<b>6,385.07</b>	<b>10,515.22</b>	财务费用	(1.11)	37.13	32.95	24.35	9.67
长期股权投资	22.08	25.40	25.40	25.40	25.40	资产减值损失	(0.13)	20.29	36.20	41.40	46.60
固定资产	183.77	1,162.10	1,503.64	1,875.67	2,265.98	公允价值变动收益	0.00	(109.24)	(24.76)	0.00	0.00
在建工程	1.49	109.48	185.69	231.41	258.85	投资净收益	3.39	10.99	25.00	25.00	25.00
无形资产	96.98	454.18	429.20	359.33	289.42	其他	(6.78)	182.16	(0.47)	(50.00)	(50.00)
其他	23.84	1,751.10	1,724.15	1,723.82	1,723.49	<b>营业利润</b>	<b>(2.41)</b>	<b>205.87</b>	<b>1,071.65</b>	<b>1,538.96</b>	<b>2,000.09</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>328.16</b>	<b>3,502.27</b>	<b>3,868.09</b>	<b>4,215.64</b>	<b>4,563.15</b>	营业外收入	13.37	0.41	14.00	14.00	14.00
<b>资产总计</b>	<b>632.15</b>	<b>7,810.02</b>	<b>11,289.85</b>	<b>10,600.71</b>	<b>15,078.37</b>	营业外支出	0.05	0.39	0.40	0.40	0.40
短期借款	0.00	434.44	1,398.84	300.00	936.51	<b>利润总额</b>	<b>10.91</b>	<b>205.89</b>	<b>1,085.25</b>	<b>1,552.56</b>	<b>2,013.69</b>
应付账款	23.65	1,764.45	1,957.88	2,745.59	4,400.23	所得税	0.86	44.39	198.28	249.38	309.27
其他	43.69	748.23	2,001.78	879.10	1,524.06	<b>净利润</b>	<b>10.05</b>	<b>161.51</b>	<b>886.97</b>	<b>1,303.19</b>	<b>1,704.42</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>67.34</b>	<b>2,947.12</b>	<b>5,358.50</b>	<b>3,924.69</b>	<b>6,860.80</b>	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	241.28	513.04	150.00	242.80	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>10.05</b>	<b>161.51</b>	<b>886.97</b>	<b>1,303.19</b>	<b>1,704.42</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.02	0.34	1.87	2.75	3.60
其他	9.03	615.77	369.89	369.89	369.89						
<b>非流动负债合计</b>	<b>9.03</b>	<b>857.05</b>	<b>882.93</b>	<b>519.89</b>	<b>612.69</b>						
<b>负债合计</b>	<b>76.37</b>	<b>3,804.16</b>	<b>6,241.43</b>	<b>4,444.58</b>	<b>7,473.49</b>						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
股本	216.01	473.86	473.86	473.86	473.86	<b>成长能力</b>					
资本公积	232.34	3,555.03	3,555.03	3,555.03	3,555.03	营业收入	8.41%	1690.82%	183.87%	29.17%	32.13%
留存收益	338.60	3,820.64	4,574.56	5,682.27	7,131.03	营业利润	-195.58%	-8628.86%	420.55%	43.61%	29.96%
其他	(231.17)	(3,843.67)	(3,555.03)	(3,555.03)	(3,555.03)	归属于母公司净利润	79.73%	1506.36%	449.19%	46.93%	30.79%
<b>股东权益合计</b>	<b>555.78</b>	<b>4,005.86</b>	<b>5,048.42</b>	<b>6,156.13</b>	<b>7,604.88</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>632.15</b>	<b>7,810.02</b>	<b>11,289.85</b>	<b>10,600.71</b>	<b>15,078.37</b>	毛利率	30.56%	26.79%	29.17%	29.09%	28.25%
						净利率	7.64%	6.85%	13.26%	15.08%	14.92%
						ROE	1.81%	4.03%	17.57%	21.17%	22.41%
						ROIC	-0.78%	40.56%	22.37%	20.84%	31.47%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	12.08%	48.71%	55.28%	41.93%	49.56%
						净负债率	-3.46%	0.00%	36.15%	48.40%	27.73%
						流动比率	4.51	1.46	1.39	1.63	1.53
						速动比率	3.45	0.79	0.92	0.96	0.92
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	1.90	4.37	5.14	5.29	5.54
						存货周转率	1.71	2.31	2.99	3.38	3.34
						总资产周转率	0.21	0.56	0.70	0.79	0.89
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.02	0.34	1.87	2.75	3.60
						每股经营现金流	0.07	0.09	-1.86	5.55	-0.95
						每股净资产	1.17	8.45	10.65	12.99	16.05
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	3,063.49	190.71	34.73	23.63	18.07
						市净率	55.42	7.69	6.10	5.00	4.05
						EV/EBITDA	183.47	84.09	26.89	18.20	14.85
						EV/EBIT	-1,436.06	121.37	29.01	19.22	15.51

  

现金流量表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	10.05	161.51	886.97	1,303.19	1,704.42
折旧摊销	31.22	101.56	87.23	88.12	89.16
财务费用	1.19	23.73	32.95	24.35	9.67
投资损失	(3.39)	(10.99)	(25.00)	(25.00)	(25.00)
营运资金变动	(81.87)	161.52	(1,839.54)	1,237.77	(2,227.59)
其它	76.63	(395.97)	(24.76)	(0.00)	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>33.83</b>	<b>41.36</b>	<b>(882.16)</b>	<b>2,628.43</b>	<b>(449.35)</b>
资本支出	28.49	2,658.21	725.88	436.00	437.00
长期投资	1.98	3.32	0.00	0.00	0.00
其他	(111.12)	(2,807.89)	(1,156.12)	(847.00)	(849.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(80.65)</b>	<b>(146.35)</b>	<b>(430.24)</b>	<b>(411.00)</b>	<b>(412.00)</b>
债权融资	7.28	1,021.90	2,258.06	796.19	1,525.49
股权融资	0.79	3,253.60	255.69	(24.35)	(9.67)
其他	(10.23)	(3,294.88)	(1,154.95)	(2,453.54)	(1,051.85)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2.16)</b>	<b>980.62</b>	<b>1,358.81</b>	<b>(1,681.70)</b>	<b>463.98</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(48.98)</b>	<b>875.63</b>	<b>46.41</b>	<b>535.72</b>	<b>(397.37)</b>

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