

业绩符合预期, 需求推动业绩高增长

投资要点

- **事件:** 公司发布2018年中报。**上市公司层面:** 公司实现营业收入28.3亿元, 同比增长3902.91%; 实现营业利润3.55亿元, 同比增长9666.31%; 归属于上市公司股东的净利润3.17亿元, 同比增长7884.94%。**苏州旭创方面:** 营业收入27.6亿元, 净利润3.62亿元。
- **收入利润稳健增长。收入方面:** 苏州旭创单体2018年上半年销售收入大约27.6亿元, 其中Q1收入13.7亿元, Q2收入13.9亿元。2017年下半年销售收入22亿元, 上半年17亿元左右。2018年上半年较2017年下半年销售收入增长25%左右, 同比增长60%左右。**利润方面:** 苏州旭创2018年上半年净利润3.9亿元左右(未扣除股权激励费用), 其中Q1净利润1.8亿左右, Q2净利润2.1亿左右。2018年上半年净利润环比增长16%, 同比增长40%左右。Q2净利润环比提升主要原因是Q2毛利率提升。扣除归属于苏州旭创的股权激励费用, 苏州旭创净利润约为3.62亿。合并报表层面, 扣除超额业绩奖励、资产评估形成的摊销、股权激励、导致报告期内公司合并净利润合计减少约7419万元, 归属于上市公司股东的净利润3.17亿元。
- **库存消化及降成本方案促使毛利率提升。** 在2018年一季度中, 2017年一些高成本原材料库存逐渐消化, 叠加公司降成本方案的导入以及一些替代料的导入, 2018年上半年毛利率25%左右。其中, Q1毛利率24.29%, Q2提升到25.93%。我们认为下半年毛利率有望继续维持稳健。
- **市场100G需求旺盛, 公司400G、5G前瞻布局领先。100G方面:** 近期Facebook招标CWDM4需求旺盛。明年考虑Google、Amazon以及国内阿里、腾讯放量, 100G CWDM4需求量有望翻倍增长。目前, 旭创CWDM4出货量处于全球绝对领先的位置, 受益于100G市场的整体高速增长, 占比公司收入大部分的100G业务也有望保持高速增长。**400G方面:** 目前来看明年关于400G的需求比较旺盛。主要的需求来自Google和Amazon。公司400G光模块产品位于行业前列, 目前已经为部分大客户开展小批量试产。我们认为400G业务对于旭创而言, 18年到19年将进入从收入较小到初步放量的过程, 为公司明年收入高增长形成有力的助推。**电信市场方面:** 公司的无线产品种类齐全, 3G时期就开始参与无线市场, 在pre5G、5G进展加速, 有望率先获益。
- **理性看待硅光, 目前100G还是以传统技术为主, 技术格局比较确定。** 传统的

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2357.08	6011.30	8507.50	11687.04
增长率	1690.82%	155.03%	41.53%	37.37%
归属母公司净利润(百万元)	161.51	714.00	1127.45	1639.49
增长率	1506.36%	342.09%	57.91%	45.42%
每股收益EPS(元)	0.34	1.51	2.38	3.46
净资产收益率ROE	4.03%	15.25%	19.93%	23.24%
PE	130	29	19	13
PB	5.25	4.49	3.72	2.98

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

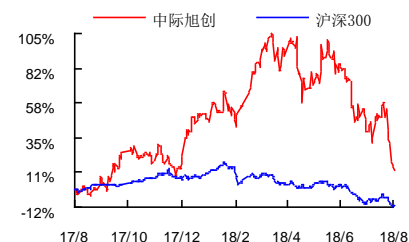
分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 程硕
电话: 010-57631190
邮箱: chengs@swsc.com.cn

联系人: 王彦龙
电话: 010-57631191
邮箱: wangyanl@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)	2.15
52周内股价区间(元)	37.41-80.0
总市值(亿元)	210.49
总资产(亿元)	81.23
每股净资产(元)	9.18

相关研究

1. 中际旭创(300308): 年报符合预期, 业绩高速增长 (2018-04-13)
2. 中际旭创(300308): 一季度业绩稳健增长, 数通光模龙头地位稳固 (2018-04-10)

100G 自由光学的方案经过多年的发展,成本与良率的控制都已经达到极高水平。100G 的硅光方案作为后进入者,在良率和成本上很难挑战传统自由光学的方案。未来在 400G 时代,硅光尤其是 500m 这个市场具有一定的优势,旭创的硅光布局主要在 400G。目前自主研发顺利,相关产品有望 2019 年推出。

- **加关税将影响尚不确定,不改公司长期逻辑。**目前全球高端光模块大部分的产能在中国,所以如果对中国加关税,意味着高端光模块整体都会价格提高。如果关税政策最终落地,最终对利润有一定的影响,但不改公司高速增长的大趋势。随着贸易战加剧,我们认为也不排除公司海外设厂的可能。
- **盈利预测与评级。**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,我们认为公司未来业绩有望保持高增长。不考虑业绩奖励摊销等费用和贸易战影响,公司 2018-2020 年净利润分别为 8.6 亿、12 亿、16.5 亿。考虑摊销及业绩奖励等费用,不考虑贸易战影响,预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 7.14 亿元、11.27 亿元、16.39 亿元。维持“买入”评级。
- **风险提示:**贸易战加剧的风险、研发进展不及预期的风险、技术迭代的风险、北美市场需求不及预期的风险、5G 市场拓展不及预期的风险、光模块产品竞争加剧的风险。



附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2357.08	6011.30	8507.50	11687.04	净利润	161.51	714.00	1127.45	1639.49
营业成本	1725.51	4451.48	6307.13	8680.46	折旧与摊销	101.56	194.29	208.40	223.63
营业税金及附加	6.45	12.02	17.02	23.37	财务费用	37.13	134.23	204.47	248.65
销售费用	32.02	87.77	121.66	164.79	资产减值损失	20.29	40.00	50.00	50.00
管理费用	245.91	462.27	534.27	677.85	经营营运资本变动	-1075.92	-3734.51	-1484.86	-2269.94
财务费用	37.13	134.23	204.47	248.65	其他	796.80	-22.65	-4.51	-7.30
资产减值损失	20.29	40.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	41.36	-2674.65	100.94	-115.46
投资收益	10.99	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2799.80	-172.00	-172.00	-172.00
公允价值变动损益	-109.24	-50.00	-40.00	-40.00	其他	2653.45	-50.00	-40.00	-40.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-146.35	-222.00	-212.00	-212.00
营业利润	205.87	773.54	1232.96	1801.92	短期借款	434.44	3057.58	718.55	1136.30
其他非经营损益	0.02	19.79	19.76	19.74	长期借款	241.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	205.89	793.33	1252.72	1821.66	股权融资	3580.54	0.00	0.00	0.00
所得税	44.39	79.33	125.27	182.17	支付股利	-2.16	-34.70	-153.40	-242.23
净利润	161.51	714.00	1127.45	1639.49	其他	-3273.47	-482.34	-204.47	-248.65
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	980.62	2540.55	360.68	645.42
归属母公司股东净利润	161.51	714.00	1127.45	1639.49	现金流量净额	868.91	-356.10	249.62	317.95
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	957.23	601.13	850.75	1168.70	成长能力				
应收和预付款项	1183.33	3368.59	4541.70	6307.76	销售收入增长率	1690.82%	155.03%	41.53%	37.37%
存货	1969.00	5218.57	7402.95	10201.02	营业利润增长率	8628.86%	275.74%	59.39%	46.15%
其他流动资产	198.20	505.47	715.37	982.73	净利润增长率	1506.36%	342.09%	57.91%	45.42%
长期股权投资	25.40	25.40	25.40	25.40	EBITDA 增长率	1143.71%	219.85%	49.34%	38.18%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1271.58	1303.10	1320.50	1322.67	毛利率	26.79%	25.95%	25.86%	25.73%
无形资产和开发支出	2170.94	2117.34	2063.75	2010.15	三费率	13.37%	11.38%	10.11%	9.34%
其他非流动资产	34.34	34.13	33.92	33.71	净利率	6.85%	11.88%	13.25%	14.03%
资产总计	7810.02	13173.74	16954.34	22052.16	ROE	4.03%	15.25%	19.93%	23.24%
短期借款	434.44	3492.02	4210.56	5346.87	ROA	2.07%	5.42%	6.65%	7.43%
应付和预收款项	1804.15	3206.67	4905.01	6970.89	ROIC	8.09%	12.96%	14.05%	16.30%
长期借款	241.28	241.28	241.28	241.28	EBITDA/销售收入	14.62%	18.33%	19.35%	19.46%
其他负债	1324.30	1550.54	1940.20	2438.58	营运能力				
负债合计	3804.16	8490.50	11297.05	14997.61	总资产周转率	0.56	0.57	0.56	0.60
股本	473.86	473.86	473.86	473.86	固定资产周转率	3.50	5.17	7.31	10.06
资本公积	3555.03	3555.03	3555.03	3555.03	应收账款周转率	4.41	3.18	2.60	2.60
留存收益	265.61	944.91	1918.95	3316.22	存货周转率	1.64	1.22	0.99	0.98
归属母公司股东权益	4005.86	4683.24	5657.28	7054.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.10%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	4005.86	4683.24	5657.28	7054.54	资产负债率	48.71%	64.45%	66.63%	68.01%
负债和股东权益合计	7810.02	13173.74	16954.34	22052.16	带息债务/总负债	17.76%	43.97%	39.41%	37.26%
					流动比率	1.46	1.27	1.29	1.32
					速动比率	0.79	0.59	0.59	0.60
					股利支付率	1.34%	4.86%	13.61%	14.77%
					每股指标				
					每股收益	0.34	1.51	2.38	3.46
					每股净资产	8.45	9.88	11.94	14.89
					每股经营现金	0.09	-5.64	0.21	-0.24
					每股股利	0.00	0.07	0.32	0.51
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	344.56	1102.06	1645.84	2274.20					
PE	130.33	29.48	18.67	12.84					
PB	5.25	4.49	3.72	2.98					
PS	8.93	3.50	2.47	1.80					
EV/EBITDA	61.18	21.91	14.96	11.18					
股息率	0.01%	0.16%	0.73%	1.15%					

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
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn