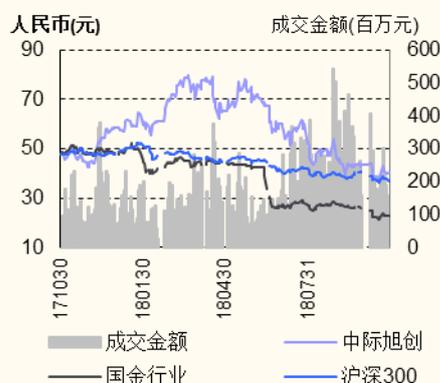


市场价格 (人民币): 40.49 元  
 目标价格 (人民币): 60.00-60.00 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	218.25
总市值 (百万元)	19,253.16
年内股价最高最低 (元)	79.95/37.95
沪深 300 指数	3076.89



相关报告

1. 《一骑绝尘，光通无限-一骑绝尘，光通无限》，2018.9.17

罗露

联系人  
luolu@gjzq.com.cn

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
tangchuan@gjzq.com.cn

## 从爆发式增长到有质量的可持续增长

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.05	0.34	1.51	2.05	3.23
每股净资产 (元)	2.57	8.45	9.95	11.98	15.20
每股经营性现金流 (元)	0.16	0.09	1.62	1.80	3.84
市盈率 (倍)	511.34	171.64	26.81	19.75	12.54
行业优化市盈率 (倍)	22.77	22.77	22.77	22.77	22.77
净利润增长率 (%)	79.73%	1506.36%	342.54%	35.65%	57.84%
净资产收益率 (%)	1.81%	4.03%	15.16%	17.07%	21.24%
总股本 (百万股)	216.01	473.86	473.86	473.86	473.86

### 事件

■ 10月29日，中际旭创发布三季报公告。2018年三季度实现营业收入13.77亿，同比增长28.85%；归母净利润1.65亿，同比增长34.52%。2018年前三季度共实现营业收入42.03亿元，同比增长268.84%；归母净利润4.81亿，同比增长281.2%。

### 经营分析

- **公司发展阶段切换，报告期内实现了有质量的高速增长。**报告期内，公司核心产品100G光模块全球市场占有率预计在35%-40%之间，在价格下滑约30%的情况下，仍实现了近30%的营收增长。2018年以来，公司经历了从2015-2017年每年营收翻番的爆发式增长阶段向平稳高速发展阶段的转型。通过提升生产自动化水平、持续优化工艺管控、控制上游材料成本等多种降本增效措施，推动公司毛利率从24%稳步回升至26%。公司加强了费用管控力度，三季度销售费用1572万，同比下降6%，财务费用1266万，同比下降39%。同时加大研发投入，三季度研发费用8022万，同比增长47%，为未来抢占新市场打下良好基础。
- **数通400G和5G光模块市场是未来2年光通信市场最大看点，公司布局领先。**报告期内，公司重点推进的400G产品实现了小批量出货，400G光模块布局处于全球领先地位。我们预计2019年全球400G出货量将达到50万只，旭创有望占据30%以上市场份额。公司5G光模块产品进展顺利，已通过了华为、中兴、大唐等所有主流设备商的认证测试。5G商用在即，我们预计电信光模块中国市场空间约为400亿，预期给旭创带来60亿以上新增收入。
- **中美贸易摩擦影响有望消除，Intel硅光冲击成为市场最大关切。**随着近期美国政府对光模块单列出口编码，公司光模块产品将不受2000亿美元产品加征关税的影响。中美贸易摩擦影响有望消除之后，投资者对硅光产品可能造成的光模块价格和市场格局影响成为最大关切。根据产业链调研，硅光产品的成熟度和良率仍有待提高，短期内不会对旭创造成重大市场份额威胁。从成本上看，现有光模块市场规模难以发挥CMOS工艺的规模效应，短期看硅光模块相对分立光模块并未体现出明显成本优势。

### 盈利调整和投资建议

■ 当前我们维持对公司的盈利预测，预计公司2018-2020年实现净利润分别为7.2/9.7/15.3亿元，EPS 1.5/2.1/3.2元，对应当前PE分别为27倍、20倍和13倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

■ 中美贸易摩擦升级；竞争加剧导致价格下跌超预期；400G光模块商用进展低于预期；ICP巨头资本开支不及预期；公司硅光产品研发进展不达预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>121</b>	<b>132</b>	<b>2,357</b>	<b>6,534</b>	<b>8,710</b>	<b>12,750</b>	货币资金	112	69	957	1,011	1,132	1,235
增长率	8.4%	1690.8%	177.2%	33.3%	46.4%		应收款项	99	82	1,110	3,007	3,574	3,972
主营业务成本	-88	-91	-1,726	-4,810	-6,388	-9,233	存货	82	72	1,969	3,624	4,288	5,059
%销售收入	72.9%	69.4%	73.2%	73.6%	73.3%	72.4%	其他流动资产	1	81	272	154	224	305
毛利	33	40	632	1,724	2,322	3,517	流动资产	295	304	4,308	7,796	9,218	10,570
%销售收入	27.1%	30.6%	26.8%	26.4%	26.7%	27.6%	%总资产	45.9%	48.1%	55.2%	62.1%	62.7%	63.3%
营业税金及附加	-1	-3	-6	-16	-22	-32	长期投资	35	37	29	29	29	29
%销售收入	0.9%	2.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	193	185	1,272	2,062	2,468	3,114
营业费用	-4	-4	-32	-88	-117	-171	%总资产	30.1%	29.3%	16.3%	16.4%	16.8%	18.7%
%销售收入	3.2%	2.8%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	无形资产	113	98	2,173	2,675	2,976	2,978
管理费用	-32	-41	-246	-676	-901	-1,320	非流动资产	347	328	3,502	4,766	5,473	6,121
%销售收入	26.1%	31.0%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	%总资产	54.1%	51.9%	44.8%	37.9%	37.3%	36.7%
息税前利润 (EBIT)	-4	-7	347	944	1,282	1,995	<b>资产总计</b>	<b>641</b>	<b>632</b>	<b>7,810</b>	<b>12,562</b>	<b>14,691</b>	<b>16,691</b>
%销售收入	n.a	n.a	14.7%	14.4%	14.7%	15.6%	短期借款	0	7	781	2,076	2,302	1,541
财务费用	3	1	-37	-79	-104	-133	应付款项	57	50	2,057	4,584	5,200	6,016
%销售收入	-2.5%	-0.8%	1.6%	1.2%	1.2%	1.0%	其他流动负债	9	10	110	293	398	667
资产减值损失	0	0	-20	0	0	0	流动负债	66	67	2,947	6,953	7,899	8,224
公允价值变动收益	0	0	-109	0	0	0	长期贷款	0	0	241	241	241	242
投资收益	4	3	11	45	56	86	其他长期负债	27	9	616	653	871	1,020
%税前利润	55.2%	31.1%	5.3%	4.9%	4.5%	4.4%	<b>负债</b>	<b>93</b>	<b>76</b>	<b>3,804</b>	<b>7,848</b>	<b>9,012</b>	<b>9,486</b>
营业利润	3	-2	206	910	1,234	1,948	<b>普通股股东权益</b>	<b>548</b>	<b>556</b>	<b>4,006</b>	<b>4,714</b>	<b>5,679</b>	<b>7,204</b>
营业利润率	2.1%	n.a	8.7%	13.9%	14.2%	15.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	4	13	0	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>641</b>	<b>632</b>	<b>7,810</b>	<b>12,562</b>	<b>14,691</b>	<b>16,691</b>
税前利润	6	11	206	910	1,234	1,948	<b>比率分析</b>						
利润率	5.2%	8.3%	8.7%	13.9%	14.2%	15.3%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-1	-1	-44	-195	-265	-418	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.2%	7.9%	21.6%	21.5%	21.5%	21.5%	每股收益	0.026	0.047	0.341	1.508	2.046	3.230
净利润	6	10	162	715	970	1,530	每股净资产	2.538	2.573	8.454	9.948	11.984	15.204
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.125	0.156	0.087	1.622	1.803	3.838
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>6</b>	<b>10</b>	<b>162</b>	<b>715</b>	<b>970</b>	<b>1,530</b>	每股股利	0.010	0.010	0.000	0.010	0.010	0.010
净利率	4.6%	7.6%	6.9%	10.9%	11.1%	12.0%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	1.02%	1.81%	4.03%	15.16%	17.07%	21.24%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	0.87%	1.59%	2.07%	5.69%	6.60%	9.17%
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	投入资本收益率	-0.59%	-1.15%	5.37%	10.54%	12.25%	17.43%
净利润	6	10	162	715	970	1,530	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	2.24%	8.41%	1690.82%	177.20%	33.30%	46.39%
非现金支出	28	31	122	132	178	232	EBIT 增长率	56.28%	90.49%	-5030.27%	171.81%	35.85%	55.61%
非经营收益	-4	-12	115	32	70	71	净利润增长率	-31.49%	79.73%	1506.36%	342.54%	35.65%	57.84%
营运资金变动	-2	4	-357	-110	-363	-15	总资产增长率	-2.20%	-1.43%	1135.46%	60.84%	16.95%	13.62%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>27</b>	<b>34</b>	<b>41</b>	<b>769</b>	<b>854</b>	<b>1,819</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-53	-13	-419	-1,419	-885	-880	应收账款周转天数	207.1	182.0	82.7	160.0	140.0	105.0
投资	31	6	23	0	0	0	存货周转天数	325.2	307.2	215.8	275.0	245.0	200.0
其他	91	-73	250	45	56	86	应付账款周转天数	43.2	45.0	149.6	225.0	193.0	145.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>68</b>	<b>-81</b>	<b>-146</b>	<b>-1,374</b>	<b>-829</b>	<b>-794</b>	固定资产周转天数	563.2	509.6	180.0	95.4	92.5	83.2
股权募资	0	0	760	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-30	0	260	764	226	-760							

其他	-3	-2	-45	-106	-131	-162	净负债/股东权益	-20.49%	-11.15%	1.61%	27.71%	24.85%	7.61%
筹资活动现金净流	-33	-2	974	659	95	-922	EBIT 利息保障倍数	1.2	6.4	9.4	12.0	12.4	15.0
现金净流量	62	-49	869	54	121	103	资产负债率	14.52%	12.08%	48.71%	62.47%	61.34%	56.84%

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	9	16	24	46
增持	1	3	6	9	19
中性	0	0	1	2	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.25	1.35	1.37	1.37

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

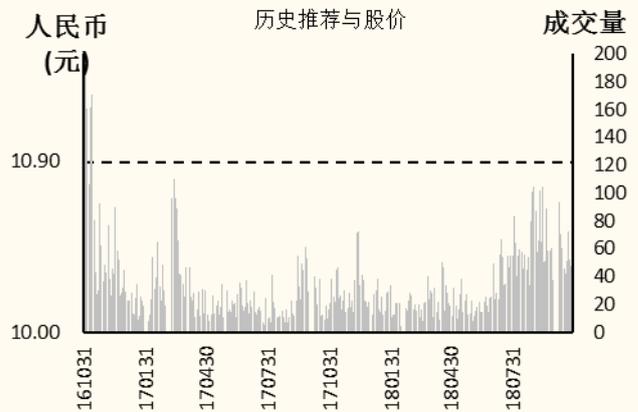
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-09-17	买入	42.94	60.00~60.00

来源：国金证券研究所



### 投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH