

业绩符合预期, 长期逻辑依旧向好

投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2018年三季度报。中际旭创前三季度实现收入42亿元, 同比增长268.8%, 实现归母净利润4.8亿元, 同比增长281.2%, 实现扣非归母净利润4.9亿元, 同比增长301.8%。第三季度实现收入13.8亿元, 同比增长28.9%, 实现归母净利润1.6亿元, 同比增长34.5%, 实现扣非归母净利润1.7亿元, 同比增长45.6%。**苏州旭创单体方面:** 前三季度实现单体净利润(扣除股权激励前)约5.94亿元, 其中第三季度约2.04亿元。
- 业绩稳健增长, 100G产品出货持续增长, 400G产品小批量出货, 促进业绩稳健增长。** 苏州旭创单体业绩层面, 在下半年产品价格调整的背景下, 继续强化数通市场优势, 巩固北美和国内客户份额, 100G订单继续保持高速增长, 400G产品小批量出货, 公司业绩依然保持强劲势头。前三季度实现单体净利润(扣除股权激励前)约5.94亿元, 其中第三季度约2.04亿元(18年第一、二季度苏州旭创单体净利润分别为1.8亿元, 2.1亿元)。我们预计第四季度旭创单体业绩有望环比同比高增长。公司合并报表层面, 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11,236万元。
- 加强减费增效管控, 随着高端产品发货加大, 叠加人民币贬值影响, 毛利率将有望持续提升。** 公司采取积极手段, 降低BOM成本、降低库存、提升良率控制费率等降本增效的手段, 叠加人民币贬值, 对冲了下半年产品价格下降的影响, **毛利率层面**, 第三季度毛利率相较于第二季度提升1.97个百分点至27.9%(18年第一、二季度毛利率分别为24.3%, 25.9%)。其中人民币贬值大约贡献1.5个百分点。未来随着400G产品出货量占比增长, 有望进一步推动毛利率提升。
- 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, 基本能够满足客户降价的节奏。未来在400G时代, 硅光方案尤其是500m这个市场具有一定的优势, 中际旭创的硅光布局主要在400G。由于整体行业来看, 400G硅光方案尚不成熟, 公司明年400G产品将首先采用传统方案。随着硅光方案成熟, 将后续采用硅光方案。目前自主硅光研发顺利, 相关产品有望2019年推出。
- 光模块产品暂免征税, 叠加5G逻辑, 公司长期逻辑依旧向好。** 目前在2000亿美元清单的前提下, 光模块产品不被征税, 市场担心有望消除。在数通市场, 19年北美大客户采购需求较为明确, 100G产品有望保持稳健增长。400G产品公司处于全球领先地位, 有望享受第一波红利, 公司做好明年大批量出货的准备。国内市场方面, 公司在国内主要大客户都取得了较大份额。同时, 在5G市场, 取得了重要客户的订单突破, 5G市场订单有望成为公司业绩重要助力。
- 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。预计公司2018-2020年归母净利润分别为6.7亿元、10.3亿元、14亿元。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。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2357.08	5858.93	8133.97	10488.13
增长率	1690.82%	148.57%	38.83%	28.94%
归属母公司净利润(百万元)	161.51	674.38	1031.44	1398.89
增长率	1506.36%	317.56%	52.95%	35.63%
每股收益EPS(元)	0.34	1.42	2.17	2.94
净资产收益率ROE	4.03%	14.36%	18.48%	20.69%
PE	119	29	19	14
PB	4.81	4.10	3.45	2.85

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

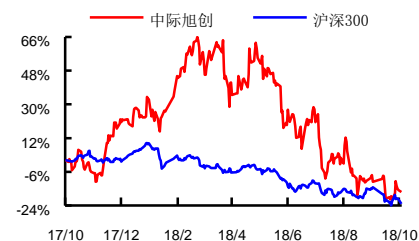
分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

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)	4.76
流通A股(亿股)	2.18
52周内股价区间(元)	37.95-80.0
总市值(亿元)	192.53
总资产(亿元)	81.23
每股净资产(元)	9.18

相关研究

- 中际旭创(300308): 三季度业绩预告符合预期, 长期逻辑依旧向好 (2018-10-15)
- 中际旭创(300308): 高管增持彰显发展信心, 公司长期逻辑依旧向好 (2018-09-11)
- 中际旭创(300308): 业绩符合预期, 需求推动业绩高速增长 (2018-08-08)

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	5858.93	8133.97	10488.13	净利润	161.51	674.38	1031.44	1398.89
营业成本	1725.51	4360.67	6077.84	7848.17	折旧与摊销	101.56	194.29	208.40	223.63
营业税金及附加	6.45	11.72	16.27	20.98	财务费用	37.13	130.94	196.45	227.72
销售费用	32.02	85.54	116.32	147.88	资产减值损失	20.29	40.00	50.00	50.00
管理费用	245.91	450.55	510.81	618.80	经营营运资本变动	-1075.92	-3616.29	-1333.34	-1659.15
财务费用	37.13	130.94	196.45	227.72	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	-2599.33	148.44	233.79
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	729.52	1126.29	1534.58	短期借款	434.44	2911.53	632.40	662.95
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	749.31	1146.04	1554.32	股权融资	3580.54	52.20	0.00	0.00
所得税	44.39	74.93	114.60	155.43	支付股利	-2.16	-34.70	-144.89	-221.60
净利润	161.51	674.38	1031.44	1398.89	其他	-3273.47	-479.04	-196.45	-227.72
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	2449.99	291.06	213.63
归属母公司股东净利润	161.51	674.38	1031.44	1398.89	现金流量净额	868.91	-371.34	227.50	235.42
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	585.89	813.40	1048.81	成长能力				
应收和预付款项	1183.33	3284.72	4345.16	5664.36	销售收入增长率	1690.82%	148.57%	38.83%	28.94%
存货	1969.00	5111.41	7132.36	9218.84	营业利润增长率	8628.86%	254.36%	54.39%	36.25%
其他流动资产	198.20	492.66	683.96	881.92	净利润增长率	1506.36%	317.56%	52.95%	35.63%
长期股权投资	25.40	25.40	25.40	25.40	EBITDA 增长率	1143.71%	206.12%	45.17%	29.70%
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%	25.57%	25.28%	25.17%
无形资产和开发支出	2170.94	2117.34	2063.75	2010.15	三费率	13.37%	11.38%	10.13%	9.48%
其他非流动资产	34.34	34.13	33.92	33.71	净利率	6.85%	11.51%	12.68%	13.34%
资产总计	7810.02	12954.66	16418.45	20205.87	ROE	4.03%	14.36%	18.48%	20.69%
短期借款	434.44	3345.97	3978.37	4641.33	ROA	2.07%	5.21%	6.28%	6.92%
应付和预收款项	1804.15	3140.12	4724.38	6299.80	ROIC	8.09%	12.42%	13.25%	14.87%
长期借款	241.28	241.28	241.28	241.28	EBITDA/销售收入	14.62%	18.00%	18.82%	18.94%
其他负债	1324.30	1531.47	1892.06	2263.81	营运能力				
负债合计	3804.16	8258.83	10836.09	13446.21	总资产周转率	0.56	0.56	0.55	0.57
股本	473.86	475.51	475.51	475.51	固定资产周转率	3.50	5.04	6.99	9.03
资本公积	3555.03	3605.58	3605.58	3605.58	应收账款周转率	4.41	3.16	2.58	2.53
留存收益	265.61	905.29	1791.84	2969.13	存货周转率	1.64	1.21	0.99	0.96
归属母公司股东权益	4005.86	4695.82	5582.37	6759.66	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	4695.82	5582.37	6759.66	资产负债率	48.71%	63.75%	66.00%	66.55%
负债和股东权益合计	7810.02	12954.66	16418.45	20205.87	带息债务/总负债	17.76%	43.44%	38.94%	36.31%
					流动比率	1.46	1.28	1.30	1.34
					速动比率	0.79	0.59	0.59	0.60
					股利支付率	1.34%	5.15%	14.05%	15.84%
					每股指标				
					每股收益	0.34	1.42	2.17	2.94
					每股净资产	8.42	9.88	11.74	14.22
					每股经营现金	0.09	-5.47	0.31	0.49
					每股股利	0.00	0.07	0.30	0.47
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	344.56	1054.75	1531.14	1985.93					
PE	119.21	28.55	18.67	13.76					
PB	4.81	4.10	3.45	2.85					
PS	8.17	3.29	2.37	1.84					
EV/EBITDA	55.78	21.07	14.78	11.61					
股息率	0.01%	0.18%	0.75%	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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn