

2018F 预报基本符合预期，相对低估的 5G 核心标的

——中际旭创（300308）点评报告

买入（上调）

日期：2019 年 01 月 29 日

事件：

日前公司发布2018年业绩预告，预计实现归属于上市公司股东的净利润为5.99-6.47亿元，同比增长271%-300%。其中全资子公司苏州旭创在扣除股权激励费用影响之前实现单体报表净利润约6.76-8.26亿元。

投资要点：

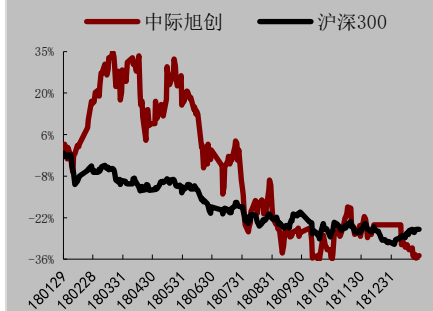
- **100G出货持续增长、400G放量在即：**基于海外数通市场对100G光模块产品的强劲需求之下，国内市场需求也在快速增长，2018年100G产品出货量增幅预计高达280%。已向海外客户交付400G产品2万支左右（出货金额1亿元，单价4800元/支测算），我们预计，2019年海外客户将放量切入400G产品，2020年后国内客户也将逐步切入，400G产品规模放量在即。
- **5G产品订单已见成效，光电芯片积极布局：**公司中标华为和中兴5G基站25G 10km级前传光模块采购最大份额。按照2019年国内5G基站出货20万站，公司占比50%，单价1000元测算，可贡献增量营收6亿元。到2021年，我们预计5G基站建设每年100万站放量，公司占比仍为50%，单价800元测算，预计每年可贡献营收24亿元。公司积极储备布局上游光电芯片领域，已和国内外多家芯片原厂形成战略合作关系，和全球最大的Foundry也已开展包括硅光在内的多项合作，公司将在市场成熟时及时推出适应市场产品，以巩固其全球光模块龙头地位。
- **相对估值洼地的5G核心标的，净利率环比不断提升：**公司主营产品作为5G建设中首先获益的主要核心环节，目前PE(TTM)估值仅为35倍，既低于5G指数成分股均值42倍，也低于中位数38倍（884224.WI，剔除PE(TTM)大于100倍和负值的异常数据），公司估值有较大的向上修复空间。在100G光模块单价承压情况下，2018年前三季度公司净利率分别为10.58%、11.22%、11.44%，环比不断提升，反映出公司在物料管控、良品提升方面的多维能力。
- **盈利预测与投资建议：**根据公司的业绩预告，全资子公司苏州旭创业绩增幅高于此前预期，因此我们将中际旭创2018年营收从前值

	2016年	2017年	2018E	2019E
营业收入(亿元)	1.32	23.57	58.55	82.25
增长比率(%)	8.41	1,690.82	148.40	40.48
净利润(亿元)	0.10	1.62	6.34	8.49
增长比率(%)	79.73	1,506.36	292.25	34.04
每股收益(元)	0.05	0.50	1.34	1.79
市盈率(倍)	476.00	117.00	28.39	21.20

基础数据

行业	通信/电气设备
公司网址	www.zhongji.cc
大股东/持股	山东中际投资控股有限公司/21.65%
实际控制人/持股	王伟修/15.35%
总股本(百万股)	475.46
流通股A股(百万股)	218.10
收盘价(元)	38.67
总市值(亿元)	179.98
流通股市值(亿元)	82.60

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019 年 01 月 29 日

相关研究

万联证券研究所 20190126_公司调研简报
_AAA_中际旭创（300308）调研简报
万联证券研究所 20181211_定增过会点评
_AAA
万联证券研究所 20181120_公司深度报告
_AAA

分析师：

缴文超

执业证书编

S0270518030001

号：

电话：

010-66060126

邮箱：

jiaowc@wlzq.com

研究助理：

徐益彬

电话：

0755-83220315

邮箱：

xuyb@wlzq.com.cn

57.75亿元上调至58.55亿元；考虑到公司未来几年还将会有固定的无形资产摊销，因此我们下调公司2018-2019年净利润为6.34亿元、8.49亿元。对应EPS分别调整为1.34元、1.79元；对应当前股价PE分别为28倍、21倍；鉴于公司100G光模块业务持续增长、400G光模块业务放量在即，5G订单已见成效，估值处于5G指数相对洼地等多方面因素，我们上调公司评级至“买入”评级。

- **风险因素：**400G光模块出货不达预期、5G建设不达预期、中美贸易战加剧，对公司产品实行加税返销。

资产负债表		单位: 百万元				利润表		单位: 百万元			
至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E	至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E		
流动资产	4308	5309	7022	9228	营业收入	2357	5855	8225	11105		
货币资金	957	1126	1092	1308	营业成本	1726	4386	6346	8528		
应收及预付	1183	1380	1947	2627	营业税金及附加	6	15	18	23		
存货	1969	2593	3752	5043	销售费用	32	55	74	94		
其他流动资产	198	210	230	250	管理费用	246	638	781	1011		
非流动资产	3502	3752	4060	4421	财务费用	37	20	15	24		
长期股权投资	25	60	60	60	资产减值损失	20	43	43	43		
固定资产	1162	1440	1777	2165	公允价值变动收益	(109)	0	0	0		
在建工程	109	159	209	259	投资净收益	11	27	27	28		
无形资产	2173	2089	2010	1933	营业利润	206	733	983	1419		
其他长期资产	32	3	3	3	营业外收入	0	0	0	0		
资产总计	7810	9062	11082	13649	营业外支出	0	0	0	0		
流动负债	2947	3433	4394	5426	利润总额	206	733	983	1419		
短期借款	434	0	0	0	所得税	44	100	134	193		
应付及预收	2165	2376	3337	4368	净利润	162	633	849	1226		
其他流动负债	348	1057	1057	1057	少数股东损益	0	0	0	0		
非流动负债	857	991	1201	1511	归属母公司净利润	162	633	849	1226		
长期借款	241	341	541	841	EBITDA	428	925	1206	1695		
应付债券	0	0	0	0	EPS (元)	0.50	1.34	1.79	2.59		
其他非流动负债	616	650	660	670							
负债合计	3804	4424	5595	6937							
股本	474	474	474	474	主要财务比率						
资本公积	3555	3555	3555	3555	至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E		
留存收益	266	899	1748	2974	成长能力						
归属母公司股东权益	4006	4637	5487	6713	营业收入	1690.8%	148.4%	40.5%	35.0%		
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润	2814.0%	256.2%	34.0%	44.4%		
负债和股东权益	7810	9062	11082	13649	归属于母公司净利润	1506.4%	292.2%	34.0%	44.4%		
					获利能力						
					毛利率	26.8%	25.1%	22.8%	23.2%		
					净利率	6.9%	10.8%	10.3%	11.0%		
					ROE	4.0%	13.7%	15.5%	18.3%		
					ROIC	6.3%	13.4%	14.5%	17.1%		
					偿债能力						
					资产负债率	48.7%	48.8%	50.5%	50.8%		
					净负债比率	1.6%	5.9%	9.2%	8.8%		
					流动比率	1.46	1.55	1.60	1.70		
					速动比率	0.77	0.74	0.68	0.70		
					营运能力						
					总资产周转率	0.56	0.69	0.82	0.90		
					应收账款周转率	4.41	6.08	6.08	6.08		
					存货周转率	1.69	1.69	1.69	1.69		
					每股指标 (元)						
					每股收益	0.50	1.34	1.79	2.59		
					每股经营现金流	0.09	0.50	0.64	1.19		
					每股净资产	8.45	9.79	11.58	14.17		
					估值比率						
					P/E	117.0	28.4	21.2	14.7		
					P/B	6.9	3.87	3.27	2.67		
					EV/EBITDA	64.8	23.3	18.1	12.9		

资料来源: Wind、万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场