天风证券 TF SECURITIES

中际旭创（300308）

证券研究报告
2019 年 04 月 06 日

100G 向 400G 升级关键节点，期待 400+5G 需求起量

事件：
公司发布 2019 年一季报预告，预计 19 年一季度实现归母净利润 8980-11170 万元，同比减少 24.41-39.23%。公司预计一季度毛利率保持稳定，预计二季度收入和利润情况有所改善。

我们点评如下：
数据中心市场正处于 100G 向 400G 技术升级的关键节点，部分客户为批量引入 400G 做前期准备，消化 100G 光模块库存，导致公司一季度 100G 收入和利润同比有所下滑，而 400G 采购尚未启动，整体业绩承压。
公司是全球数通高速光模块龙头，在主要云计算厂商份额领先。当前行业正处于 100G 向新一代 400G 光模块升级的窗口期，部分云计算厂商为后续引入 400G，在一季度逐步消化已有 100G 库存，影响 100G 整体订单规模，对公司收入和利润造成一定影响。同时，下游客户对 400G 光模块的批量采购尚未启动，未能通过 400G 放量弥补 100G 订单波动的影响，导致公司短期业绩承压。

二季度随着 100G 需求逐步回升叠加 400G 需求量逐步提升，公司业绩有望改善，下半年公司业绩有望企稳回升。
当前处于 100G 向 400G 升级的时点，但 100G 产品仍有较长生命周期，400G 产品将逐步起量，而非短时间市场需求从 100G 全面转向 400G。因此数据中心市场对 100G 需求仍然旺盛，随着部分客户 100G 库存去化到较低水平，以及其他客户 100G 需求逐步落地，预计公司 100G 产品订单仍然充足。同时，公司在 2018 年已经开始小批量出货 400G 光模块，400G 产品有望在二季度开始逐步起量，带动公司业绩改善，100G 订单回暖叠加 400G 起量，公司下半年业绩有望企稳回升。

5G 基站前传光模块实现批量出货，主要设备商客户中标份额可观，打开更广阔的长期成长空间。
2019 年 5G 建设逐步启动，公司前期在通信主要设备商的 25G 前传光模块（用于 5G 基站侧的信号传输）招标中取得良好的份额，19 年一季度已经实现批量出货，为公司切入 5G 市场打下坚实基础。随着 2020-2022 年 5G 网络建设进入高峰期，公司有望长期受益 5G 建设带来的需求增量，打开广阔的长期成长空间。

毛利率保持稳定，公司保持较强产业链地位，降本增效成效显著，在行业价格下降的大环境下维持良好的盈利能力。同时公司完成定增，进一步增强资金实力、优化财务结构，强化长期发展潜力。
公司预计 2019 年一季度整体毛利率保持稳定，在光模块行业持续降价的大环境下，公司成本控制、精细化管理等工作成效显著。同时公司完成定增，实际募资金额 15.23 亿元用于扩充 400G 研发生产以及安徽铜陵光模块产业园建设。定增完成后将置换前期先行投入的自有资金，进一步优化公司财务结构，强化公司长期发展潜力。

盈利预测与投资建议：
公司在数通光模块市场保持领先地位，同时切入 5G 前传市场获得良好份额，形成电信+数通双轮驱动。期待公司数通 100G 订单回暖，以及 400G 数通产品和 5G 无线光模块实现批量出货，推动公司业绩长期快速成长。公司技术实力、交付能力领先，管理能力突出，由于部分客户消化库存以及 400G 等产品尚未批量出货，公司高速数通产品出货量略低于前期预期，将公司 18-20 年归母净利润分别从 6.3、8.3、11.2 亿元调整至 6.2、7.0、10.6 亿元，对应 19 年 37 倍、20 年 25 倍市盈率，给予公司“增持”评级。

风险提示：资本开支低于预期、贸易战风险、技术研发风险

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持（调低评级）
当前价格	55.23 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	475.46
流通 A 股股本(百万股)	218.10
A 股总市值(百万元)	26,259.42
流通 A 股市值(百万元)	12,045.53
每股净资产(元)	9.54
资产负债率(%)	43.13
一年内最高/最低(元)	82.00/36.25

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com
姜佳汛 联系人
jiangjiaxun@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《中际旭创-季报点评:业绩持续高增长，云计算+5G 打开长期成长空间》2018-10-31
2 《中际旭创-公司点评:业绩持续高增长毛利率稳步回升，长期竞争力突显》2018-10-14
3 《中际旭创-公司点评:董事长和总裁增持彰显长期信心，看好公司核心竞争优势》2018-09-11

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	131.62	2,357.08	5,275.38	5,397.24	7,086.78
增长率(%)	8.41	1690.82	123.81	2.31	31.30
EBITDA(百万元)	27.55	330.01	870.10	980.39	1,352.92
净利润(百万元)	10.05	161.51	621.80	704.15	1,055.57
增长率(%)	79.73	1,506.36	285.00	13.24	49.91
EPS(元/股)	0.02	0.34	1.31	1.48	2.22
市盈率(P/E)	2,611.80	162.59	42.23	37.29	24.88
市净率(P/B)	47.25	6.56	5.41	4.80	4.09
市销率(P/S)	199.51	11.14	4.98	4.87	3.71
EV/EBITDA	183.47	84.09	28.54	26.34	18.07

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	69.26	957.23	2,213.64	2,158.90	2,834.71
应收账款	56.39	1,021.62	736.84	912.31	1,253.09
预付账款	11.10	73.64	111.16	72.37	165.88
存货	71.61	1,969.00	1,469.04	1,769.70	2,434.64
其他	95.63	286.28	301.45	275.83	348.38
流动资产合计	**303.99**	**4,307.76**	**4,832.13**	**5,189.12**	**7,036.70**
长期股权投资	22.08	25.40	25.40	25.40	25.40
固定资产	183.77	1,162.10	1,681.31	2,289.10	2,880.33
在建工程	1.49	109.48	203.79	249.52	251.81
无形资产	96.98	454.18	429.20	388.28	315.87
其他	23.84	1,751.10	1,724.15	1,723.82	1,723.49
非流动资产合计	**328.16**	**3,502.27**	**4,063.86**	**4,676.12**	**5,196.90**
资产总计	**632.15**	**7,810.02**	**8,895.99**	**9,865.24**	**12,233.60**
短期借款	0.00	434.44	300.00	1,073.26	536.16
应付账款	23.65	1,764.45	2,447.14	1,979.14	3,766.79
其他	43.69	748.23	779.46	654.05	995.11
流动负债合计	**67.34**	**2,947.12**	**3,526.60**	**3,706.44**	**5,298.06**
长期借款	0.00	241.28	150.00	312.71	150.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	9.03	615.77	369.89	369.89	369.89
非流动负债合计	**9.03**	**857.05**	**519.89**	**682.60**	**519.89**
负债合计	**76.37**	**3,804.16**	**4,046.49**	**4,389.05**	**5,817.95**
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	216.01	473.86	475.46	475.46	475.46
资本公积	232.34	3,555.03	3,555.03	3,555.03	3,555.03
留存收益	338.60	3,820.64	4,374.05	5,000.74	5,940.19
其他	(231.17)	(3,843.67)	(3,555.03)	(3,555.03)	(3,555.03)
股东权益合计	**555.78**	**4,005.86**	**4,849.50**	**5,476.19**	**6,415.65**
负债和股东权益总	**632.15**	**7,810.02**	**8,895.99**	**9,865.24**	**12,233.60**

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**131.62**	**2,357.08**	**5,275.38**	**5,397.24**	**7,086.78**
营业成本	91.40	1,725.51	3,867.78	3,886.49	5,045.21
营业税金及附加	2.75	6.45	11.68	12.38	16.21
营业费用	3.70	32.02	46.62	58.02	83.30
管理费用	40.82	245.91	552.09	537.46	665.93
财务费用	(1.11)	37.13	35.38	44.95	13.19
资产减值损失	(0.13)	20.29	36.20	41.40	43.60
公允价值变动收益	0.00	(109.24)	(4.96)	0.00	0.00
投资净收益	3.39	10.99	22.60	21.50	21.50
其他	(6.78)	182.16	(35.28)	(43.00)	(43.00)
营业利润	**(2.41)**	**205.87**	**743.26**	**838.04**	**1,240.84**
营业外收入	13.37	0.41	15.60	16.00	17.00
营业外支出	0.05	0.39	0.40	0.40	0.40
利润总额	**10.91**	**205.89**	**758.46**	**853.64**	**1,257.44**
所得税	0.86	44.39	136.66	149.49	201.86
净利润	**10.05**	**161.51**	**621.80**	**704.15**	**1,055.57**
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	**10.05**	**161.51**	**621.80**	**704.15**	**1,055.57**
每股收益（元）	0.02	0.34	1.31	1.48	2.22

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	10.05	161.51	621.80	704.15	1,055.57
折旧摊销	31.22	101.56	91.46	97.41	98.89
财务费用	1.19	23.73	35.38	44.95	13.19
投资损失	(3.39)	(10.99)	(22.60)	(21.50)	(21.50)
营运资金变动	(81.87)	161.52	1,227.02	(1,004.81)	957.27
其它	76.63	(395.97)	(4.96)	(0.00)	0.00
经营活动现金流	**33.83**	**41.36**	**1,948.10**	**(179.81)**	**2,103.43**
资本支出	28.49	2,658.21	925.88	710.00	620.00
长期投资	1.98	3.32	0.00	0.00	0.00
其他	(111.12)	(2,807.89)	(1,578.32)	(1,398.50)	(1,218.50)
投资活动现金流	**(80.65)**	**(146.35)**	**(652.44)**	**(688.50)**	**(598.50)**
债权融资	7.28	1,021.90	796.19	1,732.16	1,032.35
股权融资	0.79	3,253.60	254.86	(44.95)	(13.19)
其他	(10.23)	(3,294.88)	(1,090.30)	(873.64)	(1,848.27)
筹资活动现金流	**(2.16)**	**980.62**	**(39.25)**	**813.56**	**(829.12)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(48.98)**	**875.63**	**1,256.41**	**(54.75)**	**675.82**

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	8.41%	1690.82%	123.81%	2.31%	31.30%
营业利润	-195.58%	-8628.86%	261.04%	12.75%	48.06%
归属于母公司净利润	79.73%	1506.36%	285.00%	13.24%	49.91%
获利能力					
毛利率	30.56%	26.79%	26.68%	27.99%	28.81%
净利率	7.64%	6.85%	11.79%	13.05%	14.89%
ROE	1.81%	4.03%	12.82%	12.86%	16.45%
ROIC	-0.78%	40.56%	15.82%	21.27%	20.88%
偿债能力					
资产负债率	12.08%	48.71%	45.49%	44.49%	47.56%
净负债率	-3.46%	0.00%	37.63%	18.93%	7.76%
流动比率	4.51	1.46	1.37	1.40	1.33
速动比率	3.45	0.79	0.95	0.92	0.87
营运能力					
应收账款周转率	1.90	4.37	6.00	6.55	6.55
存货周转率	1.71	2.31	3.07	3.33	3.37
总资产周转率	0.21	0.56	0.63	0.58	0.64
每股指标（元）					
每股收益	0.02	0.34	1.31	1.48	2.22
每股经营现金流	0.07	0.09	4.10	-0.38	4.42
每股净资产	1.17	8.43	10.20	11.52	13.49
估值比率					
市盈率	2,611.80	162.59	42.23	37.29	24.88
市净率	47.25	6.56	5.41	4.80	4.09
EV/EBITDA	183.47	84.09	28.54	26.34	18.07
EV/EBIT	-1,436.06	121.37	31.89	29.25	19.50

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com