

2019年04月24日

中际旭创 (300308.SZ)

公司快报

机械 | 其他专用机械 III

投资评级

买入-A(维持)

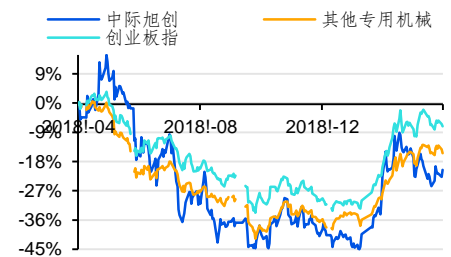
股价(2019-04-23)

54.40 元

交易数据

总市值(百万元)	27,734.96
流通市值(百万元)	11,845.86
总股本(百万股)	509.83
流通股本(百万股)	217.75
12个月价格区间	36.25/79.64 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.03	7.64	-16.25
绝对收益	-7.62	42.22	-18.57

分析师

 蔡景彦
 SAC 执业证书编号: S0910516110001
 caijingyan@huajinsec.cn
 021-20377068

报告联系人

 胡朗
 hulang@huajinsec.cn
 021-20377062

相关报告

中际旭创: 盈利能力进一步提升, 400G 数通与 5G 产品前景可期 2019-02-25

中际旭创: 旭创科技收购预案成功过会, A 股市场高速光模块受益稀缺标的 2017-03-09

中际旭创: 拟收购苏州旭创, 进军光通信模块市场 2016-10-18

中际旭创: 产品升级和多元布局筑基, 外延式扩张可期 2015-05-24

【事件】2019年4月23日, 公司发布2018年年报及2019年一季报。2018年公司实现: 主营业务收入51.56亿元, 同比增长118.76%, 归母净利润6.23亿元, 同比上升285.82%。2019年Q1, 公司实现: 主营业务收入87564.68万元, 较去年同期减少37.39%; 归母净利润9,949.99万元, 较去年同期减少32.66%, Q1业绩下滑主要是公司部分客户消耗库存暂时推迟了100G高速光通信模块产品的采购; 另外, 部分客户决策全年采购计划较晚, 未在报告期内批量下单, 使得公司单季度业绩出现短暂回落。

◆ **高速数通光模块龙头地位稳固:** 2018年公司高端光通信收发模块实现收入49.98亿元, 其中25G/100G/400G光模块收入37.49亿, 占总收入72.71%。2018年全球大型数据中心叶脊拓扑网络架构主流配置的100G光模块需求较上年保持较大增长。苏州旭创的100G系列产品以高性价比的产品解决方案和快速批量交付能力获得了北美大客户的高度认可, 进而在2018年竞争加剧的背景下进一步巩固了市场份额, 继续保持在行业的领先优势。同时公司400G产品已经向重点客户小批量交付, 产品能力保持全球领先, 有望在400G时代继续获得市场大份额。

◆ **降本增效成果显著:** 面对激烈的市场竞争, 苏州旭创采取了严控成本和制费、努力提升良率、自动化率和生产效率等多项降本增效措施, 并取得了显著的效果, 为保持在市场的竞争力和取得业绩的增长提供了有力的支持。2018年公司高端光通信收发模块毛利率为27.21%, 同比提升1.01个百分点, 主要是其中25G/100G/400G光模块毛利率同比提升5.75个百分点至28.16%。2019年Q1尽管行业需求放缓, 公司业务毛利率依然保持在28.11%的相对高位。

◆ **顺利切入5G无线市场:** 2018年, 在取得国内通信主设备商的5G产品认证和代码后, 苏州旭创在初启的国内5G无线市场取得突破, 在针对2019年的5G招标中均取得了良好份额。2019年Q1, 公司5G前传产品也已开始批量交付。此外公司继续深入布局5G无线市场, 并形成覆盖前传、中传、回传的全面的5G基站光模块产品系列。随着5G订单逐步起量将给公司2019年及中长期收入带来新的增长点。

◆ **期待行业回暖, 看好中长期400G+5G增量空间:** 基于北美客户最新网络设计及链接计划, 预计数通100G产品需求将逐步回暖, 影响公司业绩短期因素有望缓解, 同时, 中长期400G和5G市场将为公司带来增量空间。我们预测公司2019-2021年EPS为1.43、2.11和2.85元, 对应PE38、26、19倍, 参考同行业公司目前估值水平, 维持买入-A。

◆ **风险提示:** 100G数通需求恢复不及预期; 400G、5G需求不及预期; 公司在主要客户份额下降。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	2,357.1	5,156.3	5,825.8	7,368.6	9,502.8
同比增长(%)	1690.8%	118.8%	13.0%	26.5%	29.0%
营业利润(百万元)	205.9	681.9	809.4	1,208.4	1,630.2
同比增长(%)	-8628.9%	231.2%	18.7%	49.3%	34.9%
净利润(百万元)	161.5	623.1	730.2	1,078.1	1,453.6
同比增长(%)	1506.4%	285.8%	17.2%	47.6%	34.8%
每股收益(元)	0.32	1.22	1.43	2.11	2.85
PE	171.7	44.5	38.0	25.7	19.1
PB	6.9	5.8	4.9	4.3	3.6

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,357.1	5,156.3	5,825.8	7,368.6	9,502.8	年增长率					
减:营业成本	1,725.5	3,750.0	4,237.4	5,257.1	6,833.3	营业收入增长率	1690.8	118.8%	13.0%	26.5%	29.0%
营业税费	6.4	10.2	51.3	86.6	112.5	营业利润增长率	-8628.9	231.2%	18.7%	49.3%	34.9%
销售费用	32.0	60.2	64.1	70.0	71.3	净利润增长率	1506.4	285.8%	17.2%	47.6%	34.8%
管理费用	245.9	253.3	600.1	700.0	826.7	EBITDA 增长率	1097.7	214.4%	-0.6%	39.1%	29.6%
财务费用	37.1	79.2	13.6	-3.5	-21.2	EBIT 增长率	-6595.5	353.7%	-20.7%	46.4%	33.5%
资产减值损失	20.3	66.0	60.0	60.0	60.0	NOPLAT 增长率	-5976.1	258.0%	7.3%	46.4%	33.5%
加:公允价值变动收益	-109.2	14.2	-	-	-	投资资本增长率	758.8%	33.4%	-5.3%	-1.7%	9.1%
投资和汇兑收益	11.0	6.6	10.0	10.0	10.0	净资产增长率	620.8%	19.2%	18.1%	15.5%	18.3%
营业利润	205.9	681.9	809.4	1,208.4	1,630.2	盈利能力					
加:营业外净收支	0.0	13.1	11.0	3.0	3.0	毛利率	26.8%	27.3%	27.3%	28.7%	28.1%
利润总额	205.9	695.0	820.4	1,211.4	1,633.2	营业利润率	8.7%	13.2%	13.9%	16.4%	17.2%
减:所得税	44.4	71.8	90.2	133.3	179.7	净利润率	6.9%	12.1%	12.5%	14.6%	15.3%
净利润	161.5	623.1	730.2	1,078.1	1,453.6	EBITDA/营业收入	14.0%	20.1%	17.7%	19.5%	19.6%
						EBIT/营业收入	9.7%	20.1%	14.1%	16.4%	16.9%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	48.7%	40.9%	37.9%	34.0%	32.5%
货币资金	957.2	1,041.2	1,165.2	1,627.1	2,412.6	负债权益比	95.0%	69.2%	61.1%	51.6%	48.1%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.46	1.45	1.70	2.01	2.25
应收帐款	1,021.6	840.1	1,101.8	1,354.4	1,549.3	速动比率	0.79	0.71	0.92	1.13	1.39
应收票据	88.1	40.4	186.2	141.3	281.0	利息保障倍数	6.16	13.10	60.68	-348.06	-75.87
预付帐款	73.6	54.6	157.3	76.3	227.4	营运能力					
存货	1,969.0	2,119.0	2,353.8	2,611.2	2,893.4	固定资产周转天数	103	93	95	80	65
其他流动资产	198.2	62.9	187.0	130.0	145.0	流动营业资本周转天数	104	101	102	76	66
可供出售金融资产	-	-	5.0	1.7	2.2	流动资产周转天数	352	296	288	271	255
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	82	65	60	60	55
长期股权投资	25.4	102.5	102.5	102.5	102.5	存货周转天数	156	143	138	121	104
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	645	555	530	463	403
固定资产	1,162.1	1,496.6	1,588.9	1,679.9	1,745.9	投资资本周转天数	344	329	324	247	199
在建工程	109.5	148.1	160.3	152.2	137.8	费用率					
无形资产	454.2	383.8	331.1	248.3	165.5	销售费用率	1.4%	1.2%	1.1%	1.0%	0.8%
其他非流动资产	1,751.1	1,791.1	1,745.2	1,745.1	1,745.3	管理费用率	10.4%	4.9%	10.3%	9.5%	8.7%
资产总额	7,810.0	8,080.2	9,084.3	9,870.0	11,408.0	财务费用率	1.6%	1.5%	0.2%	0.0%	-0.2%
短期债务	434.4	389.8	539.6	-	-	三费/营业收入	13.4%	7.6%	11.6%	10.4%	9.2%
应付帐款	1,764.5	801.6	1,646.7	2,091.7	2,084.2	投资回报率					
应付票据	270.4	140.3	212.8	312.9	522.2	ROE	4.0%	13.0%	12.9%	16.6%	18.9%
其他流动负债	477.9	1,535.8	630.4	554.3	725.4	ROA	2.1%	7.7%	8.0%	10.9%	12.7%
长期借款	241.3	269.5	-	-	-	ROIC	40.6%	16.9%	13.6%	21.0%	28.6%
其他非流动负债	615.8	166.7	416.0	400.0	371.2	分红指标					
负债总额	3,804.2	3,303.7	3,445.5	3,359.0	3,703.0	DPS(元)	0.04	0.11	0.34	0.40	0.51
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	11.1%	9.4%	23.7%	18.8%	17.9%
股本	473.9	475.5	509.8	509.8	509.8	股息收益率	0.1%	0.2%	0.6%	0.7%	0.9%
留存收益	3,820.6	4,567.2	5,129.0	6,001.2	7,195.1						
股东权益	4,005.9	4,776.5	5,638.8	6,511.0	7,705.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	161.5	-	730.2	1,078.1	1,453.6	EPS(元)	0.32	1.22	1.43	2.11	2.85
加:折旧和摊销	101.6	-	208.2	229.9	251.2	BVPS(元)	7.86	9.37	11.06	12.77	15.11
资产减值准备	20.3	-	-	-	-	PE(X)	171.7	44.5	38.0	25.7	19.1
公允价值变动损失	109.2	-	-	-	-	PB(X)	6.9	5.8	4.9	4.3	3.6
财务费用	23.7	-	13.6	-3.5	-21.2	P/FCF	-11.6	-1,175.	-565.1	41.7	26.5
投资损失	-11.0	-	-10.0	-10.0	-10.0	P/S	11.8	5.4	4.8	3.8	2.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	78.2	25.5	26.4	18.3	13.7
营运资金的变动	161.5	7.0	382.7	86.9	-489.0	CAGR(%)	88.3%	32.6%	317.2%	88.3%	32.6%
经营活动产生现金流量	41.4	660.0	1,324.7	1,381.4	1,184.5	PEG	1.9	1.4	0.1	0.3	0.6
投资活动产生现金流量	-146.4	-673.1	-255.0	-216.7	-210.6	ROIC/WACC	3.9	1.6	1.3	2.0	2.8
融资活动产生现金流量	980.6	137.0	-945.7	-702.9	-188.5						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级:

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

分析师声明

蔡景彦声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com