

证券研究报告

公司研究——年报点评

中际旭创（300308.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2019.3.8

蔡靖 行业分析师

执业编号：S1500518060001
 联系电话：+86 10 83326728
 邮箱：caijing@cindasc.com

边铁城 行业分析师

执业编号：S1500510120018
 联系电话：+86 10 83326712
 邮箱：biantiecheng@cindasc.com

袁海宇 行业分析师

执业编号：S1500518110001
 联系电话：+86 10 83326726
 邮箱：yuanhaiyu@cindasc.com

王佐玉 研究助理

联系电话：+86 10 83326723
 邮箱：wangzuoyu@cindasc.com

相关研究

《中际旭创(300308)-光模块龙头优势明显，步入数据中心和 5G 成长快车道》19.03

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
 邮编：100031

并表带来业绩高增长，短期下滑不影响公司长期向上趋势

2019 年 4 月 25 日

事件：2019 年 4 月 23 日中际旭创发布 2018 年年度报告，2018 年全年实现营收 51.56 亿元，同比增长 118.76%；归属母公司股东净利润为 6.23 亿元，同比上涨 285.82%。同时公司发布了 2019 年一季度报告，2019 年 Q1 公司实现营业收入 8.76 亿元，较去年同期减少 37.39%，实现归母净利润 0.99 亿元，较去年同期减少 32.66%。

点评：

- **2018 年并表苏州旭创全年业绩带来高速增长。**公司 2018 年营收和利润保持快速增长，主要原因是 2017 年只并表了苏州旭创半年的收入。苏州旭创 2018 年完成净利润 6.6 亿元，较上年同期增加了 12.45%，大幅超额完成业绩承诺。公司高端 25G/100G/400G 光模块毛利率上升了 5.75 个百分点，主要因为公司聚焦高端光模块，产品结构优化，以及芯片等原料价格下降所致。
- **客户消化库存导致业绩下滑，400G 光模块起量将带动公司重回增长。**2019 年一季度业绩下滑的原因是部分客户消化 100G 库存，采购计划较晚所致。展望 2019 年，100G 光模块价格较 2018 年有所下降，而需求数量保持平稳，对公司上半年业务可能造成一定影响。而 2019 年下半年 400G 光模块需求将起量，包括 Arista，思科和谷歌等国外公司的需求将达到 50 万只，公司业绩有望得到拉动。根据 Ovum 的预测，从 2019 年到 2023 年 400G 光模块市场的 CAGR 将高达 221%，公司在研发和量产方面保持了领先优势，最早量产并批量出货 400G 光模块，未来将抢占先机，在产品生命周期的初期获得较高利润。
- **在 5G 电信市场取得收获，有望形成新业务驱动。**2020 年 5G 就将大规模开始建设，光模块市场弹性较大。苏州旭创借助数通市场积累的高速光模块的技术经验，在 5G 市场深入布局，并形成全面的 5G 基站光模块产品系列。2019 年的 5G 光模块招标，公司在各客户均取得了良好份额。同时，公司定增募投项目将完善公司 5G 电信光模块，100G 和 400G 数通光模块产能，为公司继续扩大市场打下基础。
- **盈利预测及评级：**由于 100G 光模块的价格下跌，市场放缓，我们下调公司 2019-2021 年摊薄每股收益分别为 1.38 元、1.99 元、2.49 元。基于公司在 400G 领域处于领先地位，5G 市场需求即将打开，因此维持公司“增持”评级。
- **风险因素：**运营商 5G 建设不如预期的风险，中美贸易摩擦风险，数据中心光模块需求放缓风险。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	2,357.08	5,156.31	6,054.77	8,019.00	10,091.03
增长率 YoY %	1690.82%	118.76%	17.42%	32.44%	25.84%
归属母公司净利润(百万元)	161.51	623.12	704.91	1,016.25	1,267.49
增长率 YoY%	1506.36%	285.82%	13.13%	44.17%	24.72%
毛利率%	26.79%	27.27%	27.13%	27.28%	27.37%
净资产收益率 ROE%	7.08%	14.19%	12.03%	13.63%	14.75%
EPS(摊薄)(元)	0.32	1.22	1.38	1.99	2.49
市盈率 P/E(倍)	179	46	41	28	23
市净率 P/B(倍)	7.20	6.04	4.15	3.62	3.13

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2019 年 4 月 24 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,307.76	4,158.11	5,817.09	6,487.87	7,467.22
货币资金	957.23	1,041.18	2,163.11	1,675.81	1,433.39
应收票据	88.08	40.37	47.41	62.79	79.01
应收账款	1,012.57	840.11	986.49	1,306.52	1,644.11
预付账款	73.64	54.55	64.18	84.83	106.61
存货	1,969.00	2,118.97	2,492.98	3,295.01	4,141.18
其他	207.25	62.92	62.92	62.92	62.92
非流动资产	3,502.27	3,922.09	4,602.38	5,313.12	5,986.64
长期股权投资	25.40	102.52	102.52	102.52	102.52
固定资产(合计)	1,162.10	1,496.56	1,654.43	2,313.61	2,930.51
无形资产	454.18	383.85	459.69	565.57	578.62
其他	1,860.59	1,939.17	2,385.74	2,331.42	2,374.99
资产总计	7,810.02	8,080.20	10,419.47	11,800.99	13,453.86
流动负债	2,947.12	2,867.52	3,037.78	3,403.05	3,788.42
短期借款	434.44	389.80	389.80	389.80	389.80
应付票据	270.36	140.35	165.12	218.24	274.28
应付账款	1,403.62	801.59	943.07	1,246.47	1,566.57
其他	838.70	1,535.78	1,539.79	1,548.54	1,557.77
非流动负债	857.05	436.20	436.20	436.20	436.20
长期借款	241.28	269.51	269.51	269.51	269.51
其他	615.77	166.69	166.69	166.69	166.69
负债合计	3,804.16	3,303.72	3,473.98	3,839.25	4,224.62
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	4,005.86	4,776.48	6,945.49	7,961.75	9,229.24
负债和股东权益	7,810.02	8,080.20	10,419.47	11,800.99	13,453.86

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,357.08	5,156.31	6,054.77	8,019.00	10,091.03
同比(%)	1690.82%	118.76%	17.42%	32.44%	25.84%
归属母公司净利润	161.51	623.12	704.91	1,016.25	1,267.49
同比(%)	1506.36%	285.82%	13.13%	44.17%	24.72%
毛利率(%)	26.79%	27.27%	27.13%	27.28%	27.37%
ROE%	7.08%	14.19%	12.03%	13.63%	14.75%
EPS(摊薄)(元)	0.32	1.22	1.38	1.99	2.49
P/E	179	46	41	28	23
P/B	7.20	6.04	4.15	3.62	3.13
EV/EBITDA	80.92	28.22	26.88	19.31	15.45

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,357.08	5,156.31	6,054.77	8,019.00	10,091.03
营业成本	1,725.51	3,749.97	4,411.85	5,831.20	7,328.68
营业税金及附加	6.45	10.18	11.96	15.84	19.93
销售费用	32.02	60.23	70.73	93.67	117.88
管理费用	245.91	253.35	297.49	353.91	445.35
研发费用	0.00	309.47	363.40	441.19	555.19
财务费用	37.13	79.21	65.36	69.25	82.95
减值损失合计	20.29	66.02	45.13	65.34	95.38
投资净收益	10.99	6.65	7.01	8.22	7.29
其他	-94.90	47.37	24.64	28.90	26.77
营业利润	205.87	681.89	820.50	1,185.71	1,479.74
营业外收支	0.02	13.06	8.80	9.88	11.43
利润总额	205.89	694.95	829.31	1,195.59	1,491.16
所得税	44.39	71.84	124.40	179.34	223.67
净利润	161.51	623.12	704.91	1,016.25	1,267.49
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	161.51	623.12	704.91	1,016.25	1,267.49
EBITDA	331.18	977.48	1,095.79	1,525.76	1,906.53
EPS(当年)(元)	0.34	1.31	1.38	1.99	2.49

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	41.36	660.01	587.71	532.49	821.77
净利润	161.51	623.12	704.91	1,016.25	1,267.49
折旧摊销	101.56	203.32	226.93	290.61	375.81
财务费用	23.73	79.20	39.56	39.56	39.56
投资损失	-10.99	-6.65	-7.01	-8.22	-7.29
营运资金变动	-392.80	-473.15	-411.93	-858.15	-931.78
其它	158.35	234.17	35.26	52.43	77.98
投资活动现金流	-146.35	-673.08	-890.32	-980.23	-1,024.64
资本支出	-419.23	-602.61	-897.33	-988.44	-1,031.93
长期投资	26.82	1.58	7.01	8.22	7.29
其他	246.06	-72.05	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	980.62	136.98	1,424.55	-39.56	-39.56
吸收投资	759.56	52.05	1,522.58	0.00	0.00
借款	259.67	150.92	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	20.85	65.27	98.04	39.56	39.56
现金流净增加额	868.91	138.71	1,121.93	-487.30	-242.43

研究团队简介

边铁城，工商管理硕士，曾从事软件开发、PC 产品管理等工作，IT 从业经验八年。2007 年加入信达证券，从事计算机、电子元器件行业研究。

蔡靖，北京大学工商管理硕士，曾经从事手机研发，实验室管理等工作，IT 从业经验八年。2015 年加入信达证券，从事计算机行业研究。

袁海宇，北京大学物理学学士、凝聚态物理专业硕士，2016 年加入信达证券，从事计算机行业研究。

王佐玉，北京外国语大学金融硕士。2017 年加入信达证券，从事电子行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。