

## 需求短期波动导致业绩承压,不改长期向好趋势,业绩将步入回暖周期

### 投资要点

- **事件:** 7月14日公司发布2019年H1业绩预告,预计上半年实现归母净利润1.9亿元-2.3亿元,同比减少28.1%-41.0%。苏州旭创单体方面(扣除股权激励费用前)实现净利润约为2.3亿元-2.8亿元。
- **受客户采购节奏影响,2019上半年利润同比下滑。**根据业绩预告显示,中际旭创上半年实现归母净利润1.9亿元-2.3亿元,同比减少28.1%-41.0%。归母净利润下滑主要是公司在收入侧由于部分客户因消耗库存暂时推迟了100G产品的采购,另有部分客户2019年度招标采购流程延至一季度完成,因而订单未在年初批量下达。2018年上半年毛利率25%,19Q1毛利率为28%,**2019上半年毛利率方面基本保持稳定**,说明公司在产品降价的背景下,降本增效和优化产品结构效果明显,我们认为公司保持了较强产业链地位及较高的盈利能力。
- **分季度看,2019年Q2公司业绩拐点或已现,开始步入回暖周期。**按季度分拆来看,2018年Q1-2019年Q2每季度苏州旭创单体利润(扣除股权激励前)分别为1.8亿元、2.1亿元、2.04亿元、1.6亿元、1.2亿元、1.33亿元。苏州旭创单体利润(扣除股权激励前)2019Q2环比2019年Q1增长约为10%。由于2019年Q2公司进一步加大研发投入,公司研发费用占比较2019Q1有所提高,实际收入环比增速高于利润增速。公司Q2销售收入和净利润较Q1环比有了稳步提升,主要由于部分重点客户在二季度对公司100G等产品的需求开始增长,公司最新的400G产品在Q2出货量相比Q1开始逐步提升,以及5G前传产品实现持续批量交付。
- **100G产品需求量上涨有望持续,400G需求也将逐步释放。**根据Lightcounting的数据,目前100G产品需求量仍有望保持增长,云计算厂商如Facebook计划在他们的下一代网络架构中继续使用100G,目前100G产品技术格局已经趋于稳定,公司将延续在100G自由光学的方案上的绝对优势,成本、良率、产能等多方面匹配大客户的需求。400G产品小批量出货,需求逐步开始释放。公司400G产品也走在前列,将首先采用传统方案,后续采用硅光方案,相关产品有望今年推出,下半年400G产品逐步起量,能够及时满足未来客户对400G的需求。公司在高速光模块市场的领先优势将继续保持。
- **5G基站侧前传光模块批量出货,进入主要主设备商,长期助力业绩长期发展。**随着5G建设逐步展开,公司在主流设备商基站前传光模块招标中获得了较好份额,已经实现批量出货,为公司切入电信市场奠定了良好基础。未来2-3年是5G建设高峰期,公司在数通市场累积的技术优势以及在前传招标中的良好开端,未来5G时期对电信级光模块的旺盛需求有望成为公司业绩的长期助力。
- **盈利预测与投资建议。**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2019-2021年归母净利润分别为6.5亿元、9.5亿元、11.1亿元。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、云计算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	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5156.31	5237.43	6787.43	8162.80
增长率	118.76%	1.57%	29.59%	20.26%
归属母公司净利润(百万元)	623.12	651.03	945.98	1113.12
增长率	285.82%	4.48%	45.31%	17.67%
每股收益EPS(元)	0.87	0.91	1.33	1.56
净资产收益率ROE	13.05%	9.47%	12.20%	12.71%
PE	36	35	24	20
PB	4.71	3.27	2.90	2.57

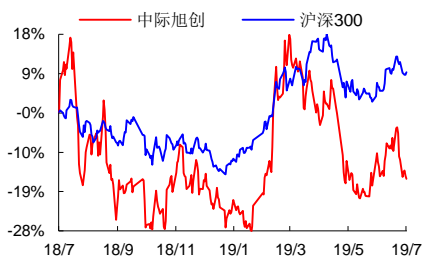
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 程硕  
执业证号: S1250519060001  
电话: 010-58251911  
邮箱: chengs@swsc.com.cn

分析师: 王彦龙  
执业证号: S1250519050001  
电话: 010-58251904  
邮箱: wangyanl@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)	7.14
流通A股(亿股)	3.05
52周内股价区间(元)	30.92-62.18
总市值(亿元)	224.91
总资产(亿元)	94.85
每股净资产(元)	13.48

### 相关研究

1. 中际旭创(300308): 业绩将步入回暖周期, 400G及5G助力公司发展 (2019-04-24)
2. 中际旭创(300308): 业绩符合预期, 长期逻辑依旧向好 (2018-10-30)
3. 中际旭创(300308): 三季报业绩预告符合预期, 长期逻辑依旧向好 (2018-10-15)
4. 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)
5. 中际旭创(300308): 业绩符合预期, 需求推动业绩高增长 (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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5156.31	5237.43	6787.43	8162.80	净利润	623.12	651.03	945.98	1113.12
营业成本	3749.97	3769.78	4875.27	5912.61	折旧与摊销	203.32	240.01	255.50	271.41
营业税金及附加	10.18	10.47	13.57	16.33	财务费用	79.21	106.38	98.93	101.02
销售费用	60.23	52.37	50.91	57.14	资产减值损失	66.02	10.00	10.00	10.00
管理费用	253.35	581.35	685.53	816.28	经营营运资本变动	-577.27	285.69	-342.00	-531.96
财务费用	79.21	106.38	98.93	101.02	其他	265.61	-83.22	-121.92	-10.07
资产减值损失	66.02	10.00	10.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	660.01	1209.89	846.49	953.52
投资收益	6.65	30.00	30.00	30.00	资本支出	-823.88	-172.00	-172.00	-172.00
公允价值变动损益	14.21	14.00	14.00	14.00	其他	150.81	44.00	44.00	44.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-673.08	-128.00	-128.00	-128.00
<b>营业利润</b>	681.89	751.06	1097.23	1293.43	短期借款	-44.63	-389.80	0.00	0.00
其他非经营损益	13.06	14.85	15.69	16.12	长期借款	28.23	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	694.95	765.91	1112.91	1309.56	股权融资	143.07	1522.58	0.00	0.00
所得税	71.84	114.89	166.94	196.43	支付股利	-18.01	-69.47	-72.58	-105.47
净利润	623.12	651.03	945.98	1113.12	其他	28.32	-1171.54	-98.93	-101.02
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	136.98	-108.23	-171.51	-206.48
归属母公司股东净利润	623.12	651.03	945.98	1113.12	<b>现金流量净额</b>	138.71	973.66	546.97	619.04
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1041.18	2014.84	2561.81	3180.85	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	938.71	1686.00	2019.85	2344.26	销售收入增长率	118.76%	1.57%	29.59%	20.26%
存货	2118.97	2159.00	2885.67	3459.45	营业利润增长率	231.23%	10.14%	46.09%	17.88%
其他流动资产	59.24	60.17	77.98	93.78	净利润增长率	285.82%	4.48%	45.31%	17.67%
长期股权投资	102.52	102.52	102.52	102.52	EBITDA 增长率	179.90%	13.79%	32.27%	14.76%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1644.66	1631.92	1603.70	1559.56	毛利率	27.27%	28.02%	28.17%	27.57%
无形资产和开发支出	2130.71	2077.04	2023.38	1969.72	三费率	7.62%	14.13%	12.31%	11.94%
其他非流动资产	44.20	42.60	40.99	39.39	净利率	12.08%	12.43%	13.94%	13.64%
<b>资产总计</b>	8080.20	9774.10	11315.91	12749.52	ROE	13.05%	9.47%	12.20%	12.71%
短期借款	389.80	0.00	0.00	0.00	ROA	7.71%	6.66%	8.36%	8.73%
应付和预收款项	1041.70	2084.45	2642.73	2965.35	ROIC	13.53%	12.82%	17.62%	18.89%
长期借款	269.51	269.51	269.51	269.51	EBITDA/销售收入	18.70%	20.95%	21.39%	20.41%
其他负债	1602.71	542.24	652.38	755.72	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	3303.72	2896.20	3564.62	3990.57	总资产周转率	0.65	0.59	0.64	0.68
股本	475.46	713.77	713.77	713.77	固定资产周转率	3.88	3.53	4.67	5.77
资本公积	3696.50	4980.77	4980.77	4980.77	应收账款周转率	5.53	4.36	3.97	4.06
留存收益	870.72	1452.27	2325.67	3333.32	存货周转率	1.76	1.69	1.90	1.85
归属母公司股东权益	4776.48	6877.90	7751.30	8758.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.39%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	4776.48	6877.90	7751.30	8758.95	资产负债率	40.89%	29.63%	31.50%	31.30%
负债和股东权益合计	8080.20	9774.10	11315.91	12749.52	带息债务/总负债	19.96%	9.31%	7.56%	6.75%
					流动比率	1.45	2.41	2.41	2.55
					速动比率	0.71	1.53	1.49	1.58
					股利支付率	2.89%	10.67%	7.67%	9.48%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.87	0.91	1.33	1.56
					每股净资产	6.69	9.64	10.86	12.27
					每股经营现金	0.92	1.70	1.19	1.34
					每股股利	0.03	0.10	0.10	0.15
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	964.43	1097.45	1451.65	1665.86					
PE	36.09	34.55	23.78	20.21					
PB	4.71	3.27	2.90	2.57					
PS	4.36	4.29	3.31	2.76					
EV/EBITDA	16.21	18.88	13.89	11.74					
股息率	0.08%	0.31%	0.32%	0.47%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 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
	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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn