

受外部复杂环境影响较大，静待 5G 和 400G 需求放量

——中际旭创（300308）点评报告

买入（维持）

日期：2019 年 08 月 24 日

事件：

日前公司发布 2019 上半年报，实现营收 20.35 亿元、规模净利润 2.07 亿元，同比分别下降 27.97% 和 34.58%。主营 100G 光模块产品的价格下行对公司的盈利能力产生了较大不利影响，预计短期内公司盈利能力还将面临一定承压，需静待 5G 和 400G 产品需求放量。

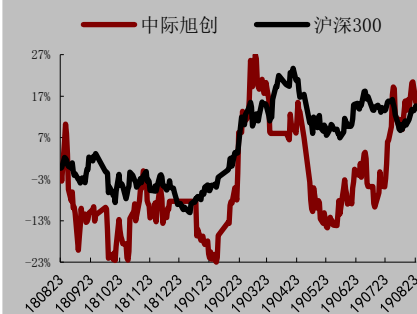
投资要点：

- **稳居光模块全球前三地位：**根据 Ovum 数据显示，公司长期处于全球光模块供应商第一梯队，尽管 2019 年光模块行业参与竞争格局发生变化，但公司仍位居全球第三。在数通领域，公司长期以来的数一数二地位更是没有发生任何变化，目前可能对公司在数通市场产生威胁的竞争者和公司均差距巨大。
- **以销定产模式使公司面对不确定性游刃有余：**从报表来看，尽管营收和利润均出现不同程度下滑，但公司库存未现明显增长，始终保持在合理区间内，为公司在等待 400G 产品迭代的窗口期内争取足够的空间。另外，以销定产结合持续优化的供应链管理，使得公司在持续有效降低成本方面积累足够经验，为未来的盈利反转赢得更大市场预期。
- **营收降速有所放缓，环比有企稳迹象：**中报营收同比降幅较一季度明显收窄，随着需求端库存的持续消化，预计下半年大概率将迎来主要客户补充库存的旺季周期。在外部宏观环境的多种不确定因素影响下，尽管全球数据中心建设放缓，但我们认为终端用户的需求并没有呈现明显下滑，国内多家 IDC 厂商业绩均有不同程度的增长，说明了国内终端客户对数据中心的需求仍然十分强烈。
- **5G 和 400G 仍是公司未来首要看点：**从预期的角度来看，400G 产品的高利润率将对冲目前 40G 和 100G 产品价格不断下行对公司带来的盈利压力；5G 前传光模块需求将为公司带来全新增量业务，打开公司未来业绩成长天花板。

基础数据

行业	通信
公司网址	www.zhongji.cc
大股东/持股	山东中际投资控股有限公司/19.49%
实际控制人/持股	王伟修/12.38%
总股本(百万股)	713.77
流通 A 股(百万股)	345.04
收盘价(元)	40.29
总市值(亿元)	287.58
流通 A 股市值(亿元)	139.02

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 08 月 23 日

相关研究

万联证券研究所 20190129_公司事项点评_AAA_中际旭创（300308）点评报告
万联证券研究所 20181211_定增过会点评_AAA

分析师：

王思敏

执业证书编

S0270518060001

号：

电话：

01056508505

邮箱：

wangsm@wlzq.com.cn

研究助理：

徐益彬

电话：

075583220315

邮箱：

xuyb@wlzq.com.cn

	2018 年	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	51.56	46.40	69.60	104.40
增长比率(%)	118.76	(10)	50	50
净利润(亿元)	6.23	4.64	8.35	12.50
增长比率(%)	285.82	(26)	80	50
每股收益(元)	0.87	0.65	1.17	1.75
市盈率(倍)	46.61	61.99	34.45	23.01

数据来源：WIND，万联证券研究所

- **盈利预测与投资建议：**预计2019-2021年公司分别实现营收46.4亿元、69.6亿元、104.4亿元，实现归母净利润4.64亿元、8.35亿元、12.5亿元；对应EPS分别为0.65元、1.17元、1.75元；对应当前股价PE分别为62倍、34倍、23倍；考虑到公司的行业地位和行业内其他公司的估值水平，我们维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**5G建设不达预期、中美贸易摩擦加剧、400G产品需求不达预期。

万联证券

1、关键假设和盈利预测

由于国内经济下行压力加大，全球范围内贸易摩擦频发，目前的宏观环境与今年年初相比已发生巨大变化；在需求端，5G 建设进展未出现超预期局面、数通市场需求时好时坏，公司面临的经营风险和挑战明显增多；短期内海外高端客户对 400G 产品的需求存在较大不确定性，特别是受中美贸易摩擦影响，加剧了海外客户对需求迭代的谨慎性。基于上述多项原因，我们对公司业绩预测进行了相应调整。

预计 2019-2021 年公司分别实现营收 46.4 亿元、69.6 亿元、104.4 亿元，实现归母净利润 4.64 亿元、8.35 亿元、12.5 亿元；对应 EPS 分别为 0.65 元、1.17 元、1.75 元；对应当前股价 PE 分别为 62 倍、34 倍、23 倍；考虑到公司的行业地位和行业内其他公司的估值水平，我们维持对公司的“买入”评级。

2、风险提示

5G 建设不达预期。公司传输业务的业绩预测是基于 5G 建设符合预期的基础，如若 5G 建设不达预期，会影响公司传输业务的业绩预测。

中美贸易摩擦加剧。现阶段公司对国外光电芯片的依赖仍然较大，如果中美贸易战加剧，出现供应链层面的不利，将影响公司的整体业绩；同时，由于公司主要收入来自于北美地区，中美贸易摩擦的任何变化都将对公司的业绩产生较大影响。

400G 产品需求不达预期。我们对公司未来两年的业绩预测是基于公司主要客户即将进行从现有的 100G 产品迭代升级至 400G 产品。若出现 400G 需求不达预期，将较大程度影响公司未来的盈利能力。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4158	4059	4869	6305
货币资金	1041	1018	960	1716
应收及预付	935	909	1362	2042
存货	2119	2064	2474	2467
其他流动资产	63	69	73	80
非流动资产	3922	4532	5332	6277
长期股权投资	103	138	138	138
固定资产	1497	1726	2010	2340
在建工程	148	198	248	298
无形资产	384	349	315	280
其他长期资产	1791	2121	2621	3221
资产总计	8080	8591	10201	12583
流动负债	2868	2334	2899	3721
短期借款	390	0	0	0
应付及预收	959	888	1323	1979
其他流动负债	1519	1446	1576	1742
非流动负债	436	1020	1230	1540
长期借款	270	370	570	870
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	167	650	660	670
负债合计	3304	3353	4128	5261
股本	475	475	475	475
资本公积	3697	3697	3697	3697
留存收益	871	1335	2169	3419
归属母公司股东权益	4776	5238	6073	7322
少数股东权益	0	0	0	0
负债和股东权益	8080	8591	10201	12583

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	660	613	801	1723
净利润	623	464	835	1250
折旧摊销	201	205	250	304
营运资金变动	(323)	(63)	(303)	142
其它	158	7	18	27
投资活动现金流	(673)	(821)	(1042)	(1242)
资本支出	(603)	(419)	(550)	(650)
投资变动	(72)	(435)	(500)	(600)
其他	2	33	8	8
筹资活动现金流	137	185	184	275
银行借款	151	(290)	200	300
债券融资	0	0	0	0
股权融资	52	0	0	0
其他	(66)	475	(16)	(25)
现金净增加额	124	(23)	(58)	756
期初现金余额	902	1041	1018	960
期末现金余额	1041	1018	960	1716

利润表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5156	4640	6960	10440
营业成本	3750	3424	5102	7632
营业税金及附加	10	10	14	21
销售费用	60	77	80	115
管理费用	253	257	313	428
财务费用	79	20	16	25
研发费用	309	343	515	835
资产减值损失	66	0	0	0
公允价值变动收益	14	0	0	0
投资净收益	7	8	8	8
营业利润	682	518	928	1392
营业外收入	3	1	0	0
营业外支出	(10)	1	0	0
利润总额	695	518	928	1392
所得税	72	54	93	143
净利润	623	464	835	1250
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	623	464	835	1250
EBITDA	976	529	936	1409
EPS (元)	0.87	0.65	1.17	1.75

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	118.8%	(10.0%)	50.0%	50.0%
营业利润	231.2%	(24.1%)	79.1%	50.1%
归属于母公司净利润	285.8%	(25.6%)	80.0%	49.7%
获利能力				
毛利率	27.3%	26.2%	26.7%	26.9%
净利率	12.1%	10.0%	12.0%	12.0%
ROE	13.1%	8.9%	13.8%	17.1%
ROIC	12.7%	8.4%	12.5%	16.8%
偿债能力				
资产负债率	40.9%	39.0%	40.5%	41.8%
净负债比率	69.2%	64.0%	68.0%	71.9%
流动比率	1.45	1.74	1.68	1.69
速动比率	0.69	0.79	0.75	0.94
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.56	0.74	0.92
应收账款周转率	5.21	6.08	6.08	6.08
存货周转率	1.83	1.60	2.06	3.09
每股指标 (元)				
每股收益	0.87	0.65	1.17	1.75
每股经营现金流	0.92	0.86	1.12	2.41
每股净资产	10.05	11.02	12.77	15.40
估值比率				
P/E	46.61	61.99	34.45	23.01
P/B	6.08	5.49	4.74	3.93
EV/EBITDA	20.51	26.63	16.71	11.30

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。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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