

2019年11月28日

李天凡

H70465@capital.com.tw

目标价(元)

50.00

公司基本资讯

產業別	通信
A 股价(2019/11/28)	43.20
深证成指(2019/11/28)	9622.14
股價 12 個月高/低	49.9/26.57
總發行股數(百萬)	713.77
A 股數(百萬)	350.29
A 市值(億元)	151.33
主要股東	山东中际投资 控股有限公司 (19.49%)
每股淨值(元)	9.44
股價/賬面淨值	4.58
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	2.9 9.2 38.0

近期評等

出刊日期	前日收盘	評等
------	------	----

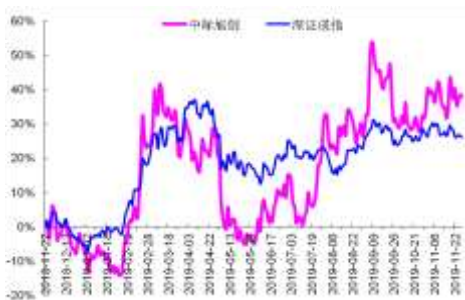
产品组合

高端光通讯收发模块	98.21%
平衡项目	1.72%
其他	0.07%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	15.2%
一般法人	47.6%

股价相对大盘走势



中际旭创 (300308.SZ)

Buy 买入

数通光模块龙头，行业景气回升业绩拐点确认

结论与建议：

公司是国内领先的数通光模块提供商，同时在电信5G领域也有布局，产品类型丰富，出货量行业领先。随着100G产品需求回暖，400G产品逐步放量，和电信5G无线光模块新增的增量需求，公司业绩触底反弹拐点确认，未来几年业绩有望进入高速增长期。给予“买入”投资建议，目标价对应2020年PE为44倍。

- 第三季度业绩环比改善明显：**公司19年前三季度实现营收32.83亿元，yoy-21.86%；归母净利润为3.57亿元，yoy-25.67%，业绩符合预期。其中3Q单季实现营收12.48亿元，yoy-9.33%，环比增长7.69%；归母净利润为1.50亿元，yoy-8.51%，环比增长39.66%。公司业绩继2Q触底反弹后，3Q延续季度环比回升态势，业绩拐点得到确认，主要原因是数通100G和400G产品需求增加；电信5G前传新增25G产品需求；另外人民币对美元汇率波动也带来利润提升。公司业绩季度环比改善明显。
- 国内外云厂商需求回升，助力公司业绩反弹：**自2Q以来公司部分重点客户100G产品需求明显回升，预计国内云厂商客户明年服务器部署将显著增加，从而推动国内100G产品需求快速增长；同时北美两大云厂商数据中心网络向400G升级，公司向重点客户400G产品导入顺利出货量增多，预计明年400G产品营收占比与100G产品接近。数通行业景气度明显回升带动公司业绩触底反弹。预计未来公司将进入高增长期。
- 毛利率保持稳定，成本控制效果明显：**今年前三季度公司毛利率在28%-29%之间保持稳定。目前公司100G光模块产品营收占比超五成，今年100G光模块单价下跌超30%，由于100G产品产能扩张市场竞争激烈，加上北美部分头部云厂商产品需求向400G产品升级迭代，预计明年100G产品价格将继续下降20%。公司通过完善的降成本计划应对产品价格下跌，前三季毛利率都保持在28%以上，表明成本控制效果明显。预计明年随着高毛利的400G产品营收占比快速提升，公司整体毛利率会稳步提高。
- 5G投资全面开启，公司在前传领域持续发力：**国内5G投资全面启动，电信光模块市场将迎来新一轮景气度。目前公司5G前传25G光模块产品已经批量交付客户，覆盖华为、中兴、爱立信、烽火通信等国内外主流通信设备商，同时中传、回传产品正加紧送样和测试。预计电信市场2020年光模块需求集中在基站侧前传领域，2021年和2022年在中传和回传领域光模块需求将迎来快速增长。公司未来有望充分分享5G建设所带来的光模块市场红利。
- 中美贸易战影响有限，完成定增扩大产能：**公司海外销售占比超7成，主要集中在北美四大云厂商客户。公司产品自9月1日被征关税15%，全球光模块供应链主要在中国，包括Finisar、AAOI等工厂都在国内，销往美国的产品都要被征税，目前由客户承担税收负担。公司从去年开始就规划产能外迁东南亚，目前已部分达产实现小批量出货，计划明年进一步提升海外产能。公司产能外迁积极应对关税影响，贸易战影响有限。3月份公司完成定增募资超15亿元，用于400G产品研发与产业化、100G产品和5G无线产能建设，设计产能为160万只100G产品和140万只5G产品产能。目前100G产品已经实现部分产能，预计明后两年产能将逐步释放助力公司出货量快速增长。
- 盈利预测：**公司是国内数通光模块龙头厂商，目前行业景气度明显回升，我们看好公司中长期的发展，预计公2019年、2020年和2021年分别实

现净利润5.49亿元、8.14亿元和10.87亿元,yoy分别为-11.97%、+48.40%和+33.56%,折合EPS为0.77元、1.14元和1.52元,目前A股股价对应的PE为56/38/28倍,给予“买入”评级。

- **风险提示:** 1、100G产品竞争加剧和价格快速下跌; 2、400G产品放量速度不及预期; 3、5G前传市场竞争加剧及投资进度放缓。

年度截止 12月31日		2017	2018	2019E	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	161.51	623.12	548.51	813.99	1087.18
同比增减	%	1507.06	285.81	-11.97	48.40	33.56
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.50	1.36	0.77	1.14	1.52
同比增减	%	900.00	172.00	-43.49	48.40	33.56
A股市盈率(P/E)	X	87	32	56	38	28
股利 (DPS)	RMB 元	0.12	0.12	0.12	0.15	0.15
股息率 (Yield)	%	0.2	0.28	0.28	0.35	0.35

预期报酬(Expected Return; ER)为准,说明如下:

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

## 附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2357	5156	4686	6240	7867
营业成本	1726	3750	3349	4451	5578
营业税金及附加	6	10	9	12	16
销售费用	32	60	52	62	75
管理费用	246	563	558	724	893
财务费用	37	79	5	44	55
资产减值损失	20	66	145	85	85
投资收益	11	7	5	6	6
营业利润	206	682	608	902	1206
营业外收入	0	3	2	3	3
营业外支出	0	-10	1	1	1
利润总额	206	695	609	904	1208
所得税	44	72	61	90	121
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东权益	162	623	549	814	1087

## 附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	957	1041	1380	1204	1518
应收账款	1013	840	1200	961	1211
存货	1969	2119	2450	2059	2596
流动资产合计	4308	4158	5623	6988	8732
长期股权投资	25	103	150	150	100
固定资产	1162	1497	1750	2000	2280
在建工程	109	148	210	200	200
非流动资产合计	3502	3922	4450	4950	5450
资产总计	7810	8080	10073	11938	14182
流动负债合计	2947	2868	2811	3681	4799
非流动负债合计	857	436	386	568	607
负债合计	3804	3304	3198	4250	5406
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	4006	4776	6875	7689	8776
负债及股东权益合计	7810	8080	10073	11938	14182

## 附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	42	660	525	686	865
投资活动产生的现金流量净额	-147	-673	-1850	-600	-600
筹资活动产生的现金流量净额	981	137	1600	200	220
现金及现金等价物净增加额	869	139	265	286	485

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。