

中际旭创 (300308.SZ)
拟收购资产提升协同, 400G 新起点蓄势待发
评级: 买入 (维持)
市场价格:
分析师: 陈宁玉
执业证书编号: S0740517020004

电话: 021-20315728

Email: chenny@r.qizq.com.cn

分析师: 易景明
执业证书编号: S0740518050003

电话: 021-20315728

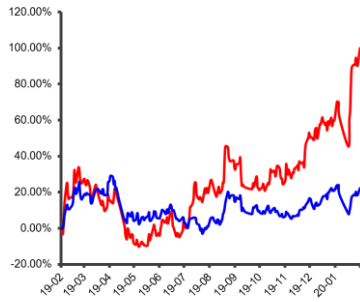
Email: yijm@r.qizq.com.cn

研究助理: 周铃雅

Email: zhouly@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	713
流通股本(百万股)	351
市价(元)	62.94
市值(百万元)	44887
流通市值(百万元)	22097

股价与行业-市场走势对比

相关报告

《需求企稳向上, 新增长点正在酝酿》2019.10.29

《需求企稳向好, 400G 和 5G 引入新增长》2019.8.23

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,357	5,156	4,577	6,959	8,786
增长率 yoy%	1690.82	118.76%	-11.23%	52.02%	26.26%
净利润	162	623	514	835	1,097
增长率 yoy%	1506.36	285.82%	-17.44%	62.24%	31.48%
每股收益(元)	0.23	0.87	1.08	1.76	2.31
每股现金流量	0.06	0.93	3.05	-2.10	4.69
净资产收益率	4.03%	13.05%	9.27%	12.71%	14.34%
P/E	277.93	72.04	58.17	35.85	27.27
PEG	3.81	3.47	0.21	0.49	1.31
P/B	5.62	6.70	11.67	13.82	16.09

备注:

投资要点

- **公司发布收购协议, 拟收购成都储翰科技股份有限公司的全部或部分(最终不少于 51%) 股份。收购暂定价为按照标的公司的全部股权整体估值人民币 5.71 亿元, 全部以现金支付对价。**
- **储翰科技从光电器件组件产品延伸到芯片封装和光电模块业务, 有望与公司业务形成协同。**储翰科技成立于 2009 年, 2015 年挂牌新三板, 关键资源要素是在光电器件的设计、封装和和生产方面, 从 OSA 逐步延伸到接入网、电信和额数通光模块业务, 在自动化生产平台及设备方面具有较强的竞争优势, 工艺水平在国内也位居领先。本次收购若能成功, 可使两家企业在技术、客户资源共享、规模化交付能力、成本控制市占率和供应链整合等形成协同, 对提升公司综合竞争能力和长远发展产生积极影响。目前收购还处于框架协议阶段, 后续进展存在一定不确定性。
- **100G 需求企稳回升, 降价速度趋缓, 公司领先地位不断巩固。**从 100G 需求看, 在经历了去年 Q1 的去库存和新需求递延之后, 部分客户在 Q2 启动了 100G 订单, 采购量快速恢复。去年 H2 延续了 Q2 开始的反转, 环比态势持续走高。主要驱动来自北美重点客户资本开支企稳回升。北美 ICP 厂商云计算业务同比创下新高, 同时今年 100G 单价降幅有望进一步趋缓, 100G 业务仍将是今年规模支柱。国内在线上生活爆发带动下, 流量压力将促使互联网厂商持续扩容升级, 云数据中心的长期建设规划也将逐步落地, 预计未来几年国内市场将是承接 100G 需求的主要力量。公司基于规模化优势加强技改, 盈利空间仍在发掘。大客户供应体系中头部供应商优势仍在强化, 公司在 100G 市场的优秀表现有望延续。
- **400G 率先供货, 5G 市场取得良好份额, 广阔需求引入新增长。**公司于 2018 年 3 月 OFC 上推出业内首款 400G QSFP-DD FR4 光模块, 是全球率先投入并成功商用的供应商。400G 产品已经导入北美重点客户, 去年 Q4 到今年 Q1 在产生订单。今年起北美数据中心主流配置将逐步向 400G 过渡, 产品开始切入大规模应用阶段。此外, 旭创顺利进入国内 5G 无线市场, 取得了良好的份额和订单, 并在去年实现批量交付。公司紧跟光模块换代周期, 在 400G 光模块及 5G 前传、中传、回传等领域已有完整的产品和方案覆盖。非公开发行股票已于去年 4 月上市, 资金用于 400G 产品研发与产业化、100G 产品和 5G 无线产能建设, 公司有望借力资本在 400G 及 5G 通信光模块产品引入的新广阔市场中保持领先地位。
- **盈利预测与估值:**我们预计公司 2019 到 2021 年将实现净利润分别为 5.14 亿、8.35 亿和 10.97 亿元, 对应 EPS 分别为 1.08、1.79 和 2.31 元。目前公司市值 449 亿元, 对应 2021 年估值水平约 40x, 结合公司龙头地位和行业持续高速发展, 维持买入评级。
- **风险提示事件:**与美国贸易争端的风险、选择下一代技术路径风险、硅光技术引入的降价风险、国内大型数据中心投入不力的风险、竞争风险、收购不成功的风险

图表 1: 财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,357	5,156	4,577	6,959	8,786
增长率	1690.8%	118.8%	-11.2%	52.0%	26.3%
营业成本	-1,726	-3,750	-3,328	-5,063	-6,363
% 销售收入	73.2%	72.7%	72.7%	72.8%	72.4%
毛利	632	1,406	1,250	1,895	2,423
% 销售收入	26.8%	27.3%	27.3%	27.2%	27.6%
营业税金及附加	-6	-10	-9	-14	-18
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-32	-60	-60	-90	-114
% 销售收入	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	-246	-253	-504	-752	-949
% 销售收入	10.4%	4.9%	11.0%	10.8%	10.8%
息税前利润 (EBIT)	347	1,083	678	1,040	1,343
% 销售收入	14.7%	21.0%	14.8%	14.9%	15.3%
财务费用	-37	-79	-80	-100	-100
% 销售收入	1.6%	1.5%	1.7%	1.4%	1.1%
资产减值损失	20	66	43	25	35
公允价值变动收益	-109	14	0	0	0
投资收益	11	7	7	7	7
% 税前利润	4.7%	0.6%	1.0%	0.7%	0.5%
营业利润	232	1,090	647	971	1,284
营业利润率	9.8%	21.1%	14.1%	14.0%	14.6%
营业外收支	0	13	3	0	0
税前利润	232	1,103	650	971	1,284
利润率	9.8%	21.4%	14.2%	14.0%	14.6%
所得税	-44	-72	-59	-96	-127
所得税率	19.1%	6.5%	9.1%	9.9%	9.9%
净利润	162	623	514	835	1,097
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	162	623	514	835	1,097
净利率	6.9%	12.1%	11.2%	12.0%	12.5%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	957	1,041	2,719	1,405	4,442
应收款项	1,110	884	998	1,863	1,700
存货	1,969	2,119	1,079	3,787	2,328
其他流动资产	272	114	193	232	251
流动资产	4,308	4,158	4,990	7,287	8,721
% 总资产	55.2%	51.5%	57.0%	67.0%	71.9%
长期投资	25	103	103	103	103
固定资产	1,162	1,497	1,410	1,322	1,231
% 总资产	14.9%	18.5%	16.1%	12.1%	10.1%
无形资产	454	414	313	205	97
非流动资产	3,502	3,922	3,763	3,593	3,410
% 总资产	44.8%	48.5%	43.0%	33.0%	28.1%
资产总计	7,810	8,080	8,752	10,879	12,131
短期借款	434	390	0	348	0
应付款项	2,057	1,329	2,142	3,139	3,498
其他流动负债	456	1,149	1,060	823	982
流动资产	2,947	2,868	3,202	4,311	4,480
长期贷款	241	270	0	0	0
其他长期负债	616	167	0	0	0
负债	3,804	3,304	3,202	4,311	4,480
普通股股东权益	4,006	4,776	5,550	6,569	7,651
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	7,810	8,080	8,752	10,879	12,131

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	0.23	0.87	1.08	1.76	2.31
每股净资产 (元)	5.62	6.70	11.67	13.82	16.09
每股经营现金净流 (元)	0.06	0.93	3.05	-2.10	4.69
每股股利 (元)	0.03	0.03	0.01	0.02	0.03
回报率					
净资产收益率	4.03%	13.05%	9.27%	12.71%	14.34%
总资产收益率	2.07%	7.71%	5.88%	7.67%	9.05%
投入资本收益率	40.56%	16.91%	10.78%	24.02%	18.85%
增长率					
营业总收入增长率	1690.82%	118.76%	-11.23%	52.02%	26.26%
EBIT 增长率	-6595.48%	353.71%	-38.21%	59.27%	28.71%
净利润增长率	1506.36%	285.82%	-17.44%	62.24%	31.48%
总资产增长率	1135.46%	3.46%	8.32%	24.30%	11.50%
资产管理能力					
应收账款周转天数	82.3	65.1	66.0	66.0	65.0
存货周转天数	155.8	142.7	125.8	125.9	125.3
应付账款周转天数	147.6	105.9	123.0	123.0	123.0
固定资产周转天数	102.8	92.8	114.3	70.7	52.3
偿债能力					
净负债/股东权益	-0.48%	-20.89%	-6.22%	-49.79%	-10.36%
EBIT 利息保障倍数	6.2	13.1	8.0	10.2	13.1
资产负债率	48.71%	40.89%	36.59%	39.62%	36.93%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	162	623	514	835	1,097
加: 折旧和摊销	102	203	177	186	189
资产减值准备	20	66	0	0	0
公允价值变动损失	109	-14	0	0	0
财务费用	24	79	80	100	100
投资收益	-11	-7	-7	-7	-7
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	162	-803	1,409	-2,611	1,965
经营活动现金净流	41	660	2,174	-1,496	3,344
固定资本投资	-1,086	-373	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-146	-673	-13	-13	-3
股利分配	-18	-18	-7	-11	-15
其他	999	155	-476	206	-289
筹资活动现金净流	981	137	-482	195	-304
现金净流量	876	124	1,678	-1,314	3,037

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。