

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

中际旭创 (300308)

增持

通信

重大事件快评

(维持评级)

2020年03月02日

全球光模块市场回暖，看好 400G 放量

证券分析师：程成

0755-22940300

chengcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980513040001

事项：

2月15日，中际旭创公告，签署股权收购框架协议，拟收购成都储翰科技股份有限公司最终不少于51%的股份，本次签署的《框架协议》属于双方交易意愿的意向性约定，最终是否达成交易及后续实施进展尚存在不确定性。

2月23日，中际旭创发布业绩快报，公司2019年实现营收47.58亿元，同比下降7.73%，营业利润5.76亿元，同比下降15.46%，归母净利润5.13亿元，同比下降17.64%；全资子公司苏州旭创实现单体报表净利润约6.31亿元，扣除股权激励费用对净利润的影响，实现净利润约6.6亿元。

国信通信观点：1) 主营业务加速回升，业绩持续改善。2) 公司收购：拟收购成都储翰，高中低端优势互补，电信光模块全面覆盖。3) 数通光模块市场：国内外云计算公司资本支出已经出现拐点，数通光模块市场逐渐恢复。4) 400G光模块上量驱动公司未来业绩增长。5) 电信光模块市场：移动数据爆发下5G建设持续拉动。6) 投资建议：我们看好苏州旭创在光模块领域的领先地位，以及400G模块爆发前景，预计公司2020-2021年营业收入分别为61.92/81.19亿元，净利润分别为8.96/12.70亿元，维持“增持”评级，建议重点关注。

评论：

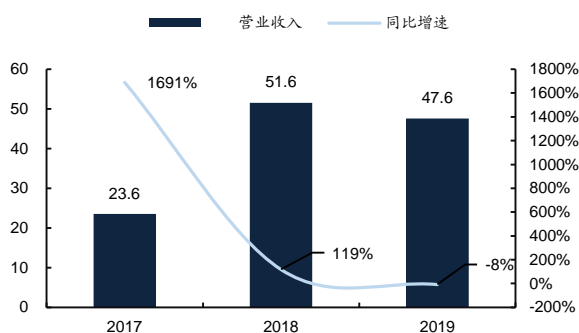
■ 主营业务加速回升，业绩持续改善

2019Q4实现营收14.74亿元，同比增长54.56%，环比增长18.02%；实现营业利润1.88亿元，同比增长33.90%，环比增长19.74%；实现归母净利润1.55亿元，同比增长9.65%，环比增长3.15%。公司全年业绩一季度下滑较为明显，二季度开始实现环比增长由负转正，三季度到四季度实现同比增长由负转正止跌回升，主营业务加速回升，业绩持续改善。

2019年初，受部分客户资本开支增速放缓、去库存等外部因素影响，公司全年销售收入和净利润较去年同期有所回落。二季度成为公司业绩拐点，公司主营业务方面100G产品需求回暖、400G产品逐步起量、5G产品批量交付等原因，公司销售收入和净利润在季度间稳步回升。

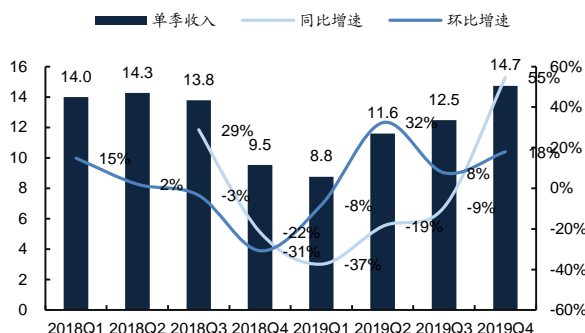
2019年，公司基于谨慎原则对账面资产进行减值评估，并对存在减值迹象的资产计提资产减值准备，合计导致公司合并净利润调减1.18亿元：1)对重组合并前母公司原持有的第三方公司长期股权投资计提减值，2019年末该类减值准备余额为498.06万元，报告期内公司合并净利润因此调减498.06万元；2)对子公司苏州旭创由于原材料质量问题导致的呆滞库存等问题存货计提减值，2019年末该类减值准备余额为1.00亿元，报告期内公司合并净利润因此调减8,950.25万元；3)对子公司中际智能的无形资产、固定资产进行减值评估并计提资产减值，2019年末该类资产减值准备余额为2,715.31万元，2019年末内公司合并净利润因此调减2,308.01万元。

图 1：中际旭创营业收入及增速（单位：亿元、%）



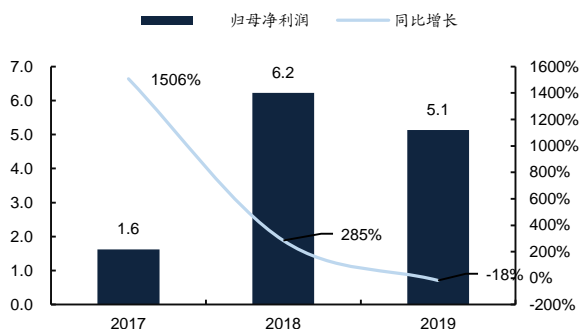
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：中际旭创单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



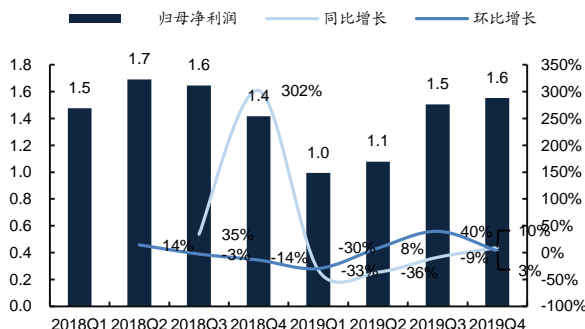
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：中际旭创净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：中际旭创单季净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

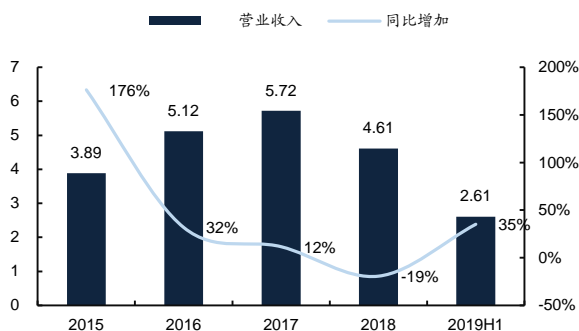
■ 公司收购：拟收购成都储翰，高中低端优势互补，电信光模块全面覆盖

成都储翰成立于 2009 年 10 月，是一家专业从事通信类光电器件产品研发、生产与销售的高科技企业。所处行业客户集中，主要面向中国市场，主要客户为光通信行业的运营设备供应商、终端设备制造商和光纤通信光模块制造商。公司拥有完整的光电器件产业链，并在光电器件组件的产品研发、产能规模、工艺装备水平上具有独特优势，产线改造后其光电器件年产能可达 5000 万只。此外，光电模块也是公司的新增长点。公司已建立涵盖芯片封装、光电器件组件、光电模块完整业务模块的光电器件研发团队，在自动化生产平台及设备的自主研发应用与推广方面具有较强的竞争优势，工艺技术水平在国内同行业中居于领先。

成都储翰营收自 2018 年拐点后止跌回升，营收规模持续扩大，主要营收项目为光器件。2018 年公司业绩下滑主要原因是：公司“边交付边搬迁”，整体搬迁持续时间 6 个月以上，产能和交付均受到影响；贸易摩擦背景下，公司重要客户受美国出口禁令影响，打乱公司经营计划，使得公司收入和净利润出现较大下降。2019 年上半年，公司营收同比增长 35%，归母净利润同比增长 223%，主要原因是：公司整体搬迁完成以及公司重要客户受美国出口禁令影响已消除，公司出现恢复性增长；公司光模块产品进入规模交货阶段，其中光模块收入较上年同期增长幅度超过 362.01%。

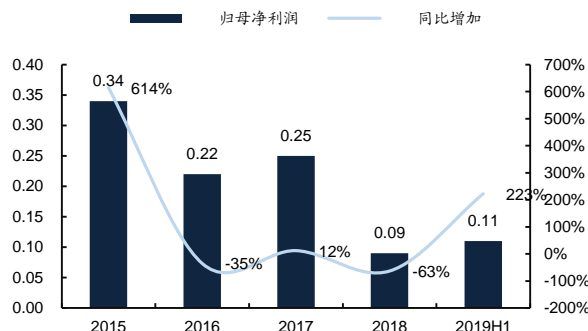
中际旭创并购成都储翰，可以使得两家企业高中低端产品互补，有利于中际旭创抢占国内电信市场。中际旭创作为全球光模块市场头部厂商，主要产品为光通信网络中的光模块，尤其是高端光模块产品。公司技术实力雄厚，深耕数通市场竞争力强，布局电信市场，未来前景广阔。成都储翰主要面向电信市场，也有布局数通市场，拥有完整的光电器件产业链，自动化生产水平、工艺技术水平具备显著优势。中际旭创并购成都储翰，优势互补，显著提升中际旭创在电信市场的市场竞争力，有望在产业链整合、技术协作、规模化生产等现成协同效应。此次并购后，中际旭创在全球数通市场和电信市场都将具有高度的市场竞争力，占据更广阔的市场份额。

图 5: 成都储翰营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 成都储翰单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)

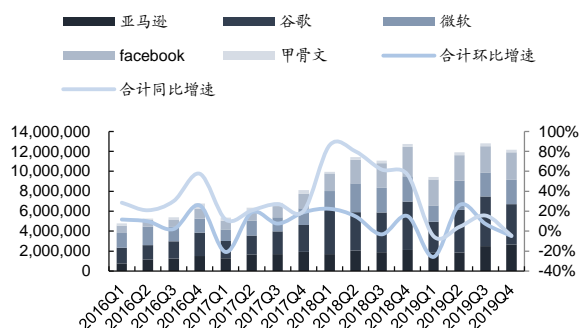


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

■ 数通光模块市场: 国内外云计算公司资本支出已经出现拐点, 数通市场逐渐恢复

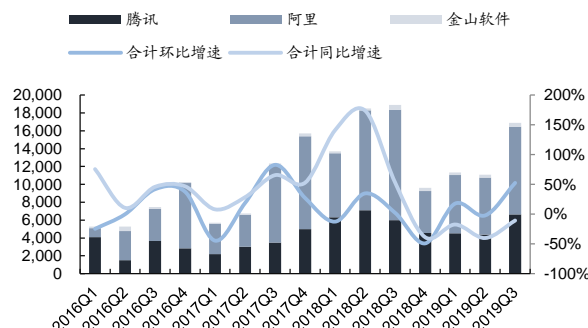
国内外云计算公司资本开支逐步恢复, 100G 需求回暖, 2020 年 400G 高端数通光模块开始起量, 公司向重点客户批量出货, 将成为公司未来主要的业绩增长点。由于全球云计算公司算力库存相对高位, 云计算公司资本支出 18 年 Q1 开始进入了下行趋势, 全球数通光模块市场处于去库存阶段, 在 2019 年 Q1 迎来拐点。国内云计算公司资本支出在 2018 年 Q2 到达高位后, 在 2019 年 Q3 迎来拐点, 接下来几年由于 5G 带来的旺盛流量需求和云计算的蓬勃发展, 光模块需求将迎来一个强劲发展期。随着大规模、超大规模数据中心的持续建设和架构更新带来的高端光模块的产品需求, 中低端光模块出货量将逐步萎缩, 公司作为全球数通光模块头部企业, 技术优势大, 研发能力强, 公司 400G 光模块的产能将持续扩张, 巩固全球数通市场的头部地位。

图 7: 国外云厂商



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 国内云厂商资本支出情况

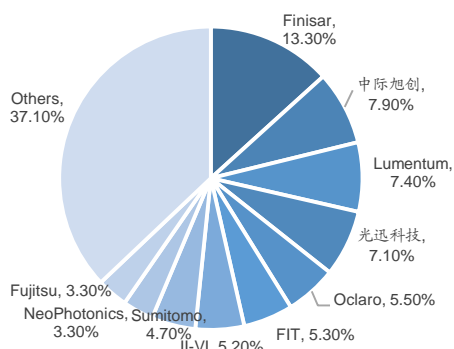


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

■ 400G 光模块上量驱动公司未来业绩增长

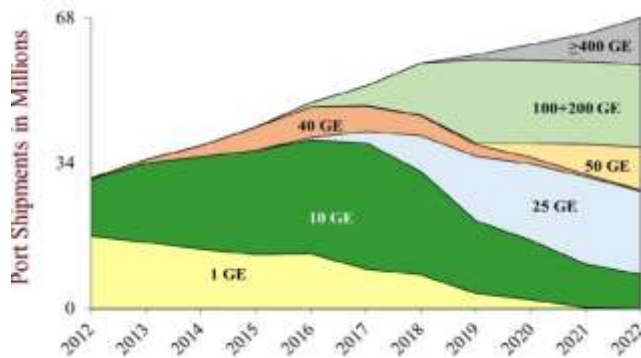
随着全球大规模、超大规模数据中心的持续建设和架构升级, 将持续加大对 100G/400G 高端光模块的需求。2019 年 400G 光模块市场开启, 实现批量出货和部署, 2020 年起, 400G 光模块将逐步起量, 据 LightCounting 预测, 2019 年到 2024 年, 400G 光模块市场将实现 20.5% 的 5 年复合增速。中际旭创拥有强大的技术实力, 作为全球光模块市场头部厂商, 占有高端光模块市场的可观份额。400G 光模块产品技术壁垒较高, 随着公司 400G 新产品向重要客户的持续导入, 已实现 400G 产品批量出货, 未来公司将保持行业领先地位。2020 年, 公司预计 400G 市场份额将达到 50%, 成为公司未来业绩的主力增长点。

图 9：2018 年光器件全球市场份额



资料来源：LightCounting、国信证券经济研究所整理

图 10：不同种类光模块出货量及生命周期预测



资料来源：Dell'Oro、国信证券经济研究所整理

■ 电信光模块市场：移动数据爆发下 5G 建设持续拉动

5G 网络建设背景下移动数据量爆发，需要极大提升承载网的传输速率和带宽以应对数据传输需求。为此，5G 网络以光传输网络为主要承载，带来了光器件的爆发需求。5G 下电信光模块持续升级，5G 频谱决定了 5G 基站的高覆盖，同时对网络传输要求提升增加了单基站光模块数量，5G 通信架构中增加了承载网中传部分。光模块的需求会随着 5G 组网的推进得到持续释放。公司 5G 产品种类齐全技术先进，涵盖前传、中传、回传，随着 5G 光模块产品的持续交付，电信光模块将成为公司业绩增长的极大拉动，进一步抢占全球电信市场光模块份额。

■ 投资建议：看好公司在光模块领域的领先地位，维持“增持”评级

我们看好苏州旭创在光模块领域的领先地位，以及 400G 模块爆发前景，预计公司 2020-2021 年营业收入分别为 61.92/81.19 亿元，净利润分别为 8.96/12.70 亿元，维持“增持”评级，建议重点关注。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1041	500	650	782
应收款项	884	1069	1391	1824
存货净额	2119	1956	2570	3354
其他流动资产	114	5	6	8
流动资产合计	4158	3530	4617	5968
固定资产	1645	1588	1471	1346
无形资产及其他	384	468	553	638
投资性房地产	1791	1791	1791	1791
长期股权投资	103	180	257	334
资产总计	8080	7558	8689	10077
短期借款及交易性金融负债	1452	526	429	135
应付款项	942	1359	1786	2330
其他流动负债	473	0	0	0
流动负债合计	2868	1885	2215	2465
长期借款及应付债券	270	270	270	270
其他长期负债	167	167	167	167
长期负债合计	436	436	436	436
负债合计	3304	2322	2651	2901
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	4776	5236	6038	7175
负债和股东权益总计	8080	7558	8689	10077

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	1.31	1.08	1.89	2.68
每股红利	0.14	0.11	0.20	0.28
每股净资产	10.05	11.05	12.74	15.14
ROIC	18%	10%	16%	19%
ROE	13%	10%	15%	18%
毛利率	27%	26%	26%	27%
EBIT Margin	21%	14%	17%	18%
EBITDA Margin	25%	18%	20%	21%
收入增长	119%	-8%	30%	31%
净利润增长率	286%	-18%	75%	42%
资产负债率	41%	31%	31%	29%
息率	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%
P/E	47.3	57.3	32.8	23.1
P/B	6.2	5.6	4.9	4.1
EV/EBITDA	25.5	37.8	25.5	19.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5156	4758	6192	8119
营业成本	3750	3507	4568	5914
营业税金及附加	10	9	12	16
销售费用	60	48	50	65
管理费用	253	534	498	657
财务费用	79	48	27	14
投资收益	7	10	10	10
资产减值及公允价值变动	(52)	(52)	(52)	(52)
其他收入	(276)	0	0	0
营业利润	682	570	996	1412
营业外净收支	13	0	0	0
利润总额	695	570	996	1412
所得税费用	72	57	100	141
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	623	513	896	1270

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	623	513	896	1270
资产减值准备	46	(50)	(1)	(1)
折旧摊销	201	179	191	199
公允价值变动损失	52	52	52	52
财务费用	79	48	27	14
营运资本变动	(961)	(19)	(512)	(675)
其它	(46)	50	1	1
经营活动现金流	(85)	725	627	846
资本开支	(597)	(209)	(209)	(209)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(674)	(286)	(286)	(286)
权益性融资	52	0	0	0
负债净变化	28	0	0	0
支付股利、利息	(65)	(54)	(94)	(133)
其它融资现金流	865	(926)	(97)	(294)
融资活动现金流	843	(980)	(191)	(427)
现金净变动	84	(541)	150	132
货币资金的期初余额	957	1041	500	650
货币资金的期末余额	1041	500	650	782
企业自由现金流	(386)	545	428	635
权益自由现金流	507	(424)	307	328

相关研究报告

- 《中际旭创-300308-财报点评：业绩环比改善，100G 需求回暖》——2019-10-31
- 《中际旭创-300308-2019 年中报点评：100G 需求回升，400G 小批量出货》——2019-08-26
- 《中际旭创-300308-2018 年三季度报点评：业绩符合市场预期，苏州旭创增速放缓》——2018-10-30
- 《中际旭创-300308-2018 年半年报点评：业绩符合市场预期，400G 产品通过客户验证》——2018-08-09
- 《中际旭创-300308-2017 年报点评：业绩符合市场预期，100G 光模块放量增长》——2018-04-13

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032