

# 中际旭创 (300308)

证券研究报告

2020年03月15日

## 新基建拉动光模块需求，短期波动不改长期投资价值

国内市场看，政策力推新基建和新应用发展，光模块是 5G、数据中心组网的重要器件，是承载各类应用流量的核心器件，有望持续受益。

中央政治局常务委员会 3 月 4 日召开会议，指出把在疫情防控中催生的新型消费、升级消费培育壮大起来，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。疫情影响下，5G、数据中心等新基建投入有望加速，带动电信和数通两大光模块市场增长。同时，远程办公、视频会议等大流量应用快速普及，国内云厂商大量扩容服务器资源，光模块作为承载云流量的高效手段，国内光模块需求有望持续快速成长。

海外市场看，19 年初云计算厂商资本开支放缓的影响基本消除，20 年主要云厂商数据中心建设将持续投入。

19Q1 北美主要云计算厂商资本开支连续多个季度首次下滑，导致行业新增需求以及存量库存消化放缓，但随着云厂商收入和业务量的持续高速增长，云厂商的资本开支从 2019Q2 开始，Q2-Q4 实现持续回升。

展望 2020 年，谷歌计划在美国投资超过 100 亿美元建设数据中心和办公室，2019 年谷歌规划的投资为 130 亿美元，但大多是新建项目，而 2020 年虽然规划投入略少，但主要为扩建扩容，预计在土建上投入相对较少，设备和光模块等投入占比会更高。甲骨文 (Oracle) 计划与亚马逊和微软竞争云市场，2020 年将在 36 个地点建设新的数据中心。亚马逊和微软也纷纷公布在印度、西班牙等地区新建数据中心的计划。全球看，云计算持续快速发展，主要云厂商在数据中心持续投入，数通光模块需求有望持续成长。

海外疫情持续蔓延，海外公司员工逐步转为远程办公，有望带来流量的持续快速增长，将带动服务器持续扩容以及光模块配套需求。综合看，疫情不改行业整体投资前景。

疫情在海外持续蔓延，与国内情形类似，海外大量员工开始转为远程办公，目前苹果、亚马逊、微软、Facebook 等众多企业鼓励员工在家远程办公，参考国内疫情期间行业趋势，海外远程办公等应用快速发展，有望带动流量压力快速提升，服务器扩容有望带动光模块需求持续增长，对冲疫情对宏观经济带来的不利影响。综合来看，光模块核心驱动力是流量成长，同时 100G 向 400G 迭代也已启动，疫情不改行业整体投资前景。

中际旭创在全球数通光模块市场龙头地位稳固，电信市场重点突破形成双轮驱动，进一步提升长期成长性和抗风险能力。

2019 年云计算厂商开始逐步导入 400G 数通光模块，公司延续 100G 时代全球领先的市场地位，400G 产品顺利导入重点客户，出货量逐步起量，有望占据先发优势，在新产品导入期获得更高市场份额。同时公司在电信市场重点突破，5G 前传产品持续批量交付，中回传高端高速电信光模块产品认证顺利。公司拟收购成都储翰，强化电信产品 OSA 封装能力，延伸产业链布局，进一步提升成本和产品竞争力，增强长期成长性和抗风险能力。

### 盈利预测与投资建议：

公司数通市场领先地位进一步强化，5G 产品持续批量出货，中回传高端产品有望突破。展望未来，公司在高速数通光模块行业龙头地位稳固，云计算资本开支持续回暖驱动公司长期成长；5G 电信前传产品批量交付，价值量更高的中回传领域有望突破，形成数通+电信双轮驱动公司长期成长。预计公司 19-21 年归母净利润分别为 5.1、9.0、12.1 亿元，对应 20 年 47 倍、21 年 35 倍市盈率，维持“增持”评级。

风险提示：人民币升值超预期、下游资本开支低于预期、行业竞争超预期

### 投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	59.19 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	713.17
流通 A 股股本(百万股)	350.59
A 股总市值(百万元)	42,212.24
流通 A 股市值(百万元)	20,751.27
每股净资产(元)	9.44
资产负债率(%)	31.32
一年内最高/最低(元)	73.45/29.40

### 作者

唐海清 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030002  
tanghaiqing@tfzq.com

姜佳汛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519050001  
jiangjiaxun@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《中际旭创-公司点评:业绩符合预期，400G 和 5G 进入加速成长期》2020-02-23
- 《中际旭创-公司点评:期待协同效应显现，强化成本优势和竞争力》2020-02-16
- 《中际旭创-公司点评:云计算+5G 驱动长期成长，短期费用影响有望消除》2020-02-05

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,357.08	5,156.31	4,720.19	5,860.99	7,379.44
增长率(%)	1690.82	118.76	(8.46)	24.17	25.91
EBITDA(百万元)	459.31	1,238.74	785.41	1,246.90	1,608.01
净利润(百万元)	161.51	623.12	513.45	902.95	1,207.77
增长率(%)	1,506.36	285.82	(17.60)	75.86	33.76
EPS(元/股)	0.23	0.87	0.72	1.27	1.69
市盈率(P/E)	261.37	67.74	82.28	46.75	34.95
市净率(P/B)	10.54	8.84	7.63	6.65	5.68
市销率(P/S)	17.91	8.19	8.95	7.20	5.72
EV/EBITDA	60.42	16.13	52.39	33.40	24.50

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	957.23	1,041.18	2,569.14	2,042.87	4,290.60	营业收入	2,357.08	5,156.31	4,720.19	5,860.99	7,379.44
应收票据及应收账款	1,100.64	880.48	692.92	1,130.50	1,001.34	营业成本	1,725.51	3,749.97	3,427.35	4,148.12	5,237.28
预付账款	73.64	54.55	59.69	78.58	96.00	营业税金及附加	6.45	10.18	7.08	8.21	9.59
存货	1,969.00	2,118.97	1,117.97	2,684.47	1,825.41	营业费用	32.02	60.23	53.34	52.75	59.04
其他	207.25	62.92	165.69	86.28	196.18	管理费用	116.61	253.35	233.65	263.74	295.18
<b>流动资产合计</b>	<b>4,307.76</b>	<b>4,158.11</b>	<b>4,605.41</b>	<b>6,022.71</b>	<b>7,409.53</b>	研发费用	129.31	309.47	292.65	339.94	405.87
长期股权投资	25.40	102.52	102.52	102.52	102.52	财务费用	37.13	79.21	(0.39)	(12.84)	(25.75)
固定资产	1,162.10	1,496.56	1,664.91	1,763.18	1,729.10	资产减值损失	20.29	66.02	120.00	50.00	30.00
在建工程	109.48	148.10	75.24	46.10	34.44	公允价值变动收益	(109.24)	14.21	0.00	0.00	0.00
无形资产	454.18	413.95	346.17	278.39	210.61	投资净收益	10.99	6.65	(13.00)	10.00	12.00
其他	1,751.10	1,760.96	1,757.41	1,753.87	1,750.32	其他	182.15	(74.87)	26.00	(20.00)	(24.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,502.27</b>	<b>3,922.09</b>	<b>3,946.26</b>	<b>3,944.05</b>	<b>3,826.98</b>	<b>营业利润</b>	<b>205.87</b>	<b>681.89</b>	<b>573.51</b>	<b>1,021.08</b>	<b>1,380.24</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,810.02</b>	<b>8,080.20</b>	<b>8,551.67</b>	<b>9,966.76</b>	<b>11,236.51</b>	营业外收入	0.41	3.08	3.40	5.00	8.00
短期借款	434.44	389.80	300.00	300.00	300.00	营业外支出	0.39	(9.98)	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,673.98	941.94	962.15	1,342.36	1,567.24	<b>利润总额</b>	<b>205.89</b>	<b>694.95</b>	<b>576.91</b>	<b>1,026.08</b>	<b>1,388.24</b>
其他	838.70	1,535.78	1,433.67	1,656.49	1,614.38	所得税	44.39	71.84	63.46	123.13	180.47
<b>流动负债合计</b>	<b>2,947.12</b>	<b>2,867.52</b>	<b>2,695.82</b>	<b>3,298.85</b>	<b>3,481.62</b>	<b>净利润</b>	<b>161.51</b>	<b>623.12</b>	<b>513.45</b>	<b>902.95</b>	<b>1,207.77</b>
长期借款	241.28	269.51	150.00	150.00	150.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>161.51</b>	<b>623.12</b>	<b>513.45</b>	<b>902.95</b>	<b>1,207.77</b>
其他	615.77	166.69	166.69	166.69	166.69	每股收益(元)	0.23	0.87	0.72	1.27	1.69
<b>非流动负债合计</b>	<b>857.05</b>	<b>436.20</b>	<b>316.69</b>	<b>316.69</b>	<b>316.69</b>						
<b>负债合计</b>	<b>3,804.16</b>	<b>3,303.72</b>	<b>3,012.51</b>	<b>3,615.54</b>	<b>3,798.31</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
股本	473.86	475.46	713.77	713.17	713.17	营业收入	1690.82%	118.76%	-8.46%	24.17%	25.91%
资本公积	3,555.03	3,696.50	3,492.57	3,492.57	3,492.57	营业利润	-8628.86%	231.23%	-15.89%	78.04%	35.17%
留存收益	3,820.64	4,567.22	4,825.39	5,638.05	6,725.04	归属于母公司净利润	1506.36%	285.82%	-17.60%	75.86%	33.76%
其他	(3,843.67)	(3,962.70)	(3,492.57)	(3,492.57)	(3,492.57)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,005.86</b>	<b>4,776.48</b>	<b>5,539.16</b>	<b>6,351.21</b>	<b>7,438.20</b>	毛利率	26.79%	27.27%	27.39%	29.23%	29.03%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>7,810.02</b>	<b>8,080.20</b>	<b>8,551.67</b>	<b>9,966.76</b>	<b>11,236.51</b>	净利率	6.85%	12.08%	10.88%	15.41%	16.37%
						ROE	4.03%	13.05%	9.27%	14.22%	16.24%
						ROIC	40.56%	16.91%	9.42%	19.98%	20.37%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	资产负债率	48.71%	40.89%	35.23%	36.28%	33.80%
净利润	161.51	623.12	513.45	902.95	1,207.77	净负债率	1.61%	14.25%	-19.08%	-8.35%	-37.35%
折旧摊销	101.56	203.32	212.29	238.66	253.52	流动比率	1.46	1.45	1.71	1.83	2.13
财务费用	23.73	79.20	(0.39)	(12.84)	(25.75)	速动比率	0.79	0.71	1.29	1.01	1.60
投资损失	(10.99)	(6.65)	(7.00)	(10.00)	(12.00)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	160.86	(805.58)	1,002.30	(1,336.98)	1,047.23	应收账款周转率	3.99	5.21	6.00	6.43	6.92
其它	(395.31)	566.61	0.00	0.00	(0.00)	存货周转率	2.31	2.52	2.92	3.08	3.27
<b>经营活动现金流</b>	<b>41.36</b>	<b>660.01</b>	<b>1,720.65</b>	<b>(218.21)</b>	<b>2,470.76</b>	总资产周转率	0.56	0.65	0.57	0.63	0.70
资本支出	2,658.21	1,060.36	240.00	240.00	140.00	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	3.32	77.12	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.23	0.87	0.72	1.27	1.69
其他	(2,807.89)	(1,810.56)	(473.00)	(470.00)	(268.00)	每股经营现金流	0.06	0.93	2.41	-0.31	3.46
<b>投资活动现金流</b>	<b>(146.35)</b>	<b>(673.08)</b>	<b>(233.00)</b>	<b>(230.00)</b>	<b>(128.00)</b>	每股净资产	5.62	6.70	7.76	8.91	10.43
债权融资	1,021.90	1,721.75	1,512.44	1,512.44	1,512.44	<b>估值比率</b>					
股权融资	3,253.60	86.30	300.96	12.24	25.75	市盈率	261.37	67.74	82.28	46.75	34.95
其他	(3,294.88)	(1,671.07)	(1,773.09)	(1,602.73)	(1,633.22)	市净率	10.54	8.84	7.63	6.65	5.68
<b>筹资活动现金流</b>	<b>980.62</b>	<b>136.98</b>	<b>40.31</b>	<b>(78.06)</b>	<b>(95.03)</b>	EV/EBITDA	60.42	16.13	52.39	33.40	24.50
汇率变动影响	0.00	0.00	(20.00)	0.00	0.00	EV/EBIT	77.53	19.26	71.80	41.30	29.09
<b>现金净增加额</b>	<b>875.63</b>	<b>123.91</b>	<b>1,507.96</b>	<b>(526.27)</b>	<b>2,247.73</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com