

中际旭创 (300308.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 62.50 元

不惧疫情的高增

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	7.13
已上市流通 A 股(亿股)	3.99
总市值(亿元)	442.73
年内股价最高最低(元)	63.51/52.00
沪深 300 指数	3830
创业板指	2030

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.311	0.719	1.239	1.760	2.241
每股净资产(元)	10.046	9.704	10.817	12.521	14.656
每股经营性现金流(元)	1.388	0.798	0.805	0.971	1.877
市盈率(倍)	31.05	72.49	50.46	35.50	27.89
净利润增长率(%)	285.82%	-17.59%	72.03%	42.13%	27.29%
净资产收益率(%)	13.05%	7.41%	11.45%	14.06%	15.29%
总股本(百万股)	475.46	713.77	713.17	713.17	713.17

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司披露 2019 年年度报告, 实现营业收入 47.58 亿元, 同比下降 7.73%; 归属于上市公司股东的净利润 5.13 亿元, 同比下降 17.59%; 归属于上市公司股东的扣非净利润 4.3 亿元, 同比下降 27.21%。公司同时发布 2020 年度一季报, 一季度实现营业收入 13.26 亿元, 同比增长 51.0%, 归母净利润 1.54 亿元, 同比增长 54.43%。

经营分析

- 经营探底回升, 连续两季度实现同比高增。**公司 2019 年全年销售光模块 462 万块, 同比增长 9.48%, 收入下降 7.32%, 显示需求放缓下竞争加剧, 尤其是公司主力产品 100G 光模块出货量增速低于价格下降幅度。分季度看, 自 2019 年 Q1 本轮营收、利润单季见底后, 公司经营实现连续三个季度环比提升, 并于 2019 年 Q4 录得一年来的首次同比增长。2020 年 Q1 实现营收 YoY +51.44%, 归母净利润 YoY +54.43%, 显示需求复苏强劲。报告期内, 公司不断夯实经营基础, 维持稳定盈利能力, 行业竞争力进一步增强。产品方面, 公司数通 100G 产品市占率稳中有升, 400G 产品率先出货, 全球出货份额预计在 50% 以上; 5G 前传光模块尤其是 10KM 产品在华为、中兴获取领先市场份额。光模块产品综合毛利 27.29%, 同比小幅提升 0.08pp, 其中 10G/40G 产品毛利提升显著, 同比增加 4.87pp, 25G/100G/400G 产品毛利同比下降 1.42pp。
- 数通 400G 和 5G 电信产品是未来成长核心驱动力。**云巨头资本开支回暖伴随光网络升级, 400G 是持续高增第一驱动力。FAMGA+BAT 八大云计算巨头合计资本开支 2019 年 Q2 见底, Q3/Q4 回升明显, 预计 2020 年全球数通 100G 光模块出货~50% 增长。同时, 公司在 400G 布局领先, 2019 年市场份额预计 50%+, 20 年有望为公司带来约 20 亿新增收入。5G 是第二驱动力, 20 年 5G 进入规模部署期, 公司前传光模块出货量有望实现同比 200% 增长。同时公司积极布局中回传市场, 预计整体 5G 产品 20 年收入将实现同比 100% 以上增长。
- 疫情对公司经营影响有限, 持续高增可期。**一季度公司在疫情爆发情况下, 营收、利润均实现 50%+ 增长。公司主要生产制造在国内, 目前已全面复工。同时光模块产品上游元器件品类相对较少, 下游集中在少数云计算巨头和主设备商, 供应链具备较强鲁棒性。预判疫情不影响公司全年高增前景。

盈利调整及投资建议

- 预计公司 2020-2022 年实现营收 77/104/124 亿, 净利润分别为 8.83/12.56/15.98 亿元, 对应 EPS 1.24/1.76/2.24 元, 维持“买入”评级。

风险提示

- 中美贸易摩擦升级; 竞争加剧导致价格下跌超预期; 北美云计算市场回暖程度不及预期; 400G 光模块商用进展低于预期; 硅光产品研发进展不达预期。



相关报告

1.《夯实基础, 蓄势待发-中际旭创 3 季报点评》, 2019.10.30

2.《经营探底, 质量提升, 成长可期-中际旭创中报点评》, 2019.8.26

罗露

分析师 SAC 执业编号: S1130520020003
luolu@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,357	5,156	4,758	7,652	10,396	12,394
增长率		118.8%	-7.7%	60.8%	35.9%	19.2%
主营业务成本	-1,726	-3,750	-3,468	-5,582	-7,573	-9,023
%销售收入	73.2%	72.7%	72.9%	73.0%	72.9%	72.8%
毛利	632	1,406	1,290	2,070	2,823	3,371
%销售收入	26.8%	27.3%	27.1%	27.1%	27.2%	27.2%
营业税金及附加	-6	-10	-17	-27	-36	-43
%销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-32	-60	-55	-86	-114	-133
%销售收入	1.4%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用	-246	-253	-275	-406	-520	-583
%销售收入	10.4%	4.9%	5.8%	5.3%	5.0%	4.7%
息税前利润 (EBIT)	347	773	582	993	1,414	1,770
%销售收入	14.7%	15.0%	12.2%	13.0%	13.6%	14.3%
财务费用	-37	-79	-17	-71	-94	-76
%销售收入	1.6%	1.5%	0.4%	0.9%	0.9%	0.6%
资产减值损失	-20	-66	-142	-34	-11	-7
公允价值变动收益	-109	14	0	0	0	0
投资收益	11	7	68	45	50	60
%税前利润	5.3%	1.0%	11.7%	4.5%	3.5%	3.3%
营业利润	206	682	576	993	1,419	1,816
营业利润率	8.7%	13.2%	12.1%	13.0%	13.6%	14.7%
营业外收支	0	13	0	0	0	0
税前利润	206	695	577	993	1,419	1,816
利润率	8.7%	13.5%	12.1%	13.0%	13.6%	14.7%
所得税	-44	-72	-63	-109	-163	-218
所得税率	21.6%	10.3%	11.0%	11.0%	11.5%	12.0%
净利润	162	623	513	883	1,256	1,598
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	162	623	513	883	1,256	1,598
净利率	6.9%	12.1%	10.8%	11.5%	12.1%	12.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	162	623	513	883	1,256	1,598
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	122	269	388	274	281	312
非经营收益	115	90	-4	65	87	64
营运资金变动	-357	-323	-328	-648	-930	-635
经营活动现金净流	41	660	569	575	693	1,340
资本开支	-419	-603	-758	-310	-375	-435
投资	23	-72	-700	0	0	0
其他	250	2	-481	45	50	60
投资活动现金净流	-146	-673	-1,939	-265	-325	-375
股权募资	760	52	1,524	0	74	60
债权募资	260	151	159	611	70	-560
其他	-45	-51	-118	-199	-251	-260
筹资活动现金净流	974	152	1,565	412	-108	-760
现金净流量	869	139	195	722	261	205

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	957	1,041	1,236	1,958	2,219	2,424
应收款项	1,110	884	1,503	1,977	2,714	3,294
存货	1,969	2,119	2,504	3,407	4,519	5,262
其他流动资产	272	114	749	785	829	863
流动资产	4,308	4,158	5,991	8,127	10,281	11,843
%总资产	55.2%	51.5%	57.1%	64.0%	68.7%	71.1%
长期投资	29	107	222	222	222	222
固定资产	1,272	1,645	2,100	2,143	2,208	2,291
%总资产	16.3%	20.4%	20.0%	16.9%	14.8%	13.7%
无形资产	2,173	2,147	2,141	2,168	2,209	2,257
非流动资产	3,502	3,922	4,500	4,571	4,682	4,818
%总资产	44.8%	48.5%	42.9%	36.0%	31.3%	28.9%
资产总计	7,810	8,080	10,491	12,698	14,963	16,661
短期借款	781	1,452	933	1,682	1,752	1,192
应付款项	2,057	1,332	1,767	2,503	3,396	4,061
其他流动负债	109	83	126	168	220	263
流动负债	2,947	2,868	2,826	4,354	5,368	5,517
长期贷款	241	270	466	466	466	466
其他长期负债	616	167	273	164	199	226
负债	3,804	3,304	3,565	4,983	6,033	6,208
普通股股东权益	4,006	4,776	6,926	7,715	8,930	10,452
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	7,810	8,080	10,491	12,698	14,963	16,661

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.341	1.311	0.719	1.239	1.760	2.241
每股净资产	8.454	10.046	9.704	10.817	12.521	14.656
每股经营现金净流	0.087	1.388	0.798	0.805	0.971	1.877
每股股利	0.000	0.000	0.084	0.130	0.160	0.190
回报率						
净资产收益率	4.03%	13.05%	7.41%	11.45%	14.06%	15.29%
总资产收益率	2.07%	7.71%	4.89%	6.96%	8.39%	9.59%
投入资本收益率	5.37%	10.56%	6.17%	8.89%	11.14%	12.77%
增长率						
主营业务收入增长率	1690.82%	118.76%	-7.73%	60.83%	35.86%	19.22%
EBIT增长率	N/A	122.67%	-24.78%	70.80%	42.35%	25.18%
净利润增长率	1506.36%	285.82%	-17.59%	72.03%	42.13%	27.29%
总资产增长率	1135.46%	3.46%	29.84%	21.03%	17.84%	11.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	82.7	65.6	75.7	77.0	78.0	79.0
存货周转天数	215.8	198.9	243.3	225.0	220.0	215.0
应付账款周转天数	149.6	107.3	108.5	110.0	111.0	113.0
固定资产周转天数	180.0	105.9	149.6	95.0	72.2	63.0
偿债能力						
净负债/股东权益	1.61%	14.25%	-6.75%	-5.71%	-7.07%	-13.36%
EBIT利息保障倍数	9.4	9.8	34.1	13.9	15.0	23.2
资产负债率	48.71%	40.89%	33.98%	39.24%	40.32%	37.26%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	15	38
增持	0	0	0	7	19
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.32	1.33

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

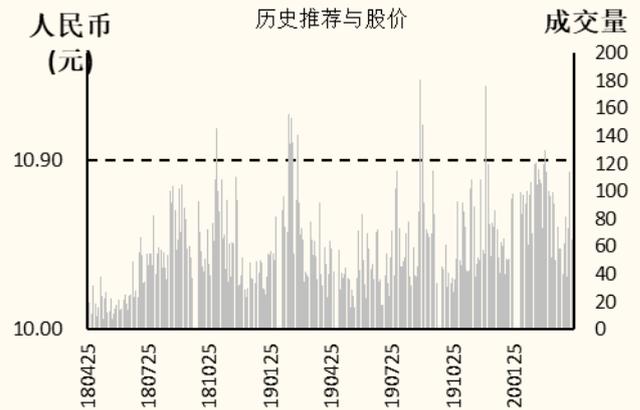
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-09-17	买入	42.94	60.00~60.00
2	2018-10-30	买入	40.49	N/A
3	2019-04-24	买入	54.40	N/A
4	2019-08-26	买入	40.29	N/A
5	2019-10-30	买入	41.20	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH