

中國：通信設備

2021年03月25日

投資建議：
買進 (維持評等)

 目標價隱含漲/跌幅：**66.5%**

 日期 **2021/03/24**

收盤價	RMB34.41
十二個月目標價	RMB57.3
前次目標價	RMB72.1
深圳 A 股指數	2,267.1

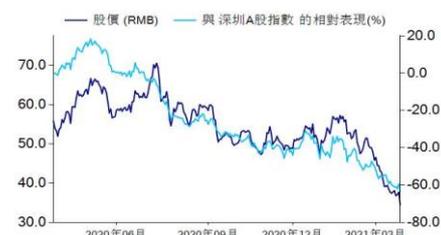
資訊更新：

- ▶ 歸母淨利潤為 1.18-1.45 億，同比下降 23.21%-5.64%。或與需求放緩、訂單延遲有關。
- ▶ 公告稱高管擬提前終止減持計劃並擬增持。

本中心觀點：

- ▶ 預計 Q2 起 100G/200G/400G 以及電信市場的需求將回暖。
- ▶ 考慮到 100G 需求不及預期、400G 競爭加劇對全年業績及估值的壓制，下調 2021 年 EPS 預估至 1.59 元，下調目標價至 57.3 元。

公司簡介： 中際旭創主要從事 10G/25G/100G/400G 等高速光通信收發模塊的研發設計與製造銷售。

股價相對深圳 A 股指數表現


市值	RMB24,534.9 百萬元
六個月平均日成交量	RMB254.2 百萬元
總股本股數 (百萬股)	713.2
流通 A 股股數比例	98.7%
自由流通股數比例	66.3%
大股東：持股比率	山東中際投資控股有限公司, 18.17%
淨負債比率 (2021F)	(24.5%)
每股淨值 (2021F)	RMB14.51
股價淨值比 (2021F)	2.37 倍

簡明損益表 (RMB 百萬元)

年初至 12 月	2019A	2020F	2021F	2022F
營業收入	4,758	7,053	9,098	11,221
營業利益 **	582	773	1,022	1,317
稅後純益 *	513	849	1,136	1,438
每股盈餘 (元)	0.72	1.19	1.59	2.02
每股盈餘年增率 (%)	(45.1)	65.5	33.8	26.6
本益比 (倍)	47.8	28.9	21.6	17.1
股東權益報酬率 (%)	7.4%	10.0%	11.0%	11.5%
殖利率 (%)	0.2	0.3	0.4	0.5
每股股利 (元)	0.08	0.11	0.14	0.18

* 歸屬母公司稅後純益

** 經研究員調整

張亞文 CFA FRM

Alvinzhang@yuanta.com

Bloomberg code: YUTA

中際旭創 (300308 SZ)

訂單延遲拖累 Q1 業績，200G/400G 需求回暖在即

Q1 淨利潤同比-23.21%~-5.64%，客戶訂單延遲：中際旭創公佈 Q1 業績預告，報告稱銷售收入同期穩中略增，而歸母淨利潤為 1.18-1.45 億，同比下降 23.21%-5.64%。業績下滑一方面由於去年因疫情下游加大採購導致基數較高，另一方面部分海外客戶在年初決策全年採購計劃的執行方案，導致訂單有所推後。從以往來看 Q1 通常也是光模塊採購的淡季。另外，利潤率的下降也與加大研發投入、股權激勵費用支出相關。

100G 需求放緩，200G/400G 環比有望提升：由於去年疫情導致上半年流量激增、下游雲廠商拉貨，導致下半年進入消化庫存階段。目前來看 2021 年海內外雲廠商對於 100G 產品的需求略不及預期；400G 較前一季環比持平，預計 2021 年後三個季度放量速度有望加快，400G 龍頭地位依然穩固。FB 對於 2021 年的資本支出指引是在 210-230 億美元，在 200G 方面成為需求主力。預計從 Q2 起在 100G、200G、400G 的需求將同步回暖。

高端產能 2021 起釋放，估值降至歷史低位性價比凸顯：電信方面由於運營商三期招標未開啟，在 Q1 也相較慘淡，不過有望隨著 Q2 規模建設再起。由於 400G 佔比的提升有望帶動整體毛利率。此前募投的高端產能從 2021-2022 年逐步釋放（合計約 95 萬隻 400G 產能），打開業績空間。目前 2021F PE 僅為 21 倍，遠低於歷史平均水平。公司公告稱高管提前終止減持計劃、並擬在未來六個月增持公司股份，或彰顯對未來發展信心。仍舊看好旭創在數通光模塊的龍頭地位，但考慮到 100G 需求不及預期、400G 競爭加劇對全年業績及估值的壓制，下調 2021 年 EPS 預估至 1.59 元，同時下調目標價至 57.3 元。

分析師聲明及重要披露事項請參見附錄 A。

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。

資產負債表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
現金與短期投資	1,041	1,236	2,471	3,734	4,832
存貨	2,119	2,504	3,321	3,701	4,662
應收帳款及票據	880	1,133	1,186	1,556	1,519
其他流動資產	117	1,119	100	100	100
流動資產	4,158	5,991	7,078	9,091	11,113
長期投資	103	221	521	821	1,021
固定資產	1,645	2,100	2,483	2,838	3,146
什項資產	2,175	2,178	2,107	2,037	1,970
其他資產	3,922	4,500	5,110	5,696	6,137
資產總額	8,080	10,491	12,188	14,788	17,250
應付帳款及票據	942	1,431	1,481	2,215	2,431
短期借款	1,452	933	633	333	133
什項負債	473	461	500	500	500
流動負債	2,868	2,826	2,614	3,048	3,064
長期借款	270	466	666	866	1,066
其他負債及準備	167	273	405	523	645
長期負債	436	739	1,071	1,388	1,710
負債總額	3,304	3,565	3,685	4,436	4,774
股本	475	713	713	713	713
資本公積	3,428	4,890	5,678	6,466	7,254
保留盈餘	871	1,321	2,110	3,169	4,505
換算調整數	3	2	2	2	2
歸屬母公司之權益	4,776	6,926	8,503	10,351	12,475
少數股權	0	0	0	0	0
股東權益總額	4,776	6,926	8,503	10,351	12,475

資料來源：公司資料、元大證券(香港)

現金流量表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
本期純益	623	513	849	1,136	1,438
折舊及攤提	201	241	265	310	355
本期營運資金變動	(518)	(1,161)	236	(16)	(708)
其他營業資產	353	975	0	0	0
營運活動之現金流量	660	569	1,350	1,431	1,086
資本支出	(608)	(759)	(600)	(600)	(600)
本期長期投資變動	(77)	(119)	(300)	(300)	(200)
其他資產變動	12	(1,062)	25	4	4
投資活動之現金流量	(673)	(1,939)	(875)	(896)	(796)
股本變動	52	1,524	788	788	788
本期負債變動	700	(323)	(100)	(100)	0
其他調整數	(615)	356	72	41	20
融資活動之現金流量	137	1,557	760	729	808
匯率影響數	0	0	0	0	0
本期產生現金流量	124	187	1,235	1,264	1,098
自由現金流量	(13)	(1,370)	475	535	290

資料來源：公司資料、元大證券(香港)

損益表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
營業收入	5,156	4,758	7,053	9,098	11,221
銷貨成本	(3,750)	(3,468)	(5,315)	(6,745)	(8,479)
營業毛利	1,406	1,290	1,739	2,353	2,741
營業費用	(633)	(708)	(966)	(1,332)	(1,424)
營業利益	773	582	773	1,022	1,317
利息收入	0	13	0	0	0
利息費用	(79)	(30)	(20)	(20)	(20)
利息收入淨額	(79)	(17)	(20)	(20)	(20)
投資利益(損失)淨額	40	152	129	166	205
其他業外收入(支出)淨額	(39)	(140)	58	88	88
非常項目淨額	0	0	0	0	0
稅前純益	695	577	939	1,255	1,589
所得稅費用	(72)	(63)	(90)	(119)	(151)
稅後純益	623	513	849	1,136	1,438
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之淨利	623	513	849	1,136	1,438
稅前息前折舊攤銷前淨利	974	823	1,038	1,332	1,672
每股盈餘 (RMB)	1.3	0.7	1.2	1.6	2.0
每股盈餘 - 調整員工分紅 (RMB)	1.3	0.7	1.2	1.6	2.0

資料來源：公司資料、元大證券(香港)

主要財務報表分析

年初至 12 月	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
年成長率 (%)					
營業收入	118.8	(7.7)	48.2	29.0	23.3
營業利益	122.7	(24.8)	32.9	32.2	28.9
稅前息前折舊攤銷前	117.2	(15.6)	26.1	28.3	25.6
稅後純益	287.9	(17.6)	65.4	33.8	26.6
每股盈餘	286.6	(45.1)	65.5	33.8	26.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	27.3	27.1	24.6	25.9	24.4
營業利益率	15.0	12.2	11.0	11.2	11.7
稅前息前折舊攤銷前淨利率	18.9	17.3	14.7	14.6	14.9
稅後純益率	12.1	10.8	12.0	12.5	12.8
資產報酬率	7.8	5.5	7.5	8.4	9.0
股東權益報酬率	13.0	7.4	10.0	11.0	11.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	36.0	20.2	15.3	11.6	9.6
淨負債比率 (%)	14.2	2.3	(13.8)	(24.5)	(29.1)
利息保障倍數 (倍)	9.8	20.2	48.2	64.1	80.9
利息及短期債	0.5	0.6	1.5	3.6	10.5
現金流量對利息保障倍數 (倍)	8.3	19.0	67.9	71.9	54.6
現金流量對利息及短期債保障倍數 (倍)	0.4	0.6	2.1	4.1	7.1
流動比率 (倍)	1.5	2.1	2.7	3.0	3.6
速動比率 (倍)	0.7	1.2	1.4	1.8	2.1
淨負債 (RMB 百萬)	680.57	162.46	(1,172.10)	(2,535.75)	(3,633.44)
每股淨值 (RMB)	10.05	9.70	11.92	14.51	17.49
評價指標 (倍)					
本益比	26.3	47.8	28.9	21.6	17.1
股價自由現金流量比	(1,252.3)	(17.9)	51.7	45.9	84.6
股價淨值比	3.4	3.5	2.9	2.4	2.0
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	16.8	29.8	23.6	18.4	14.7
股價營收比	3.2	5.2	3.5	2.7	2.2

資料來源：公司資料、元大證券(香港)

附錄 A：重要披露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

中際旭創 (300308 SZ) - 投資建議與目標價三年歷史趨勢



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	2018/10/30	40.49	52.90	52.90	買進	元大 研究中心
2	2019/04/10	53.56	62.80	62.80	買進	元大 研究中心
3	2019/07/15	32.41	40.30	40.30	買進	元大 研究中心
4	2019/08/26	40.29	45.30	45.30	買進	元大 研究中心
5	2019/10/31	42.00	49.10	49.10	買進	元大 研究中心
6	2019/12/18	50.66	57.90	57.90	買進	元大 研究中心
7	2020/04/13	55.25	65.50	65.50	買進	元大 研究中心
8	2020/04/24	62.50	70.50	70.50	買進	元大 研究中心
9	2020/07/13	69.39	82.30	82.30	買進	元大 研究中心
10	2021/02/04	50.35	72.10	72.10	買進	張 亞文

資料來源：Bloomberg、元大證券(香港)

注：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越大盤：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於大盤。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後大盤：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於大盤。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

注：元大給予個股之目標價系依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2021 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)系獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部
元大證券(香港)有限公司
香港夏愨道 18 號
海富中心 1 座 23 樓