

证券研究报告—动态报告

信息技术

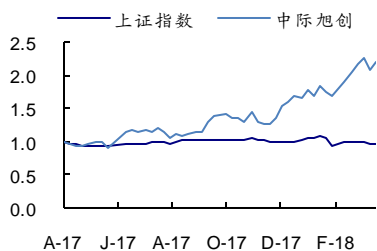
通信

中际旭创(300308)
增持

2017 年报点评

(维持评级)

2018年04月13日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	474/216
总市值/流通(百万元)	36,909/16,825
上证综指/深圳成指	3,208/10,808
12个月最高/最低(元)	80.55/29.29

相关研究报告:

《中际旭创-300308-跟踪报告:海外光模块企业浅析系列之 Finisar:全球光通信器件行业巨擘》——2018-02-23

《中际旭创-300308-跟踪报告:海外光模块企业浅析系列之 Oclaro:100G 产品驱动企业腾飞》——2018-01-05

《中际旭创-300308-跟踪报告:海外光模块企业浅析系列之 NPTN:全球光子集成领域的王者》——2018-01-04

《中际旭创-300308-2017 年三季报点评:苏州旭创完成并表,业绩符合市场预期》——2017-10-30

《中际装备-300308-跟踪报告:海外光模块企业浅析系列之 AAOI:北美数据中心光模块领域的黑马》——2017-09-18

证券分析师:程成

电话:0755-22940300
 E-MAIL:chengcheng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513040001

证券分析师:汪洋

电话:010-88005317
 E-MAIL:wangyang7@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517090001

独立性声明:

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。

财报点评
业绩符合市场预期,100G 光模块放量增长
● 业绩增长符合市场及我们预期,旭创超额完成对赌业绩

2017 年,公司实现收入 23.57 亿元,同比增长 16.9 倍,归母净利润 1.62 亿元,同比增长 15.1 倍,归母扣非净利润 2.65 亿元,同比增长 585 倍。业绩符合市场及我们预期。公司业绩大幅增长主要原因为旭创并表及高端光模块需求强劲。苏州旭创实现扣非净利润 5.89 亿元,超额完成对赌业绩 3.73 亿元,业绩实现率为 272.79%。

● 紧抓 100G 升级机遇,巩固光模块细分领域龙头地位

受益于北美数通市场的高速发展,苏州旭创紧抓 Google、Amazon、Microsoft 等巨头 IDC 光模块向 100G 升级的机遇,迅速推出产品并批量出货,巩固在光模块细分领域龙头地位。苏州旭创连续两年实现超过 100% 的增幅,且近三年业绩增速逐年创新高。2017 年业绩爆发式增长得益于 100G CWD4 市场需求强劲,100G 光模块放量增长。

● 未来国内数通及电信市场将成为公司重要增量市场

未来三年, BATJ 等互联网巨头加大在数据中心领域的投资是大势所趋,国内数据中心将迎来新建升级浪潮,光模块需求有望向国内转移,形成公司中长期业绩快速增长的有力支撑。同时,公司积极布局 400G 产品,经过研发推出了 OSFP 和 QSFP-DD 两种技术路线的新产品,为未来数据中心向 400G 演进奠定基础。此外,公司深入布局 5G 电信市场,与国内外通信主设备商进行了广泛合作,已形成覆盖前传、中传、回传的全面的 5G 基站光模块产品系列,为参与未来我国 5G 通信网络建设做好充分准备。

● 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,根据公司最新公布各类光模块营收及毛利率情况,我们更新了财务预测模型,小幅上调了 2018 年盈利预测,预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 76.71/114.38/148.27 亿元,归母净利润分别为 8.84/13.75/19.61 亿元,同比增速为 455.9%/55.6%/42.6%,当前股价对应的动态 PE 为 42/27/19 倍,维持“增持”评级,建议重点关注。

● 风险提示:光模块、光器件市场竞争加剧;100G 光模块需求不及预期。
盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	132	2,357	7,671	11,438	14,827
(+/-%)	8.4%	1690.8%	225.5%	49.1%	29.6%
净利润(百万元)	10	162	884	1375	1961
(+/-%)	79.7%	1506.4%	455.9%	55.6%	42.6%
摊薄每股收益(元)	0.02	0.34	1.86	2.90	4.14
EBIT Margin	7.4%	10.3%	15.7%	15.7%	16.7%
净资产收益率(ROE)	1.8%	4.0%	18.5%	23.0%	25.6%
市盈率(PE)	3671.0	232.2	41.8	26.8	18.8
EV/EBITDA	901.4	90.8	30.5	21.8	16.3
市净率(PB)	66.4	9.2	7.73	6.19	4.81

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台

 点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

业绩符合市场预期，苏州旭创超额完成对赌业绩

2017年，公司实现收入 23.57 亿元，同比增长 16.9 倍，归母净利润 1.62 亿元，同比增长 15.1 倍，归母扣非净利润 2.65 亿元，同比增长 585 倍。业绩符合市场及我们预期，亦在年报业绩预告的范围之内（1.4 亿元-1.8 亿元）。公司业绩大幅增长主要原因为子公司旭创并表及高端光模块需求强劲。

2017 年，苏州旭创实现扣非净利润 5.89 亿元，超额完成对赌业绩 3.73 亿元，业绩实现率为 272.79%。

表 1: 苏州旭创完成对赌业绩情况 (亿元)

年份	2016	2017	2018
承诺完成扣非净利润	1.73	2.16	2.79
实际完成扣非净利润	2.36	5.89	N/A

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

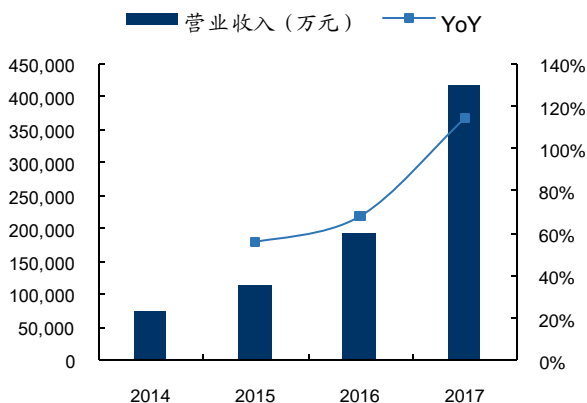
此外，公司发布 2018 年一季度业绩预告，预计一季度实现归母净利润 1.46 亿元-1.51 亿元。苏州旭创实现净利润约 1.78 亿元-1.83 亿元，中际智能实现净利润为 300 万元-450 万元。股权激励费用、超额业绩奖励、固定资产摊销等因素对一季度合并净利润影响约为 1822 万元。

紧抓 100G 升级机遇，巩固细分领域龙头地位

受益于北美数通市场的高速发展，苏州旭创紧抓 Google、Amazon、Microsoft 等巨头 IDC 光模块向 100G 升级的机遇，迅速推出产品并批量出货，巩固在光模块细分领域龙头地位。

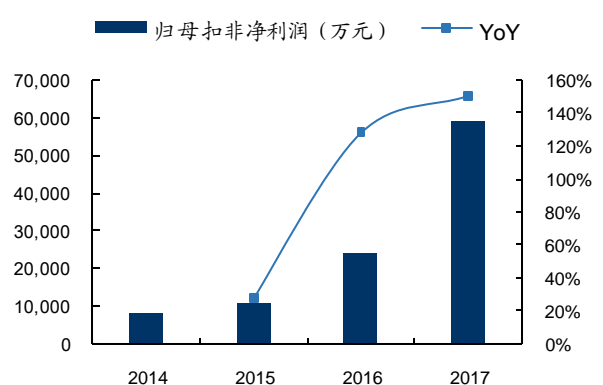
2017 年，苏州旭创实现扣非净利润 5.89 亿元，同比增长 149.49%，连续两年实现超过 100% 的增幅，且近三年业绩增速逐年创新高。2017 年业绩爆发式增长得益于 100G CWDM4 市场需求强劲，100G 光模块放量增长。

图 1: 苏州旭创近四年营收及增长情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理及预测（17 年为预测值）

图 2: 苏州旭创近四年净利润及增长情况



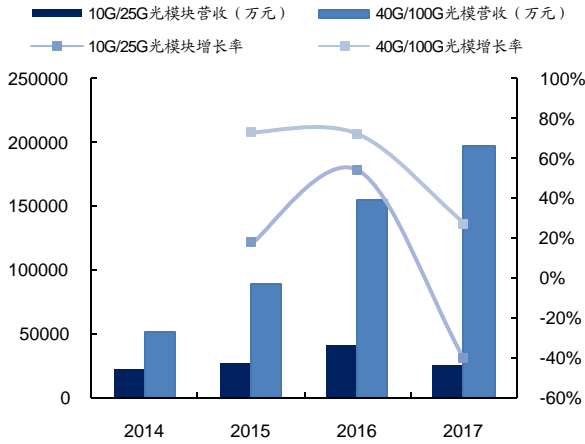
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

从产品结构来看，公司近四年产品结构发生了较大变化，40G/100G 产品营收占比逐渐提升。并表期间，40G/100G 产品营收占比达到 83.29%，成为核心主打产品。

毛利率方面，并表期间 40G/100G 光模块毛利率为 26.65%，与 2016 年相比略微下滑 3.05pct，我们认为可能与 100G 产品降价有关；10G/25G 光模块毛利

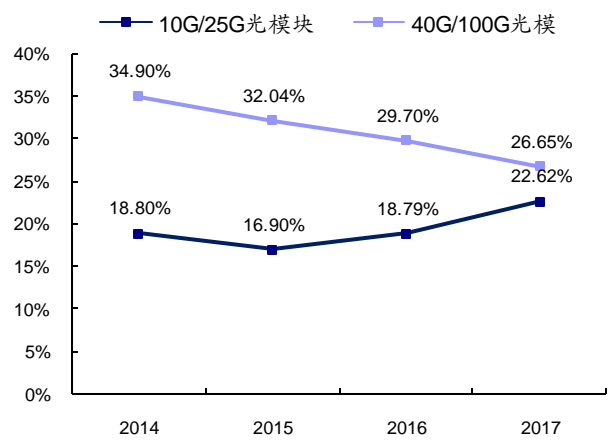
率为 22.62%，与 2016 年相比提升 3.83pct。

图 3：苏州旭创近四年各产品营收及增长情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：苏州旭创近四年各产品毛利率情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

未来国内数通及电信市场将成为重要增量市场

国内数据中心市场与北美差距较大，但增长迅速，国内 ICP 对数据中心的需求还远未得到释放。未来三年，BATJ 等互联网巨头加大在数据中心领域的投资是大势所趋，国内数据中心将迎来新建升级浪潮，光模块需求有望向国内转移，形成公司中长期业绩快速增长的有力支撑。同时，公司积极布局 400G 产品，经过研发推出了 OSFP 和 QSFP-DD 两种技术路线的新产品，为未来数据中心向 400G 演进奠定基础。

此外，公司深入布局 5G 电信市场，与国内外通信主设备商进行了广泛合作，已形成覆盖前传、中传、回传的全面的 5G 基站光模块产品系列，为参与未来我国 5G 通信网络建设做好充分准备。

看好公司在光模块领域的发展，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，根据公司最新公布的各类光模块营收及毛利率情况，我们更新了财务预测模型，小幅上调了 2018 年盈利预测：

- 1) 高端光通信收发模块业务：2017 年受益于亚马逊 IDC 光模块向 100G 升级，公司 100G CWDM4 光模块放量增长，我们预计 2018 年随着 100G 高端光模块性价比的提升，Microsoft、Facebook 等也将会大规模向 100G 升级，伴随公司 400G 光模块的逐渐推出，提高公司 2018-2020 年高端光模块业务营收增速为 240%/50%/30%（2018 年旭创全年并表，2017 年仅并表两个季度）；
- 2) 电工机械专用设备制造业务：公司将传统电机定子绕组制造业务划转至子公司中际智能，保持现有规模发展，我们预计 2018-2020 年电机定子绕组业务平稳发展，营收增速为 10%/8%/6%。

根据上述两个假设下，我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 76.71/114.38/148.27 亿元，归母净利润分别为 8.84/13.75/19.61 亿元，同比增速为 455.9%/55.6%/42.6%，当前股价对应的动态 PE 为 42/27/19 倍，维持“增

持”评级，建议重点关注。

风险提示

光模块、光器件市场竞争加剧；100G 光模块需求不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	957	500	650	780	营业收入	2357	7671	11438	14827
应收款项	1110	1723	2570	3331	营业成本	1726	5662	8448	10809
存货净额	1969	3244	4870	6248	营业税金及附加	6	21	31	41
其他流动资产	272	8	11	15	销售费用	32	77	114	148
流动资产合计	4308	5475	8101	10374	管理费用	246	709	1048	1353
固定资产	1272	1135	982	821	财务费用	37	44	59	51
无形资产及其他	454	536	618	700	投资收益	0	10	10	10
投资性房地产	1751	1751	1751	1751	资产减值及公允价值变动	(130)	(130)	(130)	(130)
长期股权投资	25	29	32	35	其他收入	26	0	0	0
资产总计	7810	8926	11483	13681	营业利润	206	1040	1618	2307
短期借款及交易性金融负债	781	1041	1274	810	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	1674	2254	3384	4341	利润总额	206	1040	1618	2307
其他流动负债	493	0	0	0	所得税费用	44	156	243	346
流动负债合计	2947	3295	4657	5151	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	241	241	241	241	归属于母公司净利润	159	884	1375	1961
其他长期负债	616	616	616	616					
长期负债合计	857	857	857	857	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3804	4152	5515	6008	净利润	159	884	1375	1961
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	20	(9)	(2)	(2)
股东权益	4006	4774	5969	7672	折旧摊销	101	143	153	160
负债和股东权益总计	7810	8926	11483	13681	公允价值变动损失	130	130	130	130
					财务费用	37	44	59	51
关键财务与估值指标					营运资本变动	(2109)	(1546)	(1348)	(1187)
每股收益	0.34	1.86	2.90	4.14	其它	(20)	9	2	2
每股红利	0.04	0.24	0.38	0.54	经营活动现金流	(1720)	(390)	310	1063
每股净资产	8.45	10.07	12.59	16.19	资本开支	(1138)	(209)	(209)	(209)
ROIC	11%	19%	23%	26%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	4%	19%	23%	26%	投资活动现金流	(1141)	(212)	(212)	(212)
毛利率	27%	26%	26%	27%	权益性融资	760	0	0	0
EBIT Margin	15%	16%	16%	17%	负债净变化	241	0	0	0
EBITDA Margin	19%	18%	17%	18%	支付股利、利息	(21)	(116)	(180)	(257)
收入增长	1691%	225%	49%	30%	其它融资现金流	2548	261	233	(464)
净利润增长率	1481%	456%	56%	43%	融资活动现金流	3748	145	52	(721)
资产负债率	49%	47%	48%	44%	现金净变动	888	(457)	150	130
息率	0.1%	0.3%	0.5%	0.7%	货币资金的期初余额	69	957	500	650
P/E	232.2	41.8	26.8	18.8	货币资金的期末余额	957	500	650	780
P/B	9.2	7.7	6.2	4.8	企业自由现金流	(2873)	(589)	123	870
EV/EBITDA	90.8	30.5	21.8	16.3	权益自由现金流	(84)	(366)	306	362

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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