

中际装备(300308)

重组之路划上句号，光通信高速增长之路开启新篇章

买入(维持)

2017年8月1日

证券分析师 徐力

执业证号: S0600515080001

13651368225

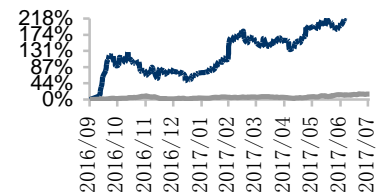
xul@dwzq.com.cn

研究助理 孙云翔

sunyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	132	1,731	4,106	5,762
同比(%)	8.4%	1214.8%	137.3%	40.3%
净利润(百万元)	10.05	191.70	493.21	755.96
同比(%)	79.7%	1806.7%	157.3%	53.3%
毛利率(%)	28.5%	25.3%	25.6%	26.3%
ROE(%)	1.8%	5.6%	12.9%	17.1%
每股收益(元)	0.05	0.45	1.17	1.79
P/E	893.77	91.75	35.66	23.27
P/B	16.17	5.13	4.60	3.97

股价走势



— 中际装备 — 沪深300

投资要点

- 收购苏州旭创完成过户，进军高端光模块：**2017年5月，中际装备收购苏州旭创获证监会核准，拟以向27名投资者发行股份方式收购苏州旭创100%股权，标的资产交易价格28亿元。2017年7月，公司完成标的资产过户交割与新股上市，发行股份购买资产的新增股份的最终发行价格为13.54元/股，本次非公开发行新增股份数量为206,794,668股，不考虑后续配套融资影响，本次发行后公司股份数量为422,805,468股。此外，公司计划配套募集资金拟用于光模块研发及生产线建设项目、光模块自动化生产线改造项目。
- 数据流量爆发与5G、物联网加速部署，将进一步带动高速光模块需求：**据预测，2018年中国IDC市场规模将接近1400亿元，增速达到39.6%。同时，随着物联网的快速发展，我国物联网连接数持续放量。光模块作为数据中心服务器与交换机、存储设备连接的必需器件，景气度有望长期维持在高位。此外，根据关于5G的网络规划，5G速率将会达到4G网络的10—100倍，在这种速率下，通信基站必须采用光模块才能达到服务功能，所以5G对光模块的需求量将会远超过4G对光模块的需求量。
- 苏州旭创为高速光模块龙头，兼具技术和市场优势：**苏州旭创是国内高速光模块龙头，2016年其40G/100G光模块的销售占比达78%，近年来业绩呈爆发增长的态势。公司客户包括谷歌、亚马逊等大型欧美互联网巨头以及华为中兴等通信巨头。公司拥有高素质的创始人团队、领先的封装技术和精准的战略定位。制造工艺领先，在国内独家拥有100G光模块大规模量产能力，并已着手开发200G/400G等更高端产品。传输领域，旭创已经完成10G EPON ONU/OLT产品的开发工作，并有望在2017年形成批量供应。
- 高额业绩对赌和业绩奖励，激发公司长期发展信心：**公司2016-2018年承诺业绩1.73亿、2.16亿、2.79亿，公司过去两年平均利润增速44%，2016年业绩超过承诺30%以上。根据公司公告，2017年已完成营收+在手订单已经超过预期，完成业绩几乎没有悬念。根据超额业绩奖励规定，业绩承诺人将获得超额业绩60%的奖励，激励效果显著，为公司长期发展注入信心，有利于公司完成超预期利润。
- 盈利预测与投资评级：**暂不考虑配套融资情况下，预计公司2017-2019年的EPS为0.45元、1.17元、1.79元，对应PE 92/36/23 X。随着人们对带宽需求持续提升和高速通信网络建设加速，整个光通信市场都处于高速发展期，行业红利将长期存在，公司中长期增长动能强劲。公司作为行业龙头，业绩成长确定性高，且增速大幅度领先于行业平均水平，具有稀缺的白马属性。因此，我们认为公司享受合理的估值溢价，按照2017年-2019年CAGR超过50%增速测算，以PEG=1确定估值水平，给予公司2018年50倍PE估值，因此给予“买入”评级。
- 风险提示：**高速光模块市场需求不及预期风险；光模块上游芯片供应紧张风险；竞争对手发展超预期导致行业竞争加剧，价格水平严重下滑风险；募投项目不及预期风险。

市场数据

收盘价(元)	41.60
一年最低/最高价	12.35/43.90
市净率(倍)	5.25
流通A股市值(百万元)	9,228

基础数据

每股净资产(元)	2.55
资本负债率(%)	11.12
总股本(百万股)	423
流通A股(百万股)	216

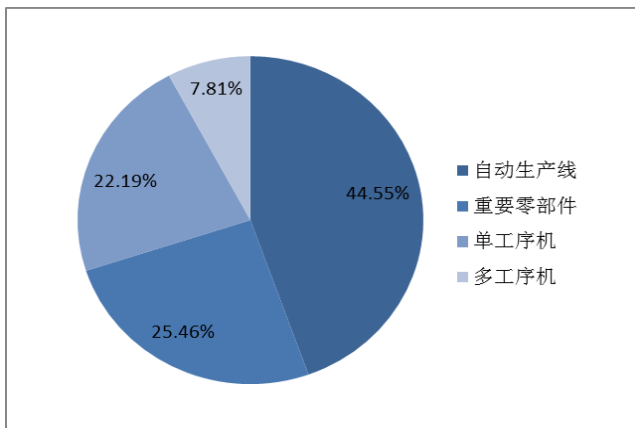
相关研究

- 中际装备：收购旭创尘埃落定，光通信霸主扬帆起航 -20170523
- 中际装备：收购苏州旭创通过，光通信成长潜力可观 -20170310
- 中际装备：收购苏州旭创，高速光通信模块的霸主 -20160912

1 公司简介及主营业务情况

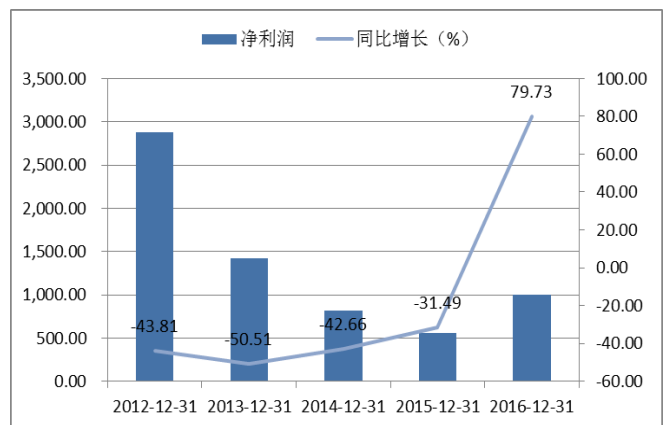
中际装备是国内电机绕组制造装备的领军企业之一，2008年12月被认定为高新技术企业。公司主要从事电机定子绕组制造装备的研发、设计、制造、销售及服务，是国内少数能为客户提供定子绕组制造系列成套装备的供应商，产品主要适用于家用电器电机、工业电机、汽车发电机、汽车驱动电机等领域。其电机绕组制造装备生产研发能力、技术水平和生产规模在国内均具有明显优势，公司产品被中国电器工业协会认定为中国电器工业最具影响力品牌。2016年公司主要业务营收占比分别是自动生产线 44.55%、重要零部件 25.46%、单工序机 22.19%、多工序机 7.81%。

图表 1: 2016 年公司主要业务营收比例 (%)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 2: 公司近年净利润 (万元) 及增长速度 (%)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

随着经济增速放缓，公司所处的电工装备制造行业低迷，公司近年来营收及净利润水平呈现波动状态，缺乏增长活力，因此公司积极开展外延并购，并购标的为国内知名光模块制造商苏州旭创。

2017年5月，中际装备收购苏州旭创获证监会核准，拟以向27名投资者发行股份方式收购苏州旭创100%股权，标的资产交易价格28亿元。2017年7月，公司完成标的资产过户交割与新股上市，发行股份购买资产的新增股份的最终发行价格为13.54元/股，本次非公开发行新增股份数量为206,794,668股，不考虑后续配套融资影响，本次发行后公司股份数量为422,805,468股。此外公司计划发行36,162,359股获得募集资金4.9亿元，配套募集资金拟用于光模块研发及生产线建设项目、光模块自动化生产线改造项目。

2 数据流量爆发与 5G、物联网加速部署，高速光模块成产业竞争焦点

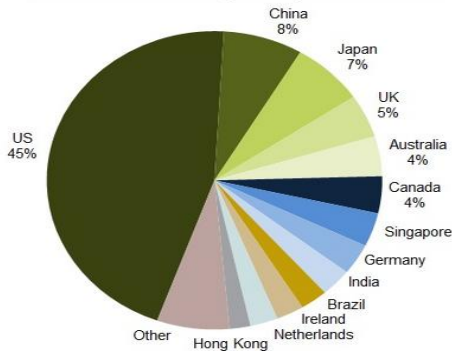
2.1 数据中心持续扩张，物联网连接量持续增长

根据中国 IDC 圈发布的《2015-2016 年中国 IDC 产业发展研究报告》，未来三年整体 IDC 市场增速将保持在 35% 以上，2018 年，中国 IDC 市场规模将接近 1,400 亿元。根据 Synergy Research Group 预测，到 2018 年全球超大规模的数据中心将超过 400 个。一个大型数据中心，需要 10 万个以上的高速光模块产品，数据中心已经成为光通信产

业发展最快的板块。另外，目前物联网正在快速发展，物联网连接量持续增长，根据 Machina Research 的预测，2020 年我国物联网总连接数将达到 35 亿。光模块作为数据中心服务器与交换机、存储设备连接的必需器件，景气度有望长期维持在高位。数据流量的快速增长使得数据中心对传输速度的要求也越来越高，因而对高速、大容量的光模块需求日益增加。

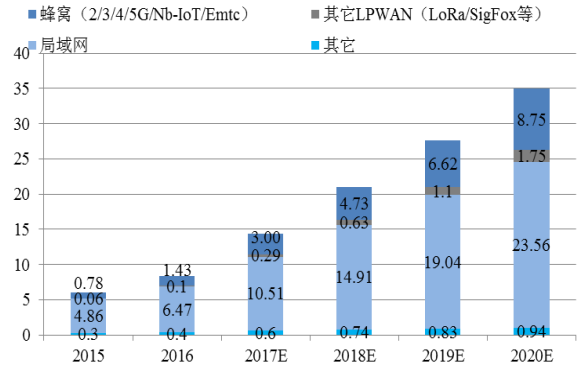
图表 3: 2016 年全球大型数据中心分布

Hyperscale Data Center Operators
Data Center Locations by Country - December 2016



资料来源: 中国 IDC 圈, 东吴证券研究所

图表 4: 我国物联网连接数增长情况 (亿个)

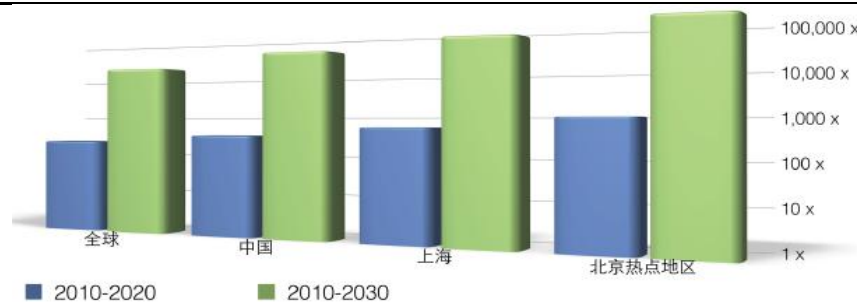


资料来源: Machina Research, 东吴证券研究所

2.2 5G 加速部署, 传输网络扩容压力增加

移动通信发展至今对通信能力提出了更高的要求, 从高清视频到 AR/VR 等多样化的需求都对新一代网络提出了呈级数的提升的要求, 移动数据流量将出现爆炸式增长。IMT-5G 推进组预计 2010 年到 2020 年全球移动数据流量增长将超过 200 倍, 2010 年到 2030 年将增长近 2 万倍; 中国的移动数据流量增速高于全球平均水平, 预计 2010 年到 2020 年将增长 300 倍以上, 2010 年到 2030 年将增长超 4 万倍。发达城市及热点地区的移动数据流量增速更快, 2010 年到 2020 年上海的增长率可达 600 倍, 北京热点区域的增长率可达 1000 倍。面向 2020 年及未来的第五代移动通信 (5G) 已成为全球运营商最急迫的需求。

图表 5: 2010-2030 年全球和中国移动数据流量增长趋势 (单位: 倍)



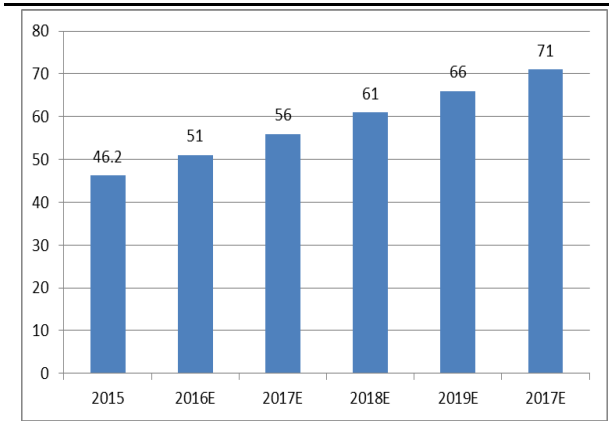
资料来源: IMT-5G 推进组, 东吴证券研究所

在数据流量爆炸式增长的情况下, 基站回传以及整个后端传输网络扩容压力倍增。电信运营商对传输网络带宽升级, 将大幅推升对电信级光模块的需求, 改变光模块市场的格局。

2.3 光模块市场加速增长

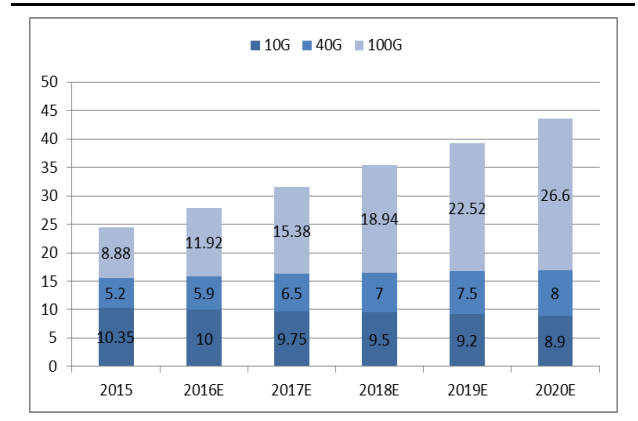
根据 Infonetics 的预测，10G/40G/100G 光模块的销售收入呈稳步增长趋势，预计 2020 年 10G 以上光模块收入将超过 30 亿美元。

图表 6: 2015-2020 年全球光模块市场规模 (亿美元)



资料来源: LightCounting, 东吴证券研究所

图表 7: 10G/40G/100G 光模块细分市场 (亿美元)



资料来源: Infonetics, 东吴证券研究所

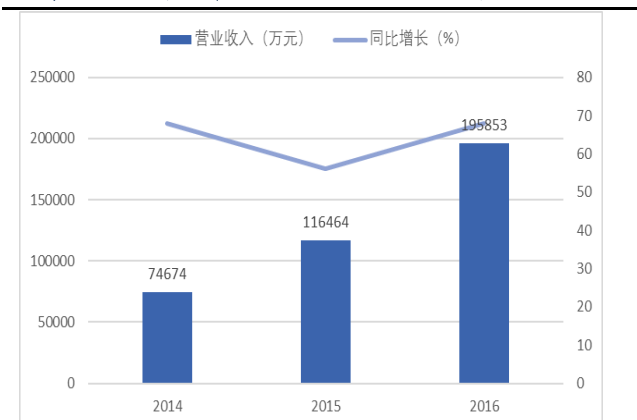
3 苏州旭创竞争优势全面，兼具技术与市场

3.1 引领高速光模块，已着手开发 200G/400G 等高端产品

苏州旭创是国内高速光模块龙头。公司现有 10G SFP+、10G XFP、25G SFP28、40G QSFP+、100G CFP4/QSFP28 等各系列在内的多个产品类型，制造工艺领先，在国内独家拥有 100G 光模块量产能力。在保持现有数通产品领先地位的同时，苏州旭创努力提升 100G 产品的市占率，并已着手开发 200G/400G 等更高端产品。

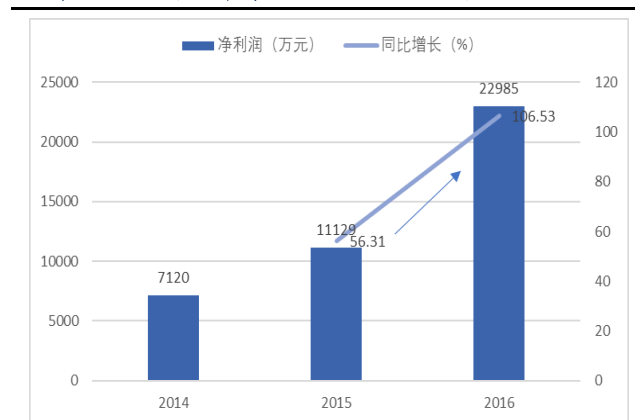
根据中际装备发布的收购报告书，2014 年、2015 年及 2016 年，苏州旭创实现营业收入分别为 74,674.45 万元、116,463.61 万元、195,852.63 万元，年均增长率 61.95%；实现净利润分别为 7,120.39 万元、11,129.12 万元、22,985.25 万元，年均增长率 79.67%，特别是 2016 年净利润增速高达 106.53%，呈爆发性增长。

图表 8: 旭创近年营业收入 (万元) 与增长速度 (%)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

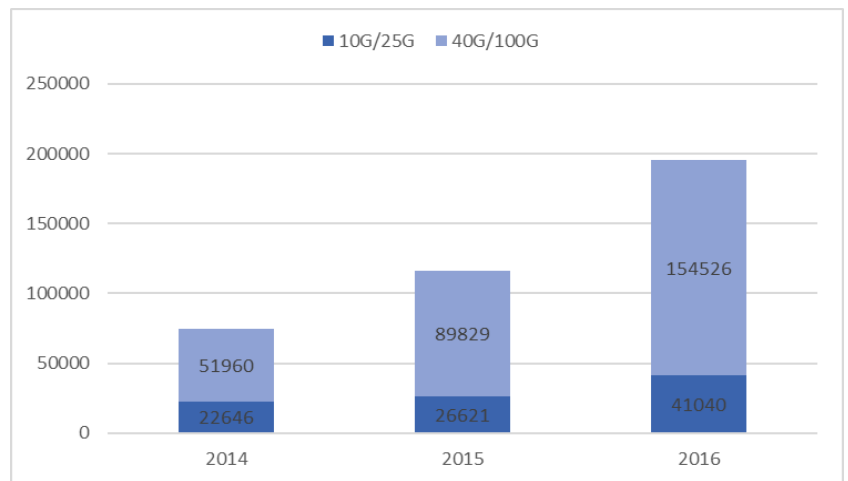
图表 9: 旭创近年净利润 (万元) 与增长速度 (%)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

旭创实现高速增长，主要得益于旭创在 40G/100G 高速率光模块的领先优势，以及数通领域对高速光模块的强劲需求。

图表 10: 2014-2016 年旭创主营业务收入构成 (万元)

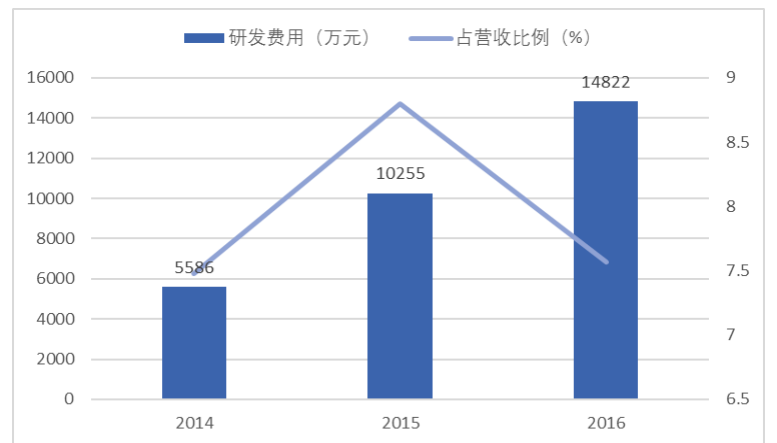


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

3.2 研发团队来自硅谷, 具备雄厚研发实力

苏州旭创拥有高素质的创始人团队、领先的封装技术和精准的战略定位。经过多年的探索, 旭创已形成专业化、稳定化、具备丰富行业经验的研发团队。旭创十分重视研发投入与技术创新, 不断通过技术创新塑造行业领导者地位、保持绝对的行业竞争优势。2016 年、2015 年、2014 年, 苏州旭创研发费用投入占营业收入的比例分别为 7.57%、8.80%及 7.48%。

图表 11: 2014-2016 旭创研发费用(万元)及其占营收比例(%)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

3.3 国内拥有巨头客户, 国际坐拥海外市场

在市场拓展方面, 旭创不仅进入了华为、中兴、华三等国内厂商的供应体系, 更依靠与谷歌良好的合作关系占据着谷歌的市场, 并且不断敲开了美国其他重要客户。目前全球高端光模块的需求主要来自美国市场, 100G 光模块供不应求。目前苏州旭创的客户主要在北美和中国, 合计达到 90%, 其他国家和地区的销售约 10%。

4 盈利预测与投资建议

4.1 关键假设

1、光模块市场处于高速发展期，现阶段增长动力主要来自数通市场，未来增长动力还将来自于电信市场。预计 10G 产品销量增速将逐渐降低，2017-2020 年 10G 产品平均增速维持在 24% 左右；2017 年 25G+ 产品实现量产，随后将快速增长；40G+ 产品在短期内将继续保持较高市场占有率，但长期来看需求量会随着 100G+ 产品的需求爆发而下降，因此预计 2018-2019 年 40G 产品销量平稳增长。同时，随着大型数据中心以及移动通信基站的建设，预计 100G 产品销量从 2018 年开始会以较快速度增长，三年平均增长速度维持在 62% 左右。

2、公司在 40G/100G 产品技术和工艺积累深厚，与其他竞争对手相比，拥有量产能力、制造成本、产品性能各方面优势，毛利率水平能维持在较高水平。

3、旭创搬迁苏州新工厂，新工厂产能达到原有工厂 4 倍以上，旭创根据订单和自身生产能力以合理的速度完成生产爬坡，预计将在 2019 年达到满产。

4、上市公司对旭创实行高额的超额业绩奖励，业绩承诺人能够拿到超额业绩 60% 的奖励，奖励非常丰厚。旭创团队有足够的动力，积极发展公司业务，释放利润。

5、中际装备原有业务保持低速平稳增长，业绩不会出现较大下滑。

6、中际装备对旭创业务的并表从 7 月过户交割开始计算。

7、暂不考虑中际装备进行配套融资事项的影响。

4.2 盈利预测

随着无线 4G 网络的推广和 5G 网络的推动，无线回传产品由低端向 25G/50G/100G 快速切换，旭创 10-25G 产品将在未来几年保持高增长，毛利率水平已经处于低于 20% 的较低水平，不会明显下跌；40G-100G 产品增长将保持前低后高的增长趋势，成为旭创未来几年最主要的收入来源，其毛利率水平随着量产规模扩大和成本控制将略有提升；中际装备原有业务预计将保持稳定低速增长，2017 年营收占比低于 10%，2018 年营收占比将低于 5%，将不再成为公司业务重点。随着并购并表完成，中际装备净利润水平将实现显著提升，2016 年 EPS 仅为 0.05 元，2017-2019 年 EPS 将分别达到 0.42 元、1.09 元、1.66 元。

图表 12: 中际装备未来主要产品营收预测 (百万元)

业务分类	2016	2017E	2018E	2019E
10G-25G 光模块	-	623.35	885.16	1150.71
增速	-	52%	42%	30%
毛利率	-	18.00%	18.00%	18.00%
40G-100G 光模块	-	2163.42	3072.06	4454.48
增速	-	40%	42%	45%
毛利率	-	30.00%	31.00%	31.00%
原业务	131.6	142.15	149.26	156.72

增速		8%	5%	5%
毛利率	27.00%	26.00%	26.00%	26.00%
营收合计（预计旭创 2017 年并表比例为 56%）				
	131.60	1730.61	4106.47	5761.91
EPS（元）	0.05	0.45	1.17	1.79

资料来源：Wind，东吴证券研究所

4.3 投资建议

暂不考虑配套融资情况下，预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.45 元、1.17 元、1.79 元，对应 PE 92/36/23 X。随着人们对带宽需求持续提升和高速通信网络建设加速，整个光通信市场都处于高速发展期，行业红利将长期存在，公司中长期增长动能强劲。公司作为行业龙头，业绩成长确定性高，且增速大幅度领先于行业平均水平，具有稀缺的白马属性。因此，我们认为公司享受合理的估值溢价，按照 2017 年-2019 年 CAGR 超过 50% 增速测算，以 PEG=1 确定估值水平，给予公司 2018 年 50 倍 PE 估值，因此给予“买入”评级。

图表 13：可比公司估值

公司	总市值 (百万 元)	收盘价 (元)	EPS			P/E			P/B
			15A	16A	17E	15A	16A	17E	
光迅科技	11300	18.03	1.16	1.36	0.63	71.23	59.31	28.42	4.15
华工科技	13300	14.91	0.17	0.26	0.37	145.04	66.7	39.79	4.16
新易盛	4684	20.12	-	1.45	0.63	-	88.25	32.08	4.69

资料来源：Wind，东吴证券研究所

5 风险提示

公司未来面临风险主要包括：

- 1、100G 以上高速光模块市场需求增长不及预期，导致公司营收增长疲软。
- 2、100G 光模块芯片供给严重不足，导致公司产能无法释放并交付客户，营收受到严重影响。
- 3、竞争对手扩充 100G 产品产能超预期，供过于求，致使 100G 产品价格下滑，营收和毛利率不及预期。
- 4、公司募投项目进展不及预期。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>