

# 中际装备（300308）研究报告

## 收购旭创尘埃落定，光通信霸主扬帆起航

2017年5月22日

买入（维持）

证券分析师 徐力

执业资格证书号码：S0600515080001

[xul@dwzq.com.cn](mailto:xul@dwzq.com.cn)

13651368225

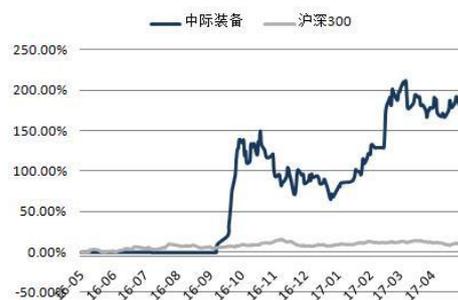
研究助理 孙云翔

[sunyx@dwzq.com.cn](mailto:sunyx@dwzq.com.cn)

### 投资要点

- **事件：**2017年5月22日，公司发布公告，收到证监会《关于核准山东中际电工装备股份有限公司向苏州益兴福企业管理中心（有限合伙）等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2017]741号），公司本次发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得批复。
- **旭创 2016 年经营数据超预期，并购重组进展顺利：**上市公司主业难以实现增长，并购转型意愿强烈，选择并购国内高速光模块领先企业苏州旭创是非常明智的选择。本次并购重组获得审核通过符合预期：1、苏州旭创自 2016 年 4 月起着手拆除境外上市的红筹架构，进展顺利，一直配合监管层进行方案修改。2、苏州旭创公布 2016 年业绩，营业收入达到 19.59 亿元，实现归母净利润 2.30 亿元，大幅超过此前业绩承诺的，体现了公司高速增长能力和持续盈利能力。
- **高速光模块行业爆发红利来临，旭创具备全面竞争优势：**数据流量指数增长和云计算业务加速爆发的背景下，光通信网络带宽加速扩张。自 2016 年开始，全球数据中心交换机接口大规模替换 100G 光模块产品，Infonetics 预计 2020 年全球 10G/40G/100G 光模块收入将达到 43.50 亿美元，在总体光模块市场的占比将超过 61%。苏州旭创作为国内 10G/25G/40G/100G 光模块行业核心供应商，具有全面竞争优势，其优势集中体现在：1.公司营销网络坚固有力，主要客户包括谷歌、亚马逊等大型欧美互联网巨头以及华为中兴等通信巨头，在全球市场拥有强大话语权；2.公司具备上游芯片供应链掌控力，在整个市场 25G 芯片缺货的 2016 年，公司依然稳定依靠芯片供货扩大生产，完成 68% 营收增速；3.公司技术积累深厚，封装工艺水平和生产线运营经验丰富，产品性能和良率稳定可靠。上市公司本次成功并购苏州旭创，将极大提升公司盈利能力和产业价值，未来发展潜力巨大。
- **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，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：**苏州旭创 2016 年业绩超过业绩承诺 30% 以上，2017 年在手订单数量超过此前预计，业绩发展良好。考虑中际装备完成对苏州旭创收购并表，增发后公司总股本 4.59 亿股，上调公司 2017-2019 年的摊薄 EPS 为 0.68 元、0.97 元、1.34 元，对应 PE 49/35/25 X。我们看好公司在光通信领域盈利前景，给予“买入”评级。
- **风险提示：**公司业务整合不及预期风险，行业竞争进一步加剧导致苏州旭创盈利能力下滑风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	33.79
一年最低价/最高价	12.35/39.90
市净率	13.24
流通 A 股市值（百万元）	7250

### 基础数据

每股净资产（元）	2.55
资产负债率（%）	11.12
总股本（百万股）	216
流通 A 股（百万股）	215

### 相关研究

1. 中际装备：收购苏州旭创，高速光通信模块的霸主  
2016年9月11日
2. 中际装备：收购苏州旭创通过，光通信成长潜力可观  
2017年3月9日

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>304.0</b>	<b>4286.8</b>	<b>4817.7</b>	<b>5411.3</b>	<b>营业收入</b>	<b>131.6</b>	<b>2942.6</b>	<b>3961.0</b>	<b>5406.1</b>
现金	69.3	2852.1	2893.8	2799.2	营业成本	91.4	2140.2	2868.6	3885.3
应收款项	81.7	564.3	759.7	1036.8	营业税金及附加	2.7	58.9	79.2	108.1
存货	71.6	774.0	1037.4	1405.1	营业费用	3.7	88.3	118.8	162.2
其他	81.4	96.3	126.8	170.2	管理费用	53.1	326.9	438.8	597.7
<b>非流动资产</b>	<b>328.2</b>	<b>464.4</b>	<b>647.2</b>	<b>922.9</b>	财务费用	-1.1	-20.3	-42.7	-39.8
长期股权投资	22.1	24.1	26.0	26.0	投资净收益	3.4	0.0	0.0	0.0
固定资产	185.3	322.8	506.7	785.4	其他	12.4	3.2	3.1	3.0
无形资产	97.0	93.7	90.6	87.6	<b>营业利润</b>	<b>-2.4</b>	<b>351.9</b>	<b>501.4</b>	<b>695.6</b>
其他	23.8	23.8	23.8	23.8	营业外净收支	13.3	5.0	5.0	5.0
<b>资产总计</b>	<b>632.2</b>	<b>4751.1</b>	<b>5464.9</b>	<b>6334.2</b>	<b>利润总额</b>	<b>10.9</b>	<b>356.9</b>	<b>506.4</b>	<b>700.6</b>
<b>流动负债</b>	<b>67.3</b>	<b>754.5</b>	<b>1109.8</b>	<b>1485.8</b>	所得税费用	0.9	42.8	60.8	84.1
短期借款	7.3	-36.0	50.0	50.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	27.5	586.4	785.9	1064.5	<b>归属母公司净利润</b>	<b>10.1</b>	<b>314.09</b>	<b>445.64</b>	<b>616.55</b>
其他	32.5	204.2	273.8	371.4	EBIT	-7.0	331.6	458.7	655.8
<b>非流动负债</b>	<b>9.0</b>	<b>9.0</b>	<b>9.0</b>	<b>9.0</b>	EBITDA	24.0	356.4	491.7	701.8
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	9.0	9.0	9.0	9.0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>76.4</b>	<b>763.6</b>	<b>1118.8</b>	<b>1494.9</b>	每股收益(元)	0.05	0.68	0.97	1.34
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	2.57	8.69	9.47	10.55
归属母公司股东权益	555.8	3987.6	4346.1	4839.3	发行在外股份(百万股)	216.0	458.8	458.8	458.8
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>632.2</b>	<b>4751.1</b>	<b>5464.9</b>	<b>6334.2</b>	ROIC(%)	-1.2%	33.0%	25.3%	24.4%
					ROE(%)	1.8%	7.9%	10.3%	12.7%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	毛利率(%)	28.5%	25.3%	25.6%	26.1%
经营活动现金流	33.8	-122.4	258.6	350.4	EBIT Margin(%)	-5.4%	11.3%	11.6%	12.1%
投资活动现金流	-80.7	-167.2	-213.9	-321.7	销售净利率(%)	7.6%	10.7%	11.3%	11.4%
筹资活动现金流	-2.2	3072.4	-3.1	-123.3	资产负债率(%)	12.1%	16.1%	20.5%	23.6%
现金净增加额	-48.9	2782.9	41.7	-94.5	收入增长率(%)	8.4%	2135.7%	34.6%	36.5%
企业自由现金流	-65.6	-303.9	2.8	-10.7	净利润增长率(%)	79.7%	3024.0%	41.9%	38.4%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 2017 盈利预测考虑收购并表导致股本增加

## 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 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

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>

