

2017年05月23日

中际装备 (300308.SZ)

收购苏州旭创获批，开启数据中心高速光模块成长之旅

■事件：5月22日，中际装备公告收到证监会批复，核准发行股份并募集配套资金收购苏州旭创100%股权。本次收购苏州旭创交易对价28亿元，发行不超过2.06亿股，同时募集配套资金不超过4.9亿元，发行不超过3616万股，发行价格均为13.55元/股。交易对方承诺2016~2018年扣非归母净利润不低于1.73亿、2.16亿、2.79亿元。

■光通信行业景气度高企，高端光模块市场快速成长：

在“宽带中国”政策及4G网络普及的大背景下，互联网流量持续高速增长、数据中心大规模建设方兴未艾，光通信行业全产业链正在迎来新一轮快速发展机遇，尤其是高速光模块市场将备受关注。根据Ovum预测，2016-2020年全球光模块市场将保持年均8%-10%的增长，2020年全球光模块年销售额有望超过122亿美元。据中国产业信息网数据显示，预计2020年，10G/40G/100G光模块收入在总体光模块市场占比将超过61%，其中100G高速光模块市场规模将超过20亿美元。来自Infonetics的数据统计强调，目前全球数据中心100G高速光模块市场年复合增长率超过35%，并且随着高速光模块产品性价比的逐渐提升，增速有望进一步加快。目前我国三大运营商都已经部署100G及OTN交换技术，据统计，2014年中国移动部署的100G OTN端口约占全球总量的25%。目前100G设备承载了大多数的网络流量，可以说100G已经步入全面成熟期。考虑到用户不断增长的流量需求，以及万物互联时代的到来，未来将对更高速率的光通信传输技术提出要求，也给高速光模块带来了更为广阔的发展空间。

■苏州旭创：光模块后起之秀，核心竞争优势明显

苏州旭创位列国内光模块第一梯队，40G/100G高端光模块优势明显。自2014年起，苏州旭创不断大力研发100G产品，成功开发出100G全系列产品，能够实现无压缩、高速、稳定的信号传输。其中，100G QSFP28 应用于云数据中心，100G CFP4 则用于支持下一代接入网络和城域网。2016年，100G系列产品开始转入量产、产量逐月增加、收入增长迅速，11月起开始大批量出货。目前公司已能批量产出业界最全的100G数据中心光模块、共计17款，为业绩成长奠定坚实基础。

苏州旭创2015~2016年，前五大客户分别为谷歌、华为、中兴、华三和HYVE Solutions，合计收入占比为64.20%。其中，2016年前两大客户谷歌和亚马逊合计收入占比已接近35%。Google Inc.因为高度认可

公司快报

证券研究报告

其他专用机械

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**41.23元**
股价(2017-05-22) **33.79元**

交易数据

总市值(百万元)	7,299.00
流通市值(百万元)	7,249.51
总股本(百万股)	216.01
流通股本(百万股)	214.55
12个月价格区间	12.35/38.53元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.85	30.55	196.01
绝对收益	-1.92	23.68	182.59

夏庐生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020003
xials@essence.com.cn
021-35082732

相关报告

中际装备：收购苏州旭创
获批，跨界高速光模块， 2017-03-09
未来成长可期/夏庐生

公司产品及技术能力，在 2014 年 9 月通过 Capital G (谷歌风投) 参与了苏州旭创 C 轮融资。

■苏州旭创：业绩持续保持高速增长，未来成长可期

2016 年苏州旭创营业收入 19.6 亿元、同比增长 68.0%，净利润 2.3 亿元、同比增长 206.6%，净利率 11.7%、同比提升 2.1pct。其中，40G/100G 收入占比 79%、海外销售占比 69% (北美地区占 59%)。2017 年一季度，苏州旭创营业收入 6.7 亿元 (未经审计)，在手订单 17 亿元。按照苏州旭创业绩承诺 2016~2018 年扣非归母净利润不低于 1.73 亿、2.16 亿、2.79 亿元，2016 年实现净利润已大幅超过业绩承诺，并且得益于北美数据中心市场 100G 高速光模块需求放量，苏州旭创业绩继续保持高速增长可期。

■投资建议：随着互联网流量每年翻番增长，以及物联网深入普及，100G 光模块需求将进一步打开。并且，随着公司在 400G 领域的前瞻投入和相关产品陆续推出，未来高端光模块市场格局有望被“中国崛起”所改写。我们预计公司 2017~2018 年备考营业收入分别为 32.86 亿/47.11 亿，备考净利润分别为 3.51 亿/5.45 亿，EPS 分别为 0.77 元/1.19 元，成长性突出。考虑到公司在高速光模块领域处于领先地位、且核心竞争优势明显，参考行业平均估值水平，维持“买入-A”评级，上调目标价为 41.23 元，对应 2018 年 PE 35 倍。

■风险提示：数据中心市场竞争加剧

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	121.4	131.6	3,286.0	4,711.0	6,710.0
净利润	5.6	10.1	351.5	545.0	745.7
每股收益(元)	0.03	0.05	0.77	1.19	1.63
每股净资产(元)	2.54	2.57	4.20	6.30	12.91

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	1,304.8	726.0	44.1	28.4	20.8
市净率(倍)	13.3	13.1	8.0	5.4	2.6
净利润率	4.6%	7.6%	10.7%	11.6%	11.1%
净资产收益率	1.0%	1.8%	18.2%	18.9%	12.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.5%	0.7%
ROIC	-0.1%	-0.8%	74.3%	28.7%	33.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	121.4	131.6	3,286.0	4,711.0	6,710.0	成长性					
减:营业成本	88.4	91.4	2,190.5	3,197.6	4,558.2	营业收入增长率	2.2%	8.4%	2396.6%	43.4%	42.4%
营业税费	1.1	2.7	16.4	18.8	26.8	营业利润增长率	17.4%	-195.6%	-16940.6%	47.6%	39.9%
销售费用	3.8	3.7	131.4	132.1	174.5	净利润增长率	-31.5%	79.7%	3395.8%	55.1%	36.8%
管理费用	31.7	40.8	538.9	763.2	1,107.2	EBITDA 增长率	18.2%	2.3%	1520.6%	51.3%	44.7%
财务费用	-3.0	-1.1	4.6	2.0	6.8	EBIT 增长率	-78.8%	677.0%	-11777.4%	46.5%	40.5%
资产减值损失	0.3	-0.1	1.1	0.5	0.5	NOPLAT 增长率	-80.2%	715.7%	-10871.6%	46.5%	40.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	1.5%	13.5%	279.3%	20.4%	161.2%
投资和汇兑收益	3.5	3.4	3.5	3.4	3.4	净资产增长率	0.6%	1.4%	247.0%	49.8%	105.0%
营业利润	2.5	-2.4	406.5	600.2	839.6	利润率					
加:营业外净收支	3.8	13.3	7.0	41.0	37.7	毛利率	27.1%	30.6%	33.3%	32.1%	32.1%
利润总额	6.4	10.9	413.5	641.2	877.3	营业利润率	2.1%	-1.8%	12.4%	12.7%	12.5%
减:所得税	0.8	0.9	62.0	96.2	131.6	净利润率	4.6%	7.6%	10.7%	11.6%	11.1%
净利润	5.6	10.1	351.5	545.0	745.7	EBITDA/营业收入	22.2%	20.9%	13.6%	14.3%	14.6%
						EBIT/营业收入	-0.4%	-2.7%	12.5%	12.8%	12.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	473	508	22	15	14
						流动资产周转天数	354	398	92	79	113
						流动资产周转天数	887	819	227	235	265
						应收帐款周转天数	216	189	80	80	100
						存货周转天数	234	210	100	68	82
						总资产周转天数	1,923	1,742	268	314	369
						投资资本周转天数	1,218	1,209	123	150	208
						投资回报率					
						ROE	1.0%	1.8%	18.2%	18.9%	12.6%
						ROA	0.9%	1.6%	8.2%	13.8%	7.6%
						ROIC	-0.1%	-0.8%	74.3%	28.7%	33.5%
						费用率					
						销售费用率	3.2%	2.8%	4.0%	2.8%	2.6%
						管理费用率	26.1%	31.0%	16.4%	16.2%	16.5%
						财务费用率	-2.5%	-0.8%	0.1%	0.0%	0.1%
						三费/营业收入	26.9%	33.0%	20.5%	19.0%	19.2%
						偿债能力					
						资产负债率	14.5%	12.1%	54.7%	26.8%	39.5%
						负债权益比	17.0%	13.7%	121.0%	36.7%	65.3%
						流动比率	4.45	4.51	1.73	2.26	2.06
						速动比率	3.21	3.45	0.94	2.24	1.24
						利息保障倍数	0.15	3.18	89.96	294.35	125.08
						分红指标					
						DPS(元)	0.01	-	0.11	0.18	0.24
						分红比率	38.6%	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.5%	0.7%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	5.6	10.1	351.5	545.0	745.7	EPS(元)	0.03	0.05	0.77	1.19	1.63
加:折旧和摊销	27.4	31.2	35.4	73.2	131.3	BVPS(元)	2.54	2.57	4.20	6.30	12.91
资产减值准备	0.3	-0.1	-	-	-	PE(X)	1,304.8	726.0	44.1	28.4	20.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	13.3	13.1	8.0	5.4	2.6
财务费用	0.5	1.2	4.6	2.0	6.8	P/FCF	-237.8	-188.8	-20.6	-472.1	-6.8
投资损失	-3.5	-3.4	-3.5	-3.4	-3.4	P/S	60.1	55.5	4.7	3.3	2.3
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	176.8	183.5	34.4	21.9	15.5
营运资金的变动	-6.9	-81.9	-1,371.5	1,020.5	-3,269.0	CAGR(%)	360.1%	320.1%	250.5%	360.1%	320.1%
经营活动产生现金流量	27.0	33.8	-983.5	1,637.4	-2,388.7	PEG	3.6	2.3	0.2	0.1	0.1
投资活动产生现金流量	68.4	-80.7	-49.9	-1,371.2	-518.7	ROIC/WACC	-0.0	-0.1	7.2	2.8	3.2
融资活动产生现金流量	-33.2	-2.2	1,227.0	199.9	2,715.2	REP	-1,217.9	-141.8	1.2	2.5	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

夏庐生声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034