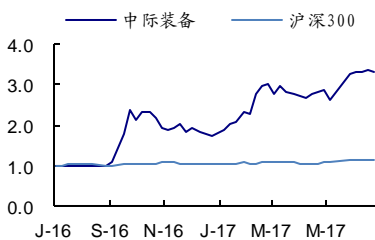


证券研究报告—动态报告
信息技术
通信
中际装备(300308)
增持

合理估值: 元 昨收盘: 42.4 元 (维持评级)

2017年07月31日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	423/215
总市值/流通(百万元)	17,927/9,097
上证综指/深圳成指	3,250/10,395
12个月最高/最低(元)	43.89/12.35

相关研究报告:

《中际装备-300308-携手苏州旭创, 拥抱光通信高速发展》——2017-05-24

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: 王齐昊

电话: 0755-22940673

E-MAIL: wangqh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070002

联系人: 马成龙

E-MAIL: machenglong@guosen.com.cn

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。

公司分析
北美数通市场持续景气, 光模块厂商长期受益
● 北美 ICP 加大资本开支, 掀起一阵 IDC 投建热潮

随着云计算、大数据产业日趋成熟, 视频、游戏等互联网应用日渐丰富, 北美 ICP 纷纷加大资本开支, 提升竞争优势; IDC 基础设施作为 ICP 资本开支的重点领域, 随着资本开支的上升而上升; Cisco 预测, 到 2020 年全球超大规模数据中心数量将增长至 485 个, 占数据中心服务器份额提升至 47%。北美作为全球最大数据中心市场, 推动光模块市场高景气度。

● 数据中心流量快速增长, 存量设备模块亟需升级

据 Cisco 预测, 数据中心 IP 流量 2015 至 2020 年化增长率达到 27%。IDC 互访流量正以 30% 的增速增长, 到 2019 年将达到 905EB, 在数据中心总流量中的占比提升至 32.4%。伴随着数据中心 IP 流量及互访流量的快速增长, 早期规划的 IDC 面临较大传输压力, 低速率光模块亟需向中高速率光模块升级换代, 带动存量市场需求。此外, 超大规模 IDC 网络架构也在不断演进。现在广泛采用的叶脊网络拓扑结构更加扁平, 端口密度更加分散, 对光模块特别是高速率光模块的需求量更大。

● 新增和存量市场需求日益旺盛, 光模块厂商长期收益

受益于北美 ICP 加大对 IDC 投建力度、存量 IDC 模块器件的更新升级以及网络架构的演进, 光通信模块需求日益旺盛, 旭创等厂商持续受益。LightCounting 预测, 光模块市场未来 5 年的 CAGR 达到 18%, 到 2022 年市场规模达到 60 亿美元。苏州旭创作为 Google、Amazon 等北美 ICP 巨头光模块的主要供应商, 受益于北美数通市场的迅猛发展, 短期内业绩有稳定支撑, 随着 100G 产品的规模出货, 公司盈利能力有望进一步提升。

● 看好旭创在光模块领域领先地位, 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, 暂不考虑并表情况下, 预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 1.4/1.5/1.3 亿元, 净利润分别为 1475/1823/1000 万元; 考虑苏州旭创并表及增发摊薄后, 2017-2019 年备考净利润分别为 4.5/6.5/8.9 亿元, 当前股价对应的动态 PE 为 44/30/22 倍 (暂未将相关业绩纳入文中合并报表), 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; 北美数通市场需求不及预期。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	132	134	138	146	132
(+/-%)	8.4%	2.0%	3.1%	5.7%	8.4%
净利润(百万元)	10	12.74	14.75	18.23	10
(+/-%)	79.7%	26.8%	15.7%	23.6%	79.7%
摊薄每股收益(元)	0.05	0.06	0.07	0.08	0.05
EBIT Margin	-5.4%	4.8%	4.3%	6.4%	-5.4%
净资产收益率(ROE)	1.8%	2.3%	2.6%	3.2%	1.8%
市盈率(PE)	726.0	572.7	494.8	400.3	726.0
EV/EBITDA	306.9	258.6	254.1	220.4	306.9
市净率(PB)	13.13	13.08	13.01	12.93	13.13

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

内容目录

北美 ICP 加大资本开支，掀起一阵 IDC 投建热潮.....	3
数据中心流量快速增长，存量设备模块亟需升级.....	4
新增和存量市场需求旺盛，光模块厂商长期受益.....	6
盈利预测与投资评级.....	6
风险提示.....	6
附表：财务预测与估值.....	7
国信证券投资评级.....	8
分析师承诺.....	8
风险提示.....	8
证券投资咨询业务的说明.....	8

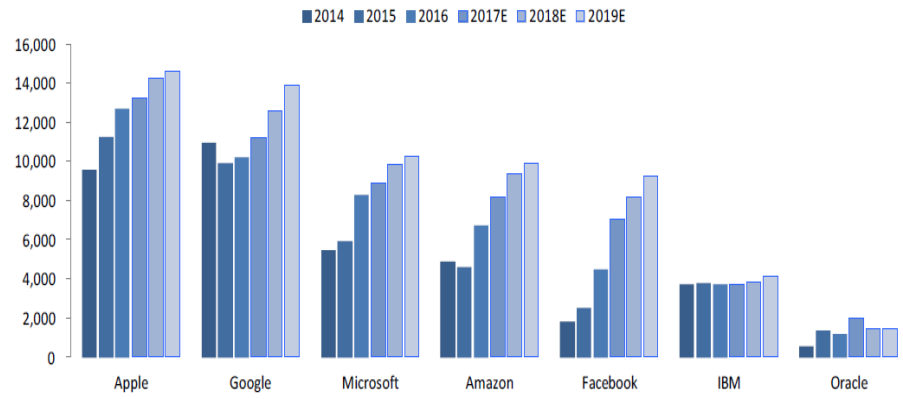
图表目录

图 1：北美 ICP 资本开支预测（US \$M）.....	3
图 2：全球超大规模数据中心发展趋势预测.....	4
图 3：全球超大规模数据中心数量区域分布情况.....	4
图 4：数通领域对光模块、光器件应用场景.....	4
图 5：数据中心 IP 流量及其预测.....	5
图 6：数据中心互访流量及其占比预测.....	5
图 7：传统三层网络拓扑及布线方式.....	5
图 8：叶脊网络拓扑及布线方式.....	5
图 9：以太网光模块市场规模预测（US \$M）.....	6
表 1：北美 ICP 数据中心投建计划.....	3
表 2：数据中心光模块升级趋势.....	5

北美 ICP 加大资本开支，掀起一阵 IDC 投建热潮

随着云计算、大数据产业日趋成熟，视频、游戏等互联网应用日渐丰富，北美 Internet Content Provider (ICP) 纷纷加大资本开支，提升竞争优势。据 Ovum 最新数据显示，在新建数据中心的驱动下，Microsoft、Facebook、Amazon 资本开支大幅增长。2016 年全球 ICP 资本开支达 540 亿美元，同比增长 18%，预计未来两年大规模资本开支仍将持续。

图 1: 北美 ICP 资本开支预测 (US \$M)



资料来源: ICCSZ, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

值得一提的是，ICP 在通信资本开支同比大幅增长。2011 年，ICP 资本开支在通信资本开支中占比仅为 9%，2016 年占比已经接近 20%。随着电信运营商投资的逐渐萎缩，ICP 资本开支在通信资本开支中的占比还将进一步提升。

IDC 基础设施是 ICP 资本开支的重点领域。随着 ICP 资本开支的上升，全球掀起一阵大型数据中心投建热潮。

表 1: 北美 ICP 数据中心投建计划

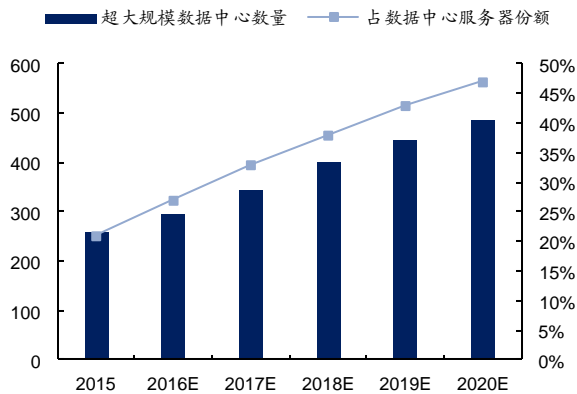
公司名称	投建计划
Google	2017 年计划在俄勒冈、东京等 12 个区域投建数据中心，以支撑 Gmail、谷歌地图、搜索等业务。目前拥有 36 个数据中心。
Microsoft	计划投资 15-25 亿美元，在爱荷华州投建 170 万平方英尺数据中心，支持 Azure 云服务，目前拥有 26 个数据中心，另有 8 个在计划之中。
Amazon	计划未来几年在斯德哥尔摩、印度、南非等地开设 11 个新的可用区，支持 AWS 业务的快速发展。
Facebook	计划扩大其在洛杉矶和新墨西哥州的数据中心。
IBM	计划在加州、悉尼、伦敦等地新建 4 个数据中心，以支持云计算业务发展。
Apple	计划在中国贵州、丹麦分别投资 10 亿美元、9.2 亿美元新建数据中心，以支持 iCloud 等业务。

资料来源: 互联网, 国信证券经济研究所分析师整理

据 Cisco《2015-2020 全球年度云指数报告》预测，到 2020 年全球超大规模数据中心数量将增长至 485 个，占数据中心服务器份额提升至 47%。

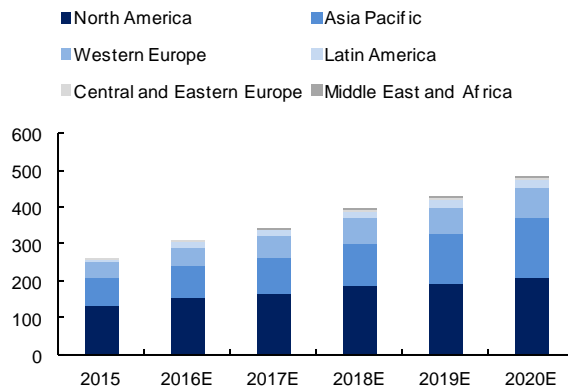
北美仍为全球最大数据中心市场。据 Cisco 统计，2015 北美区域拥有 130 多个超级数据中心，全球占比高达 51%，远远高于其他国家，亚太地区数据中心增长迅速。

图 2: 全球超大规模数据中心发展趋势预测



资料来源: Cisco, 国信证券经济研究所分析师整理

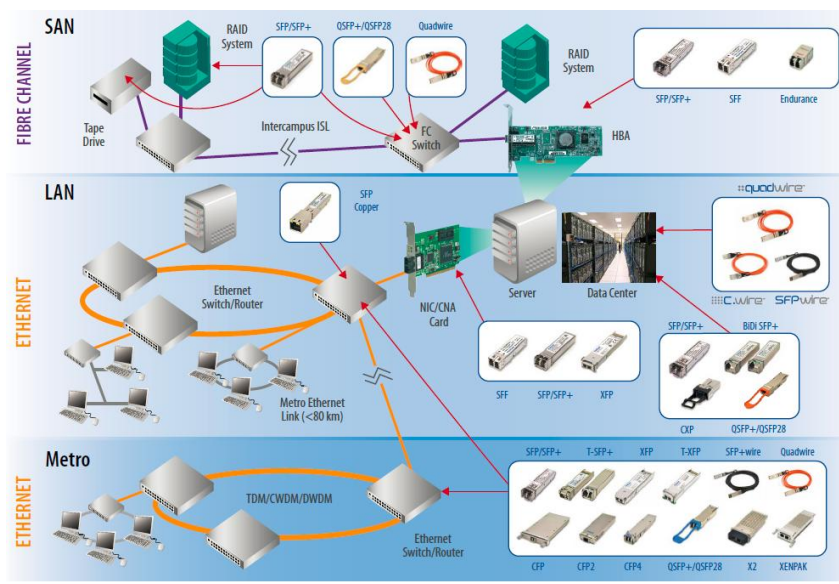
图 3: 全球超大规模数据中心数量区域分布情况



资料来源: Cisco, 国信证券经济研究所分析师整理

北美数据中心建设热潮推动光模块市场高景气度。数据中心内部和数据中心之间的通信需要大量的光模块，据 Ovum 统计，一个 50 平方英尺的数据中心大约需要 130 万只 100G 光收发器，市场空间广阔。

图 4: 数通领域对光模块、光器件应用场景

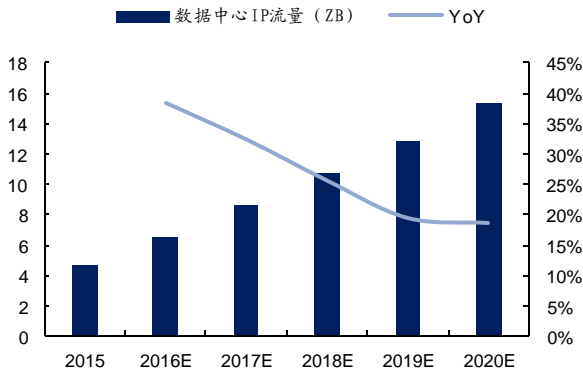


资料来源: Finisar, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

数据中心流量快速增长，存量设备模块亟需升级

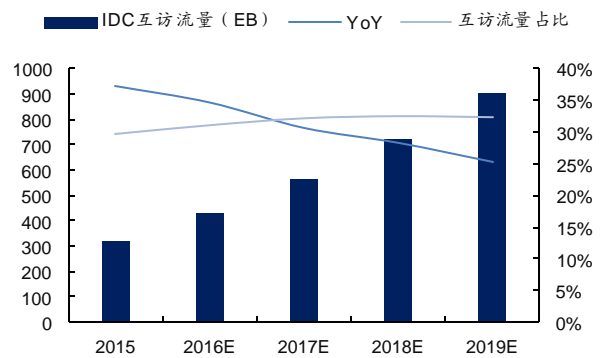
近年来，受益于云计算、视频、游戏等产业需求的持续推动，数据中心 IP 流量及互访流量正呈爆发式增长。据 Cisco 预测，数据中心 IP 流量 2015 至 2020 年化增长率达到 27%。IDC 互访流量正以 30% 的增速增长，到 2019 年将达到 905EB，在数据中心总流量中的占比提升至 32.4%。

图 5: 数据中心 IP 流量及其预测



资料来源: Cisco, 国信证券经济研究所分析师整理

图 6: 数据中心互访流量及其占比预测



资料来源: Cisco, 国信证券经济研究所分析师整理

伴随着数据中心流量的快速增长, 早期规划的 IDC 面临较大传输压力, 低速率光模块亟需进行更新升级, 带动存量市场需求。

表 2: 数据中心光模块升级趋势

典型场景	产品现状	发展趋势
数据中心机架内 服务器端	10G 为主	向 25G 升级
数据中心机架间 交换机到核心设备	40G 为主	向 100G 升级
数据中心之间 DCI 网络设备	40G 为主	向 100G/400G 升级

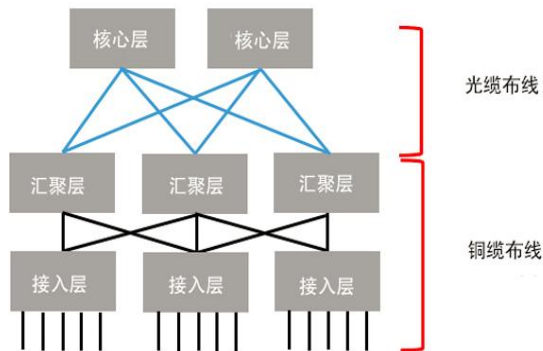
资料来源: 国信证券经济研究所分析师整理

此外, 超大规模 IDC 网络架构也在不断演进。现在广泛采用的叶脊网络拓扑结构更加扁平, 端口密度更加分散, 对光模块特别是高速率光模块的需求量更大。

数据中心光纤连接占比逐步提升, 未来有望实现全光网连接。叶脊拓扑架构相对于传统三层网络架构, 使光纤光缆覆盖率提升至 80%, 从而使交换层传输速率从 10G 增加到 40G。未来随着 100G 的普及, 布线结构将进一步改变, 光纤覆盖率有望提升至 100%, 光模块应用位置进一步增加。

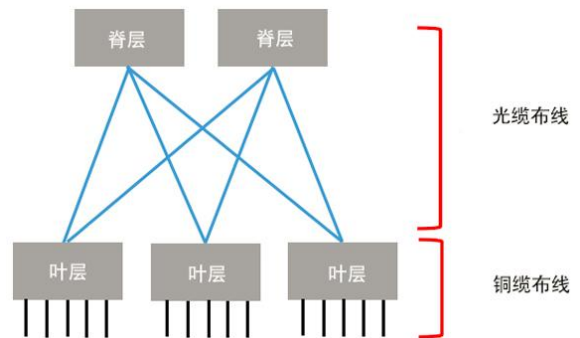
机柜数量提升与连接点增加是乘数关系。超大型 IDC 机柜数将是现在 IDC 的 3~4 倍, 每个脊层都要和叶层相连, 交换机与服务器的数量是乘数关系, 其将带来连接点成倍地放大, 需求空间巨大。

图 7: 传统三层网络拓扑及布线方式



资料来源: 飞逸, 国信证券经济研究所分析师整理

图 8: 叶脊网络拓扑及布线方式



资料来源: 飞逸, 国信证券经济研究所分析师整理

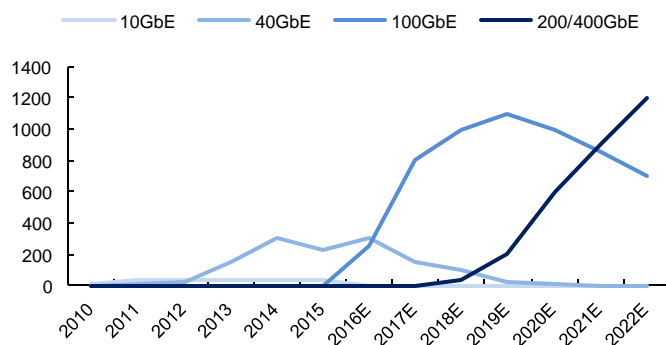
新增和存量市场需求旺盛，光模块厂商长期受益

受益于北美 ICP 加大对 IDC 投建力度、存量 IDC 模块器件的更新升级以及网络架构的演进，光通信模块需求日益旺盛，旭创等光模块厂商持续受益。

据 LightCounting 预测，Amazon、Facebook 等 ICP 对光模块的采购金额将从 2016 年的 5 亿美元增长至 2017 年的 10 亿美元，到 2020 年，这一市场还将翻倍，占同类光模块市场的 30%。

100G 光模块的供不应求将持续到 2018 年，200G/400G 模块将从 2019 年开始规模发货。整个光模块市场未来 5 年的 CAGR 达到 18%，到 2022 年市场规模达到 60 亿美元。

图 9：以太网光模块市场规模预测（US \$M）



资料来源：LightCounting，国信证券经济研究所分析师归纳整理

我们认为，苏州旭创作为 Google、Amazon 等北美 ICP 巨头光模块的主要供应商，受益于北美数通市场的迅猛发展，短期内业绩有稳定支撑，随着 100G 产品的规模出货，公司的盈利能力有望进一步提升。

盈利预测与投资评级

我们看好苏州旭创在光模块领域的领先地位，暂不考虑并表情况下，预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 1.4/1.5/1.3 亿元，净利润分别为 1475/1823/1000 万元；考虑苏州旭创并表及增发摊薄后，2017-2019 年备考净利润分别为 4.5/6.5/8.9 亿元，当前股价对应的动态 PE 为 44/30/22 倍（暂未将相关业绩纳入文中合并报表），维持“增持”评级，建议重点关注。

风险提示

- 1、光模块、光器件市场竞争加剧的风险；
- 2、北美数通市场需求不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	69	352	352	352	营业收入	132	134	138	146
应收款项	82	129	133	141	营业成本	91	95	97	103
存货净额	72	29	30	32	营业税金及附加	3	0	0	0
其他流动资产	81	7	7	7	销售费用	4	4	4	4
流动资产合计	304	517	522	532	管理费用	41	29	31	29
固定资产	185	181	175	168	财务费用	(1)	(5)	2	1
无形资产及其他	97	93	89	85	投资收益	3	0	0	0
投资性房地产	24	24	24	24	资产减值及公允价值变动	0	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	22	21	21	20	其他收入	0	0	0	0
资产总计	632	836	831	830	营业利润	(2)	9	1	5
短期借款及交易性金融负债	7	243	233	225	营业外净收支	13	5	15	15
应付款项	28	16	16	17	利润总额	11	14	16	20
其他流动负债	33	9	9	10	所得税费用	1	1	2	2
流动负债合计	67	268	258	252	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	10	13	15	18
其他长期负债	9	11	12	13					
长期负债合计	9	11	12	13	现金流量表 (百万元)				
负债合计	76	278	270	265	净利润	10	13	15	18
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(0)	0	0	0
股东权益	556	558	561	564	折旧摊销	31	23	24	25
负债和股东权益总计	632	836	831	830	公允价值变动损失	(0)	3	3	3
					财务费用	(1)	(5)	2	1
					营运资本变动	(79)	36	(3)	(7)
					其它	0	(0)	(0)	(0)
					经营活动现金流	(38)	74	39	39
					资本开支	(11)	(17)	(17)	(17)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(13)	(16)	(16)	(16)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(2)	(10)	(12)	(15)
					其它融资现金流	12	236	(10)	(8)
					融资活动现金流	8	225	(22)	(22)
					现金净变动	(43)	283	0	0
					货币资金的期初余额	112	69	352	352
					货币资金的期末余额	69	352	352	352
					企业自由现金流	(65)	47	10	9
					权益自由现金流	(53)	288	(2)	0

关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.05	0.06	0.07	0.08
每股红利	0.01	0.05	0.06	0.07
每股净资产	2.57	2.58	2.60	2.61
ROIC	1%	1%	1%	2%
ROE	2%	2%	3%	3%
毛利率	31%	30%	30%	30%
EBIT Margin	-5%	5%	4%	6%
EBITDA Margin	18%	22%	22%	23%
收入增长	8%	2%	3%	6%
净利润增长率	80%	27%	16%	24%
资产负债率	12%	33%	32%	32%
息率	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%
P/E	726.0	572.7	494.8	400.3
P/B	13.1	13.1	13.0	12.9
EV/EBITDA	306.9	258.6	254.1	220.4

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。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
王玮 13726685252	吴国 15800476582	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
许婧 18600319171	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
边祎维 13726685252	倪婧 18616741177	刘紫微 13828854899	吴翰文 13726685252
王艺汀 13726685252	林若 13726685252	简洁 13726685252	
詹云 13901062999	张南威 13726685252	欧子炜 18150530525	
陈雪庆 18150530525	周鑫 13726685252		
杨云崧 18150530525	张欣慰 13726685252		
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	丛明浩 13901062999		