

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

通信

中际装备 (300308)

动态报告

增持

(维持评级)

2017年08月09日

浅析市场对中际装备最关注的 15 个问题

证券分析师：程成

0755-22940300

chengcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001

事项：

上周五 AAOI 发布二季报，因业绩不及市场预期，股价大跌 34%。受 AAOI 影响，中际装备近期股价有所调整，引发市场对光通信模块发展前景的关注。国信证券通信团队精选出市场对中际装备最关心的十五个问题，结合我们的理解作一浅析，供各位投资者参考，有不足之处欢迎批评指正。

评论：

苏州旭创作为国内高速率光模块龙头企业，是 Google、Amazon 等互联网巨头数据中心供货商，近年来受益于北美数通市场高景气度，公司业绩增长迅速。未来几年，随着国内数通市场和 5G 网络建设的兴起，公司业绩有望获得稳定支撑。我们认为，旭创的产品和客户结构跟 AAOI 有较大差别，Amazon 数据中心加速从 40G 向 100G 升级对公司业绩影响有限，公司目前 100G 产品出货量占比在 50% 左右，未来随着 100G 产品逐步扩产，产品占比和盈利能力有望进一步提升。我们非常看好公司的发展，建议重点关注：

■ 核心问题

1、苏州旭创选择与中际装备合作的主要原因？

市场认为苏州旭创与中际装备业务相关性不强，非常关注双方合作的出发点。我们认为在管理层方面，苏州旭创刘总和 中际装备王总都是技术出身，刘总是国家“千人计划”引进的海外高层次人才，王总是享受国务院特殊津贴专家，管理层之间彼此欣赏。在业务层面，中际装备一直寻求业务转型升级，收购苏州旭创符合布局高端制造业的长期战略。苏州旭创处于高速发展期，目前正在筹划扩大产能，合作后依托上市公司平台，能有效解决资金瓶颈。双方合作能够达到互利共赢的效果。

2、市场担忧上市公司和苏州旭创利益不一致？

我们认为刘总视野长远，注重与员工共享企业发展成果，很早就做了员工持股，本次换股之后，旭创创始团队和财务投资者大多都获得上市公司股票，能够确保利益一致。

3、旭创在全球光模块市场的市占率情况？

由于市场上不同机构对光模块市场规模预测差异较大，我们参考多家机构数据，预估当前全球光模块市场在 60 亿美金左右（包含数通和电信市场），其中数通市场占比接近一半，以此测算，目前旭创在数通市场市占率接近 10%。

4、AAOI 股价大跌的原因分析？

上周五 AAOI 发布二季报，因业绩不及市场预期，股价大跌 34%，我们认为主要有两个原因：一方面，AAOI 是 Amazon 数据中心 40G 和 100G 产品的供应商，Amazon 正加速从 40G 向 100G 升级，40G 产品需求大幅减少，100G 产品又引进新的供应商，对 AAOI 业绩造成较大压力，三季度业绩增长乏力。另一方面，AAOI 股价最近 12 个月上涨 10 倍，北美市场对 AAOI 业绩期望比较高。

5、Amazon 加速从 40G 产品向 100G 产品升级对旭创的影响？

Amazon是旭创前五大客户，市场担心 Amazon 需求的变化对旭创产生较大影响。我们认为 Amazon 需求的变化对旭创影响有限，从公司披露的财报数据可以看出，2016 年 Amazon 占旭创当期营收不到 10%，此外，旭创提供给 Amazon 产品中 100G 占比较高，因此不会对旭创造成太大冲击。

6、未来 BAT 市场空间有多大？主要竞争对手有哪些？

市场认可短期北美数据中心需求强劲的逻辑，但对未来国内数据中心的需求不确定。我们认为 Amazon、Facebook、Google 等互联网巨头都在北美，当前北美市场需求仍将强劲。以 BAT 为首的国内互联网巨头发展迅速，未来国内随着高清视频、云计算等产业逐渐成熟，BAT 加大对数据中心资本开支乃大势所趋，国内市场空间很大。公司跟 BAT 在积极接触当中，国内厂商方面除了旭创外，光迅科技和海信宽带也值得关注。

7、旭创核心人才稳定性与积极性问题？

科技类企业最核心的竞争优势在于人才，市场担心与中际装备重组后旭创核心人才的稳定性。我们认为，旭创早期的员工持股起到了很好的激励作用，公司未来一定会秉承共享企业发展成果的理念，以确保员工的稳定性与积极性。

8、当前 100G 产品价格如何？未来 100G 产品价格趋势情况？

市场普遍担忧 100G 产品降价是否会对公司业绩造成不利影响。当前 100G 产品均价在 300 美金左右。我们认为 100G 产品未来降价趋势比较确定，今年预计有 20%-30%降价空间。100G 降价可以推动产品更大规模的应用，长远来看对公司有利。

9、公司未来是否有布局上游芯片的计划？

市场普遍认为公司产品核心芯片主要依赖进口，未来存在产业链安全的风险。我们认为，做产业链整合是任何公司发展一定阶段的必然选择，公司大概率会往产业链上游（光芯片）布局，但短期内不太现实，主要出于对资金和技术等方面的考虑，也不排除在合适时机通过外延方式布局。

10、如何看待硅光技术的发展？公司是否做了储备？

硅光作为一种新技术，具有成本优势，市场担心硅光对公司现有产品的冲击。我们认为硅光技术是未来大方向，目前公司对硅光有一定投入，但硅光产品目前还不太成熟，跟 100G 产品不太可能存在大规模竞争，不排除未来 400G 产品有一些竞争。硅光产品放量预计在 2019 年前后，现在还需要考虑良率的问题，目前硅光良率在 30%左右，还有待进一步提高，才能体现成本优势。

11、公司目前 100G 产品产能情况如何？

市场对公司 100G 产品产能非常关注，公司今年 100G 产品产能一直在扩产之中，我们预计公司今年 100G 产品产能达到 12 万只/月，明年大约 20 万只/月，后年大约 30 万只/月。随着公司 100G 产品产能的逐渐释放，盈利能力有望进一步提升。

12、公司产品中各类产品的占比情况？

市场对公司各种模块销售占比比较关心，特别受到 AAOI 股价大跌的影响，担心公司 40G 产品是否会受到较大冲击。我们粗略统计，公司目前 100G 产品占比在 50%左右，40G 产品占比 30-40%，10G、25G 产品占比比较小。

13、市场 40G 需求未来趋势如何？

市场非常担心 40G 产品需求是否会出现断崖式下滑。我们认为 40G 产品近年还是会有比较稳定的需求，虽然 Amazon 的 40G 产品需求下滑较快，但 Google、华为、中兴等对 40G 产品需求还是很旺盛，平台短期内不会立马切换，会有一个过渡期。

14、旭创产品在电信领域拓展问题？

市场认为旭创目前业绩主要来自数通市场，非常关心在电信市场的拓展情况。我们认为数据中心和电信两个市场对公司都很重要，数据中心比 5G 早一个周期，旭创目前约有 10%-20%产品已经用在 4G 网络之中，未来 5G 启动，对旭创也是一个很大增量市场，对公司业绩有利。

15、旭创跟光迅科技之间竞争情况，未来市场格局？

市场普遍关心公司跟光迅科技的竞争，谁更具有竞争优势。我们认为目前光迅和旭创之间正面竞争很小。光迅主要聚焦在电信运营商市场，旭创产品主要集中在北美数通领域，产品结构不同，市场定位也不同，各自都有优势，未来不排除会有业务竞争，但市场空间足够大，每个公司都有机会。

■ 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，暂不考虑并表情况下，预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 1.3/1.4/1.5 亿元，净利润分别为 1274/1475/1823 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 40/28/20 倍，维持“增持”评级，建议重点关注。

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

相关研究报告

《中际装备-300308-北美数通市场持续景气，光模块厂商长期受益》——2017-07-31

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

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。