

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 09 月 11 日

海外光模块企业浅析系列之 ACACIA：硅光的明日之星

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

联系人：汪洋

010-88005317

wangyang7@guosen.com.cn

事项：

第 19 届中国国际光电博览会于 9 月 6 日在深圳隆重召开，来自全球的 1600 多家通信企业、超过 6 万名观众报名参加此次展会，均创历届规模之最。该展会创办于 1999 年，已连续成功举办 18 届，成为全球最具规模、影响力及权威性的光电业综合展会。

评论：

近年来，光通信作为通信行业最具投资吸引力的子行业之一，备受资本市场关注。光模块、光器件作为光通信中景气度最高的细分领域，成就了苏州旭创（中际装备子公司）、光迅科技等一批优秀上市公司。我们重申关注**光通信领域的投资机会**，重点推荐**中际装备、中兴通讯及港股昂纳科技**。

为了让投资者对全球光模块市场格局有个更清晰的了解，从而更有利于把握行业投资机会，国信证券通信小组历时三个月时间，对海外市场上最具竞争优势的六家光模块企业（Acacia、Finisar、Oclaro、Avago、Applied Optoelectronics、Neophotonics）基本情况进行了梳理。本文将简要介绍 Acacia 的基本情况，供各位投资者参考，有不足之处欢迎批评指正。

■ ACACIA 基本情况概述

Acacia Communications 是一家美国高速光互连产品供应商，面向电信及数通市场提供高速相干光通讯互连收发器。公司成立于 2009 年，于 2016 年在美国纳斯达克上市，当前市值为 17.8 亿美元（约合人民币 115 亿元）。

管理层阿朗出身，研发人员占比高。截至 2016 年底，公司研发人员占比约 73%，其中 45% 的雇员拥有博士及以上学历。公司管理层涉及各个技术领域，包括光学系统与网络、数字信号处理、规模 ASIC 设计认证、硅光子集成、系统软件开发、硬件设计以及高速电子设计等。其中，公司 CEO 在 2002 年 2 月至 2010 年 2 月曾任阿尔卡特朗讯商业开发部门副总裁。

表 1：ACIA 明星管理层团队

姓名	职务	出生年份	简历
Eric A. Swanson	董事会主席, 董事	1960	2009 年 8 月起任公司董事会主席； 2006 起曾任麻省理工学院助理研究员； 2004 年 1 月起为 The Charles Stark Draper Laboratory 提供咨询服务； 此前曾合伙成立 Sycamore Networks, 并担任总经理与首席科学家； 马萨诸塞大学艾默斯特分校电子工程学士学位、麻省理工学院电子工程硕士学位；
Benny P. Mikkelsen	董事, 首席技术官	1960	2009 年 6 月起任公司董事与首席技术官； 曾任 Technology of Mintera Corporation 副总裁； 贝尔实验室承担多项工程师岗位； 丹麦科技大学电子工程硕士与博士学位；
Stan J. Reiss	董事	1972	2009 年 8 月起任公司董事； 2000 年 7 月起任 Matrix Partners 普通合伙人； 康奈尔大学电子工程学士学位、麻省理工学院电子工程硕士学位、哈佛商学院工

			商管理硕士；
Murugesan Shanmugaraj	董事，总裁，首席执行官	1958	2010 年 4 月起任公司董事、总裁与首席执行官； 2002 年 2 月至 2010 年 2 月任阿朗商业开发部门副总裁。并曾任 Astral Point Communications 首席执行官；
Elliot M. Katzman	董事	1956	2010 年 6 月起任公司董事； 2007 年 1 月 Commonwealth Capital Ventures 普通合伙人；
Peter Y. Chung	董事	1967	2013 年 4 月起任公司董事； 1994 年起任 Summit Partners 董事总经理与首席执行官，并曾任 A10 Networks 与 M/A-COM Technology Solutions Holdings 董事；
John Ritchie	董事	1965	2015 年 4 月起任公司董事； 2015 年 8 月 Aerohive Networks 高级副总裁与首席财务官； 2013 年 4 月至 2015 年 1 月曾任 Telerik AD 首席财务官； 2010 年 5 月至 2013 年 3 月曾任 Ubiquiti Networks 首席财务官；
Vincent Roche	董事	1961	2016 年 6 月起任公司董事； 1988 年起进入 Analog Devices 工作并于 2009 年起任首席执行官与董事；

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所分析师整理

位于产业链中游，客户集中度高，中国区域营收占比最高。作为产业链中承上启下重要的一环，公司掌握着硅光领域的核心技术资源，并向中下游设备商提供光通信所需器件与模块。

图 1：ACIA 所在产业链



资料来源：国信证券经济研究所分析师整理

公司上游主要的供应商来自美国与加拿大，公司还外包工程项目给日本及美国制造厂，其中日本厂商 2014 年、2015 年费用成本分别占 26%，14%。

公司下游目前已经延伸至 18 个国家地区。如下表所示，亚洲及太平洋地区（主要是中国大陆地区）已是公司业务收入的主要来源；EMEA 市场（主要是德国）位居第二，收入占比从 2015 年的 43%降低至 2016 年的 31%。公司 2017 年第二季度最新报告显示，公司的营收结构与往年基本保持一致。

表 2：ACIA 2015-2016 年营业收入（按客户的交付地区域划分）（单位：百万美元）

	2016 年营收	营收占比	2015 年营收	营收占比	变动金额	变动幅度
America（美国）	92.45	19%	46.62	20%	45.83	98%
EMEA（欧洲、中东和非洲）	147.55	31%	103.15	43%	44.40	43%
APAC（亚洲及太平洋区域）	238.41	50%	89.28	37%	149.13	167%
合计	478.41	100%	239.06	100%	239.36	100%

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所分析师整理

公司的客户数量从 2011 年的 8 个增加至 2016 年的 25 个以上。2014、2015 和 2016 年公司前五大客户的营收占比分别为 78%，74%和 78%，公司当前最大的客户为中兴通讯 2014-2016 年三年营收占比分别为 35%，28%和 32%。如下表所示，2015 年、2016 年第一季度中兴通讯与 ADVA 光网络公司的营收占比均超过 55%。公司的客户集中程度高，公司业绩受到小部分客户的影响程度较大。

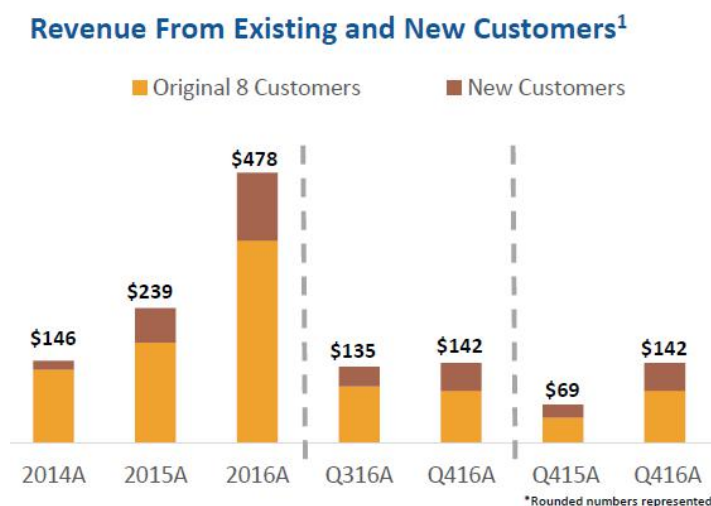
表 3: ACIA 2013-2016 客户结构

序号	客户名称	2013	2014	2015	2016
1	ZTE	32.1%	35.4%	27.6%	32%
2	ADVA	13.6%	23.4%	22.2%	26%
3	Coriant	-	-	13.1%	-
4	Alcatel-Lucent	19.2%	-	-	-

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所分析师整理

同时公司不断寻求扩大与分散化客户结构，这将有利于降低对特定客户的经营风险。如下图所示，从 2014 到 2016 年间，来自新拓展客户的收入占比显著上升；2016 年第四季度环比与同比均有明显增长。

图 2: ACIA 新旧客户收入结构



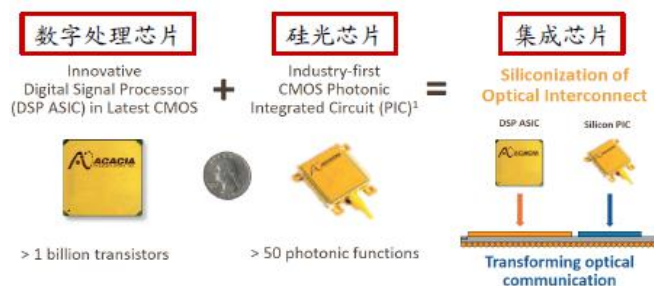
资料来源：ACACIA Investor Relations Presentation，国信证券经济研究所分析师整理

■ 产品技术领先优势：硅光的明日新星

公司以芯片设计和销售为主要核心业务，其中芯片找代工方生产，销售团队为自营团队。

公司的主要技术路径是将信号处理芯片（DSP）和硅光芯片集成在一起，有效减少设备复杂度，节省成本，并获得更高的通信效率。该集成光学互连模块的传输速度可达 40Gbps 至 400Gbps，用于传输网、数据中心等市场。2014 年 3 月 11 日，公司在美国光纤通讯展览会上发布了首款具有 100G 相干收发器功能的单芯片硅光子集成电路，成为全球第一个发布该类产品的企业。同时，公司也是第一个在市场上发布 400G 转发器的供应商，在硅光领域具有全球领先实力。

图 3: ACIA 核心技术示意图

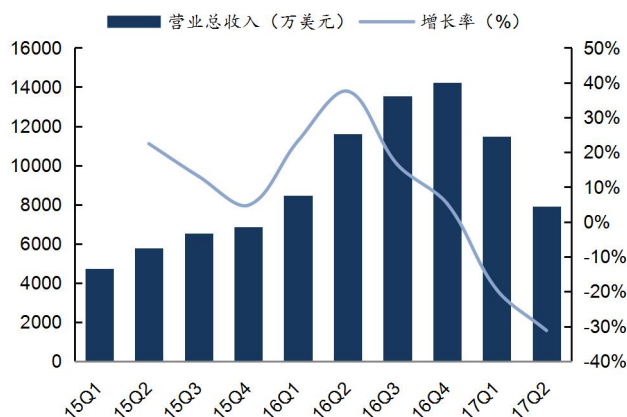


资料来源：ACACIA Investor Relations Presentation、国信证券经济研究所分析师整理

■ 历史业绩表现亮眼，后续表现值得期待

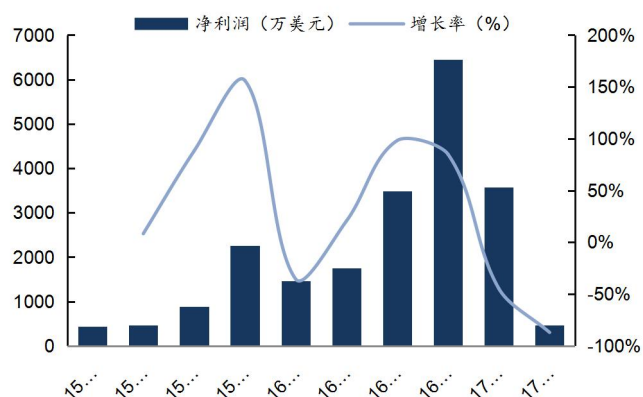
公司近年来业绩表现亮眼，财务数字曾持续呈现惊人增长态势。2016 年，公司实现营业收入 4.78 亿美元，同比增长 100%；毛利润 1.18 亿美元，同比增长 180%；净利润 1.3 亿美元，同比增长更是高达 225%。公司业绩远超预期，无论是在绝对数字上，还是相对增长率上都表现得十分优异。如下图所示，剔除最新两个季度，公司自上市公开数据以来，每一季度的营业收入都持续增长。

图 4：ACIA 2015-2017 季度营收



资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析师归纳整理

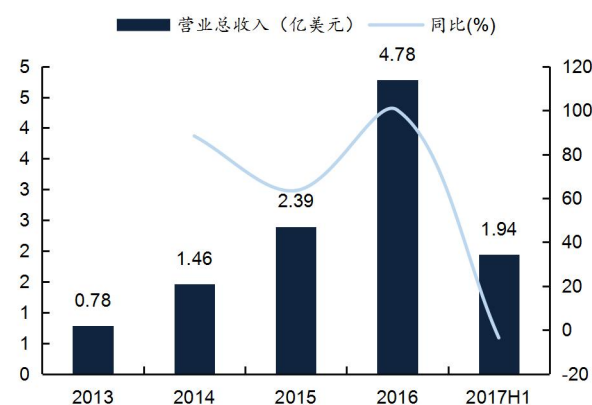
图 5：ACIA 2015-2017 季度净利润



资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析师归纳整理

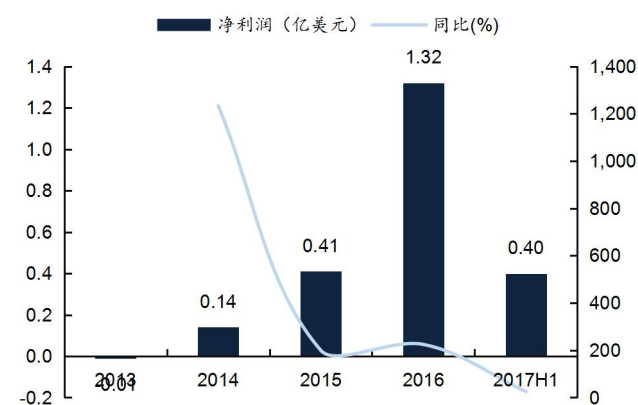
公司 2016 年营收的增长飞速，营收的增长主要来自 100G 系列产品和 400G 销售的增长。其中，美国市场增加的营收有 248 万美元来自 100Gbps 产品以及 2100 万美元来自 400Gbps 新产品的引入；EMEA 市场增加的营收中有 3840 万美元来自 100Gbps 产品，760 万美元来自 400Gbps 产品；亚太地区营收的增加有 9410 万美元来自 100Gbps 产品，5500 万美元来自 400Gbps 产品。

图 6：ACIA 2013-2017H1 营收



资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 7：ACIA 2013-2017H1 净利润



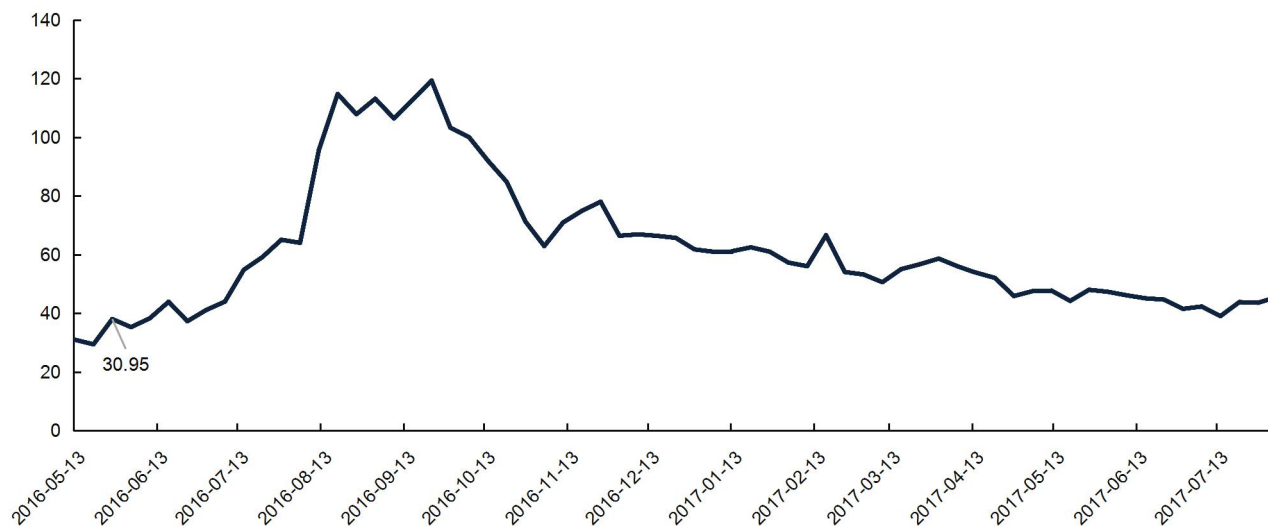
资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司上半年业绩下滑，主要受到外部突发事件的影响。2016 年 3 月，由于被认定违反美国安全条例，美国商务部对中兴通讯施加新的出口许可证要求，将公司最大客户中兴通讯及其下属三家子公司列入出口限制黑名单，这对 ACIA 公司的销售与收入都产生了实质性影响。然而，由于允许 2016 年 3 月到 6 月之间短暂暂停了这一限制，恢复部分销售，因此 2016 年没有业绩没有受到剧烈影响。2017 年 3 月商务部已将中兴通讯移出出口限制黑名单。

2017 年第 2 季度的业绩下滑，据公司 CEO 兼总裁披露，主要是受到三家 OEM 厂商之一的品质问题的负面影响。但同时公司主要客户在第三季度的订单有所增加，包括 ACIA 在中国大陆地区的最大客户。可以看出，公司本身表

现十分良好，而近期表现主要由公司最大客户的突发事件影响所致。

图 8：ACIA 近期股价波动情况

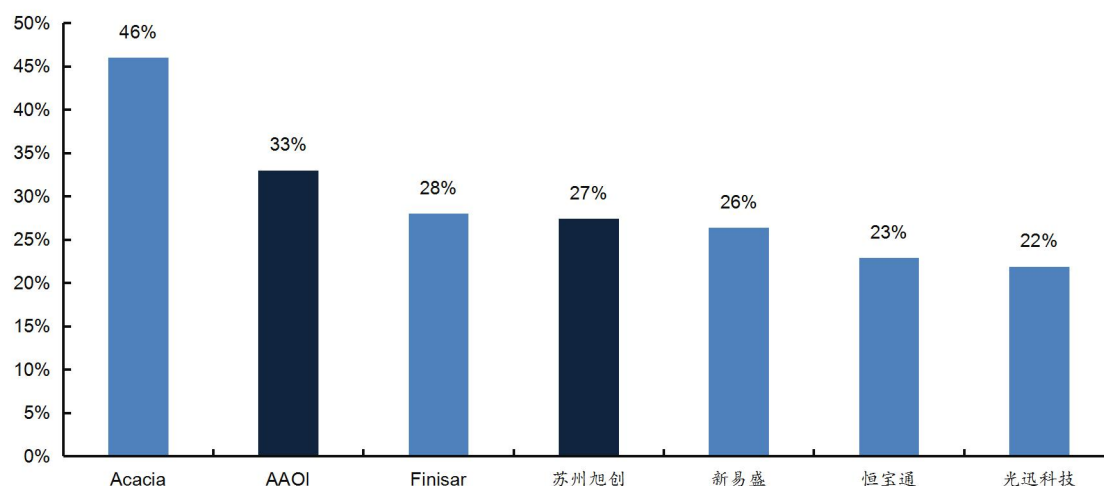


资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司自 2016 年 5 月上市以来，公司股价如同其良好的业绩表现呈指数形攀升。而 9 月份以来受业绩下滑影响，市场信心不足，截止报告日，股价基本维持在 45 美元上下，一年间累计涨幅 46.8%。

如下图所示，公司 2016 年毛利率高达 46.19%，显著高于同行业其它公司，可以看出，公司具备良好的盈利能力。

图 9：2016 年可比上市公司毛利率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所分析师归纳整理

■ 重申中际装备核心投资逻辑：

1、北美 ICP 发力数据中心，光模块需求旺盛

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，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。

2、未来三年国内数通市场或将成为需求中心

国内数据中心市场与北美差距较大，但增长迅速，国内 ICP 对数据中心的需求还远未得到释放。未来三年，BAT 等 ICP 加大在数据中心领域的投资是大势所趋，国内数据中心将迎来新建升级浪潮，光模块需求有望向国内转移，形成公司中长期业绩快速增长的有力支撑。

3、电信市场有望成为公司未来重要增量市场

互联网流量呈现爆发式增长，电信运营商对光网络进行扩容升级是必然趋势。旭创当前业务主要来自数通市场，在光模块设计封装等领域中积累的丰富经验和先进技术，有利于在运营商接入网等市场中抢占更多市场份额。

■ 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 1.3/1.4/1.5 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 4.6/6.5/8.9 亿元，2018-2019 年对应的动态 PE 为 29/21 倍，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）	2016	2017E	2018E	2019E	利润表（百万元）	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					
负债合计	76	278	270	265					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	556	558	561	564					
负债和股东权益总计	632	836	831	830					

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	10	13	15	18
资产减值准备	(0)	0	0	0
折旧摊销	31	23	24	25
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%	0.1%	0.2%
P/E	874.2	689.6	595.8	482.0
P/B	15.8	15.7	15.7	15.6
EV/EBITDA	368.9	309.4	304.2	263.8

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-重大事件快评：首推限制性股票激励，锁定未来业绩高增长》——2017-08-24

《中际装备-300308-动态报告：浅析市场对中际装备最关注的 15 个问题》——2017-08-09

《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。