

中际旭创 (300308)

旭创备考业绩符合预期，抓紧 100G 窗口持续高增长

事件:

公司发布前三季度业绩预告，其中第三季度归属上市公司净利润为 1.18 亿至 1.2 亿元，前三季度归属上市公司净利润为 1.18 亿至 1.22 亿元。受子公司苏州旭创并表影响，公司净利润比上年同期 414.97 万元增长 2,743.58% 至 2,839.97%。报告期内，母公司中际装备净利润较上年同期上升 25%。

旭创并表大幅增厚公司整体业绩，备考利润整体符合预期

根据半年报披露，公司上半年归母净利润 232.7 万元，预计前三季度剔除苏州旭创的利润贡献约 200 万元左右。公司报告期内主要利润来自于子公司苏州旭创，依托苏州旭创在高速光模块领域的龙头地位，本季度其为母公司贡献并表利润 1.18 至 1.22 亿元。经分析，我们认为两方面主要原因略微影响了公司的并表利润：1) 并报表层面调增对子公司资产评估产生的评估增值在报告期内形成的成本摊销，包括了无形资产的摊销等；2) 9 月份公司进行的第一期股权激励的成本费用的摊销，整体费用预计在 4000 万左右，因此实际备考业绩预计在 1.7 亿元左右，整体符合预期。而单季度内，旭创已经接近完成对 2017 年下半年限制性股票激励计划的业绩条件（净利润不低于 1.19 亿元），预计全年苏州旭创备考净利润将有亮丽表现。

并购成功奠定光模块业务重心，“管理+投资+技术”三位一体协同发展

收购交割完成后，母公司高层管理让贤及更名等一系列管理层面的变动代表着中际旭创的业务核心无论对内或者对外都已宣告真正转移到光模块领域，原有电机绕组业务对公司整体利润贡献比例不足 2.5%，预计还将进一步弱化。此外，光模块作为一个技术密集型产业，技术积累将成为公司先入市场并保持强势份额的主要因素，前期大量的研发投入必不可少。为了保证人才和权益与公司发展步调的一致性，公司出台整体的员工激励计划及分红计划，通过在管理层面、投资层面与技术研发层面进行三位一体运作，保障公司在中长期的持续健康发展。

受益于北美数据中心高速发展红利，国内市场蓄势待发成为下一波热点

苏州旭创深耕北美数通光模块市场多年，大客户关系稳定，与同为投资人和客户的谷歌保持了 4 年以上的合作关系，且前段时间首次入围某 Tier 1 互联网厂商 100G 光模块集采名单，与 AAOI 和 Intel 等北美大厂同台角逐，享受北美数通市场高速发展的红利。反观国内数据中心市场建设刚刚起步，旭创具备全系列数通 100G 光模块批量出货能力，属国内厂商少有，且拥有良好的芯片上游供应链，因此，旭创有望抓住市场从 40G 向 100G 过渡的契机，坐稳数通光模块龙头企业之一，实现营收及利润的高增速。

盈利预测及投资建议

母公司主业顺利过渡为高速光模块设计及生产，而苏州旭创并表大幅增厚公司利润，依托北美数据中心建设发展及苏州旭创自身在管理、技术、供应链及客户关系上的优势，我们短期内看好公司持续受益于 100G 光模块需求放量以及旭创在电信市场光模块的开拓，长期看好公司未来 400G 光模块的领先推出以及 5G 时代对光模块需求的几何式增长。我们预计公司 17~19 年净利润为 2.7 亿元，7.48 亿元，9.17 亿元，对应 18 年估值 30 倍。

风险提示：全球数据中心建设放缓，光模块价格侵蚀严重，行业竞争加剧

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	121.41	131.62	2,343.36	6,125.68	7,493.27
增长率(%)	2.24	8.41	1680.39	161.41	22.33
EBITDA(百万元)	26.93	27.55	319.88	871.52	1,072.78
净利润(百万元)	5.59	10.05	270.48	747.62	917.39
增长率(%)	(31.49)	79.73	2,590.21	176.41	22.71
EPS(元/股)	0.01	0.02	0.57	1.58	1.94
市盈率(P/E)	4,023.66	2,238.70	83.22	30.11	24.54
市净率(P/B)	41.06	40.50	5.62	5.05	4.50
市销率(P/S)	185.39	171.01	9.61	3.67	3.00
EV/EBITDA	176.77	183.47	71.51	26.66	21.49

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	电气设备/电机
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	47.50 元
目标价格	55 元
上次目标价	43.59 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	473.86
流通 A 股股本(百万股)	216.01
A 股总市值(百万元)	22,508.21
流通 A 股市值(百万元)	10,260.51
每股净资产(元)	2.58
资产负债率(%)	10.48
一年内最高/最低(元)	52.70/20.02

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《中际装备-半年报点评:半年报符合预期,苏州旭创并表带来下半年高增长》 2017-08-29
- 《中际装备-公司点评:分红及股权激励出炉,旭创团队正式接棒公司管理》 2017-08-22
- 《中际装备-公司点评:重组长跑圆满结束,数通光模块龙头扬帆起航》 2017-07-07

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	112.31	69.26	399.90	673.83	749.33	营业收入	121.41	131.62	2,343.36	6,125.68	7,493.27
应收账款	81.90	56.39	854.91	1,459.23	1,246.67	营业成本	88.45	91.40	1,628.94	4,311.70	5,348.06
预付账款	0.63	11.10	105.29	202.79	280.74	营业税金及附加	1.07	2.75	23.43	61.26	74.93
存货	82.23	71.61	1,466.83	2,126.25	2,330.47	营业费用	3.84	3.70	70.30	147.02	157.36
其他	17.53	95.63	695.88	805.96	791.64	管理费用	31.75	40.82	328.07	771.84	884.21
流动资产合计	294.60	303.99	3,522.81	5,268.05	5,398.84	财务费用	(2.98)	(1.11)	(1.79)	(4.11)	(5.44)
长期股权投资	20.10	22.08	731.98	731.98	731.98	资产减值损失	0.27	(0.13)	7.00	7.50	12.00
固定资产	187.33	183.77	166.30	227.38	316.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	5.49	1.49	2.10	73.26	133.95	投资净收益	3.52	3.39	4.00	6.00	4.00
无形资产	111.86	96.98	85.58	74.19	62.80	其他	(7.03)	(6.78)	(8.00)	(12.00)	(8.00)
其他	21.94	23.84	2,113.81	2,113.67	2,113.54	营业利润	2.53	(2.41)	291.41	836.48	1,026.15
非流动资产合计	346.71	328.16	3,099.76	3,220.48	3,358.27	营业外收入	3.85	13.37	16.00	20.00	20.00
资产总计	641.31	632.15	6,622.58	8,488.53	8,757.11	营业外支出	0.00	0.05	0.05	0.10	0.10
短期借款	0.00	0.00	0.00	562.72	924.23	利润总额	6.37	10.91	307.36	856.38	1,046.05
应付账款	25.21	23.65	768.14	1,421.81	1,244.94	所得税	0.78	0.86	36.88	108.76	128.66
其他	41.00	43.69	1,055.00	1,189.03	1,181.04	净利润	5.59	10.05	270.48	747.62	917.39
流动负债合计	66.21	67.34	1,823.14	3,173.57	3,350.21	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	783.51	850.46	391.96	归属于母公司净利润	5.59	10.05	270.48	747.62	917.39
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.01	0.02	0.57	1.58	1.94
其他	26.89	9.03	9.03	9.03	9.03						
非流动负债合计	26.89	9.03	792.54	859.49	400.99						
负债合计	93.10	76.37	2,615.68	4,033.06	3,751.21						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
股本	216.01	216.01	473.86	473.86	473.86	成长能力					
资本公积	232.34	232.34	3,264.49	3,264.49	3,264.49	营业收入	2.24%	8.41%	1680.39%	161.41%	22.33%
留存收益	330.71	338.60	3,533.04	3,981.62	4,532.05	营业利润	17.41%	-195.58%	1027.00%	187.05%	22.67%
其他	(230.85)	(231.17)	(3,264.49)	(3,264.49)	(3,264.49)	归属于母公司净利润	-31.49%	79.73%	2590.21%	176.41%	22.71%
股东权益合计	548.21	555.78	4,006.90	4,455.47	5,005.90	获利能力					
负债和股东权益总	641.31	632.15	6,622.58	8,488.53	8,757.11	毛利率	27.15%	30.56%	30.49%	29.61%	28.63%
						净利率	4.61%	7.64%	11.54%	12.20%	12.24%
						ROE	1.02%	1.81%	6.75%	16.78%	18.33%
						ROIC	-0.10%	-0.78%	54.23%	16.61%	17.29%
						偿债能力					
						资产负债率	14.52%	12.08%	39.50%	47.51%	42.84%
						净负债率	-10.14%	-3.46%	0.00%	31.98%	38.73%
						流动比率	4.45	4.51	1.93	1.66	1.61
						速动比率	3.21	3.45	1.13	0.99	0.92
						营运能力					
						应收账款周转率	1.67	1.90	5.14	5.29	5.54
						存货周转率	1.54	1.71	3.05	3.41	3.36
						总资产周转率	0.19	0.21	0.65	0.81	0.87
						每股指标(元)					
						每股收益	0.01	0.02	0.57	1.58	1.94
						每股经营现金流	0.06	0.07	-1.77	0.20	1.52
						每股净资产	1.16	1.17	8.46	9.40	10.56
						估值比率					
						市盈率	4,023.66	2,238.70	83.22	30.11	24.54
						市净率	41.06	40.50	5.62	5.05	4.50
						EV/EBITDA	176.77	183.47	71.51	26.66	21.49
						EV/EBIT	-10,508.17	-1,436.06	78.99	27.91	22.59

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com