

中际装备 (300308)

公司研究/简评报告

收购苏州旭创顺利完成，国内高端光模块龙头启航

—中际装备 (300308) 动态点评

简评报告/机械

2017 年 05 月 25 日

一、事件概述

公司于 2017 年 5 月 22 日收到中国证监会《关于核准山东中际电工装备股份有限公司向苏州益兴福企业管理中心（有限合伙）等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》。

二、分析与判断

➤ 国内高端光模块龙头，国内外客户资源优质

苏州旭创主要从事 10G/25G/40G/100G 等高速光通信收发模块的研发、设计和制造，为数据中心、无线接入以及传输等领域客户提供光通信模块解决方案。苏州旭创现有 10G SFP+、10G XFP、25G SFP28、40G QSFP+、100G CFP4/QSFP28 等各系列在内的多个产品类型。2016 年 1-8 月，苏州旭创实现营业收入 11 亿元，其中 40G/100G 实现营业收入 8.58 亿，占比为 77.74%。同时，苏州旭创光模块产品获得了 Google、Amazon、华为、中兴等多家国内知名客户的认可。2016 年 1-8 月前五名客户分别为 Google、Amazon、华为、HYVE 与中兴，分别占据公司营业收入 19.74%、16.44%、14.89%、9.94% 与 7.23% 的份额，获得了国内外知名客户的认可。

➤ 管理层拥有丰富行业经验，超额完成业绩承诺

苏州旭创管理层多数为海归博士，总经理刘圣曾就职于美国 Agere System, Pine Photonics Communications, Opnext 等光电企业，管理层具有丰富的光器件行业经验，为苏州旭创持续发展奠定了基础。谷歌对苏州旭创进行了投资，持有 5.5% 股份，彰显了对于苏州旭创团队实力和技术能力的认可。苏州旭创承诺 2016-2018 年扣非归母净利润不低于 1.73 亿元、2.16 亿元与 2.79 亿元，2016 年 1-11 月实现营业收入 17.24 亿，扣非净利润达到 2.02 亿，已经超额完成 2016 年业绩承诺，超额完成 2017 年和 2018 年的业绩承诺有望延续。同时，公司对于业绩承诺人进行业绩奖励，业绩奖励为超出业绩承诺部分的 60%，对于未来促进苏州旭创业绩有积极作用。

➤ 定增布局光模块生产与研发，巩固国内高端光模块龙头地位

公司募集配套资金总额不超过 4.9 亿元，拟向王伟修等 5 名配套融资方募集配套资金，其中董事长王伟修认购 2.84 亿，超过总额的 50%，管理层对于公司未来发展具有很强的信心。公司定增主要用于光模块自动化生产线改造项目、光模块研发及生产线建设项目。(1) 光模块研发及生产线建设项目：通过购置相关的生产设备和测试设备，扩大生产产能，提高产品的生产效率，有效保证产品良率，增强公司技术创新优势，并将新增年产光模块 300 万只的生产能力。(2) 光模块自动化生产线改造项目：拟在苏州旭创原有的生产线基础上，对生产线进行智能化改造。项目建成后，该生产线将新增年产光收发模块 230 万只的生产能力。

三、盈利预测与投资建议

公司拟收购的苏州旭创以 40G/100G 高端光模块为主，国内外客户资源优质，国内高速光模块龙头地位。考虑增发摊薄，预计 2017-2019 年备考 EPS 为 0.74、1.05 和 1.48 元，相应 PE 为 47.87 倍、33.53 倍和 23.82 倍。可给予 2017 年 60-65 倍 PE，未来 12 个月合理价格区间为 44.4-48.1 元。

四、风险提示：

光器件景气度不及预期；高端光模块产品竞争激烈。

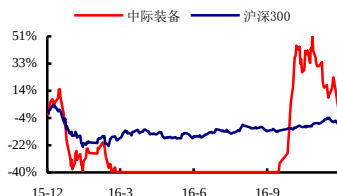
强烈推荐 维持评级

合理估值： 44.4—48.1 元

交易数据 2017-5-24

收盘价 (元)	35.22
近 12 个月最高/最低	39.90/12.36
总股本 (百万股)	216
流通股本 (百万股)	215
流通股比例 (%)	99.32
总市值 (亿元)	76
流通市值 (亿元)	75

该股与沪深 300 走势比较



分析师：郑平

执业证号： S0100516050001
电话： 010-85127506
邮箱： zhengping@mszq.com

研究助理：杨锐

执业证号： S0100115100036
电话： 021-60876701
邮箱： yangkun@mszq.com

研究助理：马松

执业证号： S0100116070057
电话： 021-60876726
邮箱： masong@mszq.com

相关研究

1. 《中际装备 (300308) 公司点评：收购苏州旭创过会，打造国内高端光器件龙头》20160311

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	132	2,811	3,993	5,575
增长率 (%)	8.41%	2035.67%	42.03%	39.64%
归属母公司股东净利润 (百万元)	10	338	482	678
增长率 (%)	79.73%	3257.69%	42.78%	40.75%
每股收益 (元)	0.02	0.74	1.05	1.48
PE (现价)	1,607.25	47.87	33.53	23.82
PB	29.08	9.31	6.36	4.40

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	132	2811	3993	5575
营业成本	91	2047	2926	4112
营业税金及附加	3	59	83	116
销售费用	4	48	60	72
管理费用	41	309	419	558
EBIT	-4	352	508	721
财务费用	-1	0	1	2
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	3	4	4	4
营业利润	-2	352	508	719
营业外收支	13	14	16	17
利润总额	11	366	523	736
所得税	1	29	41	58
净利润	10	338	482	678
归属于母公司净利润	10	338	482	678
EBITDA	15	374	530	742

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	69	0	0	0
应收账款及票据	82	246	350	489
预付款项	11	246	581	1052
存货	74	140	200	282
其他流动资产	68	70	70	70
流动资产合计	304	703	1202	1893
长期股权投资	22	10	11	12
固定资产	184	179	174	169
无形资产	97	94	92	89
非流动资产合计	328	308	302	295
资产合计	632	1011	1503	2188
短期借款	0	62	128	215
应付账款及票据	28	112	160	225
其他流动负债	40	10	10	10
流动负债合计	67	185	299	451
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	9	9	9	9
非流动负债合计	9	9	9	9
负债合计	76	194	308	460
股本	216	216	216	216
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	556	817	1196	1728
负债和股东权益合计	632	1011	1503	2188

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	8.41%	2035.67%	42.03%	39.64%
EBIT 增长率	677.03%	-10102.29%	44.42%	41.83%
净利润增长率	79.73%	3257.69%	42.78%	40.75%
盈利能力				
毛利率	30.56%	27.18%	26.72%	26.24%
净利润率	7.64%	12.01%	12.07%	12.17%
总资产收益率 ROA	1.59%	33.39%	32.06%	31.01%
净资产收益率 ROE	1.81%	41.32%	40.32%	39.26%
偿债能力				
流动比率	4.51	3.80	4.02	4.20
速动比率	3.42	3.04	3.35	3.57
现金比率	1.03	-	-	-
资产负债率	12.08%	19.19%	20.48%	21.02%
经营效率				
应收账款周转天数	179.47	13.44	16.81	16.93
存货周转天数	215.43	13.71	15.36	15.56
总资产周转率	0.21	3.42	3.18	3.02
每股指标 (元)				
每股收益	0.02	0.74	1.05	1.48
每股净资产	1.21	3.78	5.53	8.00
每股经营现金流	0.07	(0.09)	0.11	0.16
每股股利	0.00	0.34	0.48	0.67
估值分析				
PE	1607.2	47.9	33.5	23.8
PB	29.1	9.3	6.4	4.4
EV/EBITDA	492.2	20.5	14.6	10.5
股息收益率	0.01%	0.95%	1.36%	1.92%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	10	338	482	678
折旧和摊销	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	-83	-396	-450	-626
经营活动现金流	34	-41	50	71
资本开支	16	2	15	15
投资	-97	0	-25	-25
投资活动现金流	-81	2	-11	-10
股权募资	-2	-73	-104	-146
债务募资	8	55	65	85
筹资活动现金流	-2	-18	-39	-61
现金净流量	-49	-57	1	0

分析师与研究助理简介

郑平，TMT组组长。中国人民大学管理学博士，中国石油大学商学院MBA导师；拥有近十年TMT领域研究经验，2016年加盟民生证券。

杨锐，硕士研究生，9年行业从业经验，长期从事无线产品研发、系统交付、解决方案销售等工作，2015年8月加入民生证券。

马松，毕业于同济大学，企业管理硕士，2016年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。