

中际装备（300308）

证券研究报告

2017 年 07 月 07 日

重组长跑圆满结束，数通光模块龙头扬帆起航

公司公告发行股份购买苏州旭创 100%资产过户完成，整个收购从 16 年 3 月至 10 月停牌筹划长达 7 个月，后续历经一年多终于划上圆满句号。

高速光模企业入驻传统电机企业，技术及客户资源成核心

苏州旭创在过去三年的营收分别为 7.5 亿，11.6 亿和 19.6 亿元，同比增速超过 60%，净利率分别为 9.54%、9.53%和 11.74%。旭创为中际装备带来了拥有数年美国硅谷相关公司的研发工作经验的管理团队以及高速数通光模块的封装研发与制造技术。旭创在今年年初宣布全系列 100G 数通光模块实现批量出货，在产品线封装和出货量上可比肩海外领先数通光模块厂商 AAOI(美股上市，自一季报公布以来涨幅逾 30%，最高涨幅达 60%)；同时，公司在下一代应用于 IDC 的高速 400G OSFP 光模块的封装研发上也保持领先；旭创更是带来了保持长期合作关系的海外互联网巨头客户如谷歌、亚马逊以及海内外优质设备商客户如 Arista、华为和中兴等。

上游应用催化数据中心建设，旭创市占率及先发优势明显

数通市场光模块在经历了 2012-2015 年的“40G”时代后，2016 年北美互联网巨头如谷歌，亚马逊等对数据中心的建设纷纷向 100G 模块迭代，国内阿里率先从 40G 向 100G 转换。OVUM 预测，到 2022 年数通市场规模将达到 60.7 亿美元(CAGR 19%)，100G 模块在 2020 年达 40 亿美元顶峰。2014 年旭创 40G 单模模块全球市场占比 37%（第一），2015 年全球 40G 光模块市场占比 22%。公司与北美互联网巨头谷歌（2014-2016 年均销售额 4 亿元+）、亚马逊（2016 年销售额 1.8 亿元）等保持长期供应关系。谷歌资本早在公司 C 轮融资时便与光速安振共同募投 3800 万美元，本次重组后股权占比 3.12%。去年旭创对中兴、华为的销售也突破 4 亿元，依托技术红利和国内数通市场的，未来苏州旭创国内市场份额也将快速崛起。

核心管理团队超额业绩奖励占比提升，助力公司高速增长业绩放量。

公司与旭创签订了为期三年的业绩对赌协议，若 2016-2018 年三年分别净利润高于 1.73 亿、2.16 亿、2.79 亿元，合计高于 6.68 亿元，则可在 2018 年底结算时得到超出部分 60%的超额业绩奖励，封顶 5.6 亿元。旭创 2016 年业绩就已经超出该年度目标 33%。刘圣团队作为研发、管理的核心，按协议占比将享受超额业绩奖励的 54.36%，若按封顶计算，刘圣团队将得到 3.04 亿元的奖金，对管理层激励机制进一步协助公司高速发展。

盈利预测及投资评级

行业高景气度维持下，旭创的技术、规模及客户资源优势将协助公司进入高增长期，按 7 月过户完成开始并表计算，预计公司 17~19 年净利润分别为 2.30、6.95、8.62 亿元，维持“增持”评级。

风险提示：高速光模块价格侵蚀加剧，互联网厂商资本开支下滑

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	121.41	131.62	2,000.97	5,294.62	6,955.91
增长率(%)	2.24	8.41	1420.26	164.60	31.38
EBITDA(百万元)	26.93	27.55	273.52	814.23	1,023.40
净利润(百万元)	5.59	10.05	230.14	695.35	861.64
增长率(%)	(31.49)	79.73	2,189.04	202.14	23.91
EPS(元/股)	0.03	0.05	0.50	1.52	1.88
市盈率(P/E)	1,596.34	888.18	82.41	27.28	22.01
市净率(P/B)	16.29	16.07	4.76	4.31	3.86
市销率(P/S)	73.55	67.85	9.48	3.58	2.73
EV/EBITDA	176.77	183.47	70.03	23.95	19.06

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	41.34 元
目标价格	45 元
上次目标价	32 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	216.01
流通 A 股股本(百万股)	214.55
A 股总市值(百万元)	8,929.89
流通 A 股市值(百万元)	8,869.33
每股净资产(元)	2.55
资产负债率(%)	11.12
一年内最高/最低(元)	42.80/13.59

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

1 《中际装备-首次覆盖报告:收购苏州旭创过会，高端光模块龙头，成长空间巨大》 2017-03-09

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	112.31	69.26	536.02	582.41	695.59
应收账款	81.90	56.39	721.76	1,278.43	1,233.43
预付账款	0.63	11.10	87.11	173.67	262.28
存货	82.23	71.61	1,226.55	1,814.89	2,203.37
其他	17.53	95.63	600.77	716.38	776.73
流动资产合计	294.60	303.99	3,172.21	4,565.77	5,171.40
长期股权投资	20.10	22.08	731.98	731.98	731.98
固定资产	187.33	183.77	166.30	227.38	316.00
在建工程	5.49	1.49	2.10	73.26	133.95
无形资产	111.86	96.98	85.58	74.19	62.80
其他	21.94	23.84	2,113.81	2,113.67	2,113.54
非流动资产合计	346.71	328.16	3,099.76	3,220.48	3,358.27
资产总计	641.31	632.15	6,271.98	7,786.25	8,529.67
短期借款	0.00	0.00	0.00	368.91	708.67
应付账款	25.21	23.65	644.47	1,209.26	1,195.13
其他	41.00	43.69	894.97	1,034.58	1,156.14
流动负债合计	66.21	67.34	1,539.44	2,612.75	3,059.95
长期借款	0.00	0.00	740.80	764.56	543.79
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	26.89	9.03	9.03	9.03	9.03
非流动负债合计	26.89	9.03	749.83	773.59	552.82
负债合计	93.10	76.37	2,289.28	3,386.34	3,612.77
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	216.01	216.01	458.81	458.81	458.81
资本公积	232.34	232.34	3,279.54	3,279.54	3,279.54
留存收益	330.71	338.60	3,523.89	3,941.10	4,458.08
其他	(230.85)	(231.17)	(3,279.54)	(3,279.54)	(3,279.54)
股东权益合计	548.21	555.78	3,982.70	4,399.91	4,916.89
负债和股东权益总	641.31	632.15	6,271.98	7,786.25	8,529.67

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	5.59	10.05	230.14	695.35	861.64
折旧摊销	27.40	31.22	30.26	39.15	52.08
财务费用	0.54	1.19	(2.32)	(4.28)	(4.89)
投资损失	(3.52)	(3.39)	(4.00)	(6.00)	(4.00)
营运资金变动	(6.90)	(81.87)	(929.22)	(642.65)	(384.87)
其它	3.85	76.63	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	26.97	33.83	(675.13)	81.58	519.95
资本支出	40.04	28.49	2,802.00	160.00	190.00
长期投资	(17.66)	1.98	709.90	0.00	0.00
其他	45.99	(111.12)	(6,309.90)	(314.00)	(376.00)
投资活动现金流	68.38	(80.65)	(2,798.00)	(154.00)	(186.00)
债权融资	0.00	7.28	748.08	1,140.75	1,259.74
股权融资	2.79	0.79	3,291.15	4.28	4.89
其他	(36.00)	(10.23)	(99.33)	(1,026.22)	(1,485.40)
筹资活动现金流	(33.20)	(2.16)	3,939.89	118.81	(220.77)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	62.14	(48.98)	466.76	46.38	113.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	121.41	131.62	2,000.97	5,294.62	6,955.91
营业成本	88.45	91.40	1,374.52	3,649.72	4,821.90
营业税金及附加	1.07	2.75	20.01	52.95	83.47
营业费用	3.84	3.70	60.03	127.07	166.94
管理费用	31.75	40.82	300.15	688.30	904.27
财务费用	(2.98)	(1.11)	(2.32)	(4.28)	(4.89)
资产减值损失	0.27	(0.13)	7.00	7.50	12.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.52	3.39	4.00	6.00	4.00
其他	(7.03)	(6.78)	(8.00)	(12.00)	(8.00)
营业利润	2.53	(2.41)	245.58	779.36	976.21
营业外收入	3.85	13.37	16.00	20.00	20.00
营业外支出	0.00	0.05	0.05	0.10	0.10
利润总额	6.37	10.91	261.53	799.26	996.11
所得税	0.78	0.86	31.38	103.90	134.48
净利润	5.59	10.05	230.14	695.35	861.64
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	5.59	10.05	230.14	695.35	861.64
每股收益（元）	0.03	0.05	0.50	1.52	1.88

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	2.24%	8.41%	1420.26%	164.60%	31.38%
营业利润	17.41%	-195.58%	1027.00%	217.36%	25.26%
归属于母公司净利润	-31.49%	79.73%	2189.04%	202.14%	23.91%
获利能力					
毛利率	27.15%	30.56%	31.31%	31.07%	30.68%
净利率	4.61%	7.64%	11.50%	13.13%	12.39%
ROE	1.02%	1.81%	5.78%	15.80%	17.52%
ROIC	-0.10%	-0.78%	45.55%	16.17%	17.03%
偿债能力					
资产负债率	14.52%	12.08%	36.50%	43.49%	42.36%
净负债率	-10.14%	-3.46%	0.00%	22.85%	33.83%
流动比率	4.45	4.51	2.06	1.75	1.69
速动比率	3.21	3.45	1.26	1.05	0.97
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	3.08	3.48	3.46
总资产周转率	0.19	0.21	0.58	0.75	0.85
每股指标（元）					
每股收益	0.03	0.05	0.50	1.52	1.88
每股经营现金流	0.12	0.16	-3.13	0.38	2.41
每股净资产	2.54	2.57	8.68	9.59	10.72
估值比率					
市盈率	1,596.34	888.18	82.41	27.28	22.01
市净率	16.29	16.07	4.76	4.31	3.86
EV/EBITDA	176.77	183.47	70.03	23.95	19.06
EV/EBIT	-10,508.17	-1,436.06	78.74	25.16	20.08

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