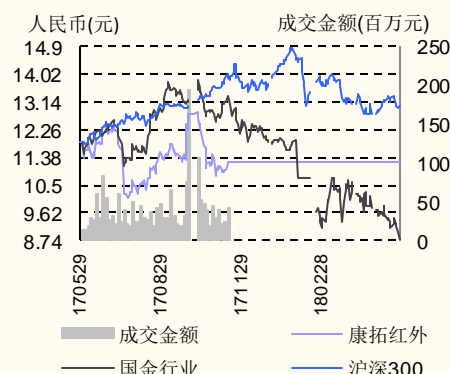


康拓红外 (300455.SZ) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 11.24 元
 目标价格 (人民币): 20.00-20.00 元
市场数据 (人民币)
 已上市流通 A 股 (百万股) 158.81
 总市值 (百万元) 4,406.08
 年内股价最高最低 (元) 12.80/10.09
 沪深 300 指数 3833.26

**相关报告**

1. 《图像系统快速增长, 半年业绩稳健向上-康拓红外公司点评》, 2017.8.25

司景喆 分析师 SAC 执业编号: S1130517080001
(8621)60870938
sijz@gjzq.com.cn

时代 分析师 SAC 执业编号: S1130518040002
(8621)60893123
shidai@gjzq.com.cn

卞晨曦 联系人
biancy@gjzq.com.cn

赵玥炜 联系人
zhaoyuewei@gjzq.com.cn

航天五院资产注入, 智能装备平台腾飞**公司基本情况 (人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.241	0.183	0.202	0.283	0.332
每股净资产 (元)	2.31	1.79	4.28	4.49	4.73
每股经营性现金流 (元)	-0.06	0.08	0.28	0.03	0.09
市盈率 (倍)	80.70	61.40	55.62	39.69	33.87
净利润增长率 (%)	10.09%	6.33%	55.72%	40.12%	17.21%
净资产收益率 (%)	10.44%	10.21%	4.72%	6.31%	7.02%
总股本 (百万股)	280.00	392.00	552.89	552.89	552.89

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 康拓红外公告拟发行股份购买航天五院 502 研究所全资资产轩宇空间和轩宇智能 100% 股权, 交易作价共 9.68 亿元, 募集配套资金不超过 7.94 亿元。

经营分析

- **注入航天五院卫星技术应用资产, 智能装备平台浮出水面:** 康拓红外公告将以现金+股权方式收购航天五院卫星技术应用子公司轩宇空间和轩宇智能 100% 股权, 并募集配套资金。收购完成后, 公司主业将从铁路车辆检测拓展至工业智能装备领域, 形成铁路运行安全检测系统、智能测试与仿真系统、微系统与控制部组件、核工业自动化装备等四大产品系列。两家标的公司 2017 年合计收入和净利润分别为 3.76 亿元、0.43 亿元, 是上市公司的 1.27 倍、0.60 倍, 我们判断将为上市公司带来较为明显的并表利润, 同时, 公司在航天五院体系卫星技术应用平台地位将日渐凸显。
- **资产证券化势在必行, 关注航天科技集团后续资本运作:** 航天科技集团由于体制受限, 资产证券化程度远远落后于其他军工集团。2017 年, 集团实现净利润 196.5 亿元, 上市资产总利润不足 20 亿元, 总市值约 1317 亿元 (不含中国卫通)。航天科技集团已明确提出“十三五”末资产证券化率提升至 45% 的战略目标, 考虑到集团作为科研院所比例最高的军工集团之一, 具有极优质的航天科研技术和丰富的产业化转化成果, 我们认为现有上市平台将有望在军工院所分类方案及转制配套政策落地后获得可观的资产注入弹性。
- **军工改革走向落地, 关注院所改制和集团资产整合:** 继“十九大”及“两会”之后, 军工部门领导班子相继完成更替或落定, 我们认为, 2018-2020 年将是“十三五”军工改革的落地期。各大军工集团为实现“十三五”期间的改革规划与目标, 将有望通过集团兼并整合、科研院所改制、资产证券化等方式加速改革。我们认为两大船舶集团的整合、航天系、电科系科研院所资产改制上市, 将是未来军工行业的重要变革和看点。

盈利调整与投资建议

- 将轩宇空间、轩宇智能并表业绩考虑在内, 并假设重组资产于 2018 年下半年起并表, 我们预计公司 2018-2020 年有望实现营收 5.65/8.76/12.00 亿元, 同比 +92%/55%/37%; 归母净利润 1.12/1.57/1.84 亿元, 同比 +56%/40%/17%; 摊薄 EPS 0.202/0.283/0.332 元 (不含配套募备考)。我们维持对公司的“买入”评级, 6-12 个月目标价 20 元/股。

风险提示

- 资产整合进程不及预期; 配套资金募集失败风险; 轩宇智能资产负债率高。

内容目录

注入航天五院卫星技术应用资产，智能装备平台浮出水面.....	3
公司与 502 所密不可分，将置入 502 所优质智能装备资产.....	3
业务版图延伸至智能装备，盈利能力将大大增强.....	4
航天五院技术转化成果丰硕，公司资源整合平台价值凸显.....	6
资产证券化势在必行，关注航天科技集团后续资本运作	7
军工改革走向落地，关注院所改制和集团资产整合	9
盈利调整与投资建议.....	10
风险提示	10

图表目录

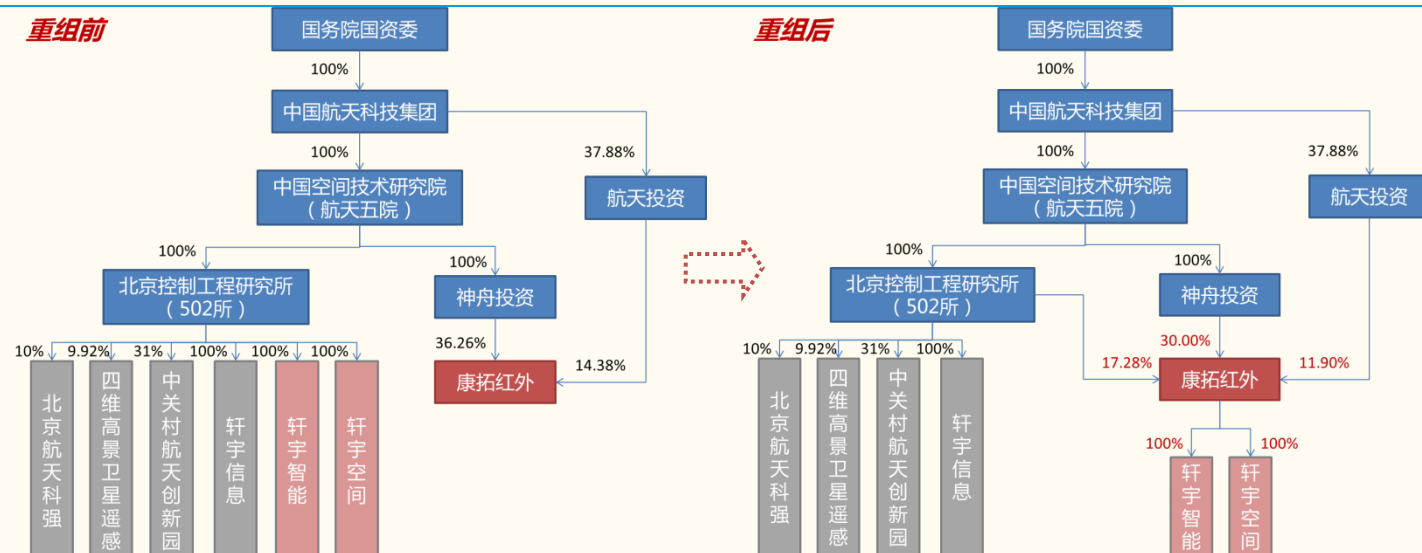
图表 1：此次资产重组方案（不考虑配套募资）.....	3
图表 2：募集资金用途.....	4
图表 3：公司业务将由铁路安全检测延伸至智能装备，形成四大产品系列.....	4
图表 4：公司新控股股东承诺情况.....	5
图表 5：康拓红外收入利润情况.....	5
图表 6：康拓红外利润率情况.....	5
图表 7：轩宇空间收入利润情况.....	6
图表 8：轩宇智能收入利润情况.....	6
图表 9：航天五院 502 所军民市场产品.....	6
图表 10：航天五院下属其他院所民品资产.....	7
图表 11：军工集团资产证券化率（收入口径）	8
图表 12：军工集团资产证券化率（利润口径）	8
图表 13：航天科技集团下属科研院所及对应上市平台.....	8
图表 14：航天科技集团上市平台梳理.....	8
图表 15：军工集团关于“十三五”期间的改革规划与目标列举.....	9

注入航天五院卫星技术应用资产，智能装备平台浮出水面

公司与 502 所密不可分，将置入 502 所优质智能装备资产

- 康拓红外始于航天五院 502 所红外事业部，后成为航天五院分立改制试点分离单独建制，成立为北京康拓红外技术有限公司。公司以航天技术切入铁路应用市场，形成铁路车辆运行安全检测系统和机车车辆检修自动化相关设备两大业务领域和三大相关产品系列。
 - 公司将用于卫星姿态控制的红外线探测技术引入到铁路车辆安全领域，把航天红外技术转型铁路应用，为铁路提供安全产品和解决方案。
 - 公司原有产品主要包括铁路车辆红外线轴温探测系统、列车运行故障动态图像检测系统、机车车辆检修智能仓储系统，分别应用于铁路车辆运行安全检测和机车车辆检修自动化两大领域。
- 公司于 2017 年 11 月 15 日起停牌筹划重大事项，2018 年 5 月 15 日公告资产重组方案。具体为：拟发行股份购买航天空间技术研究院（航天五院）502 研究所全资资产轩宇空间和轩宇智能两公司 100% 股权，交易作价 9.68 亿元，募集配套资金不超过 7.94 亿元。
 - 此次交易总对价 9.68 亿元，将采取现金+股权收购方式，其中现金对价 1.45 亿元，股份对价 8.23 亿元，拟发行股份价格 10.05 元/股，拟发行股份数量 8188.81 万股。轩宇空间和轩宇智能两家公司 2017 年合计实现营收 3.77 亿元，合计净利润 4323 万元，合计净利润同比增长 126.44%。
 - 此次交易前，康拓红外的大股东为航天五院全资子公司神舟投资，实际控制人为航天科技集团，受实际控制人航天科技集团控制的神舟投资、航天投资合计对公司持股 50.64%，502 所不持有公司股份。交易完成后，不考虑募集配套资金对公司股权结构的影响，神舟投资、502 所、航天投资合计持有上市公司 59.18% 股份，上市公司的实际控制人仍为航天科技集团。

图表 1：此次资产重组方案（不考虑配套募资）



来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司拟向航天投资等不超过 5 名符合中国证监会规定的特定投资者以非公开发行股份方式募集配套资金总额不超过 79,397 万元，主要用于支付现金对价及标的公司顺义航天产业园产业基地及智能装备研发项目建设，其中包括智能微系统模块、特种机器人等智能制造先进装备研发-产业化项目。

图表 2：募集资金用途

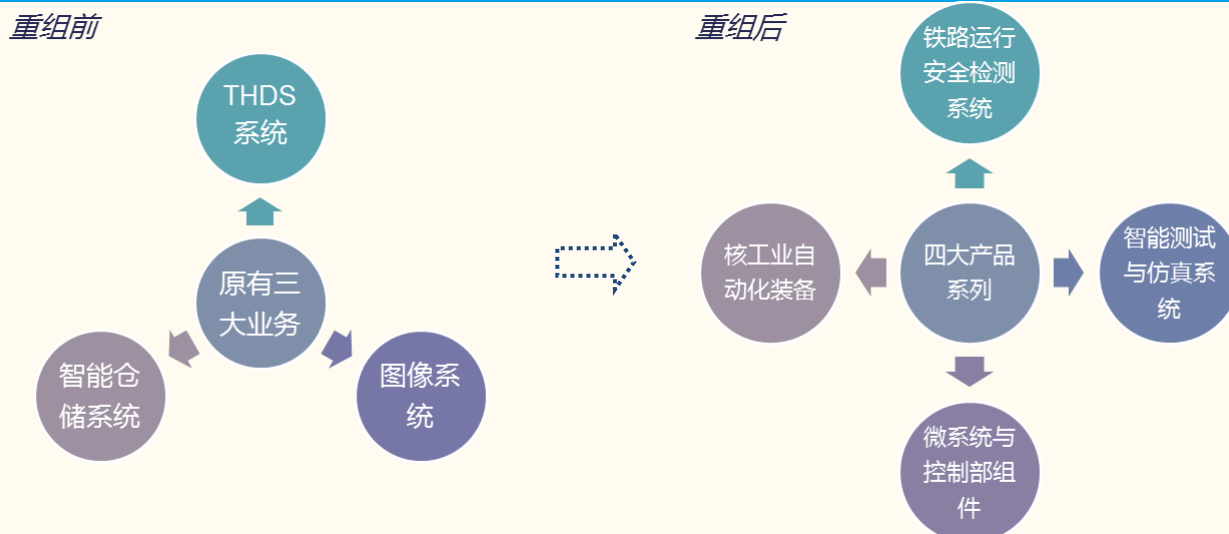
项目名称	项目概况	主要应用领域	计划建设期	预计投资额(万元)
顺义航天产业园卫星应用智能装备产业基地项目	拟建设研发厂房及附属设施，主要包括中试厂房、综合配套楼、门房、室外配套工程。	航空航天等复杂智能装备领域		37,122.93
智能装备控制系统部组件研发及能力建设项目	建设控制系统部组件仿真实验中心及智能装备控制系统部组件组装生产线和环境试验线，实现部组件产品的产业化。	航空航天等复杂智能装备领域	2 年	12,368.12
新一代智能测控仿真系统研发及能力建设项目	建设硬件平台研发实验室、软件开发实验室和大数据实验室，增加生产、集成、测试配套设备，建设“板卡生产与测试”、“部组件生产与测试”和“系统组装与测试”生产线。	航天、航空、兵器、高铁等	2 年	7,014.93
智能微系统模块研发及能力建设项目	建设 SiP 产品开发及测试实验室、SoC 产品开发及测试实验室和抗辐射加固设计实验室；建设一条智能装备微系统模块封装测试生产线，形成 20,000 片智能装备微系统模块的年产能。	航天、防务系统等	2 年	11,509.63
特种机器人研发及能力建设项目	建设特种机器人实验室，面向核工业和其他特殊行业、特殊环境和特殊要求领域，甄选 8 个特种机器人相关技术方向，进行技术研发和储备；建设产品中试中心和总装测试线，形成年产系统集成产品 20 套，应用产品 50 台套，核心部组件 140 台的生产能力。	核工业、海洋、康复医疗等	2 年	14,287.01
合计投资				82,302.62 (万元)

来源：公司公告、国金证券研究所

业务版图延伸至智能装备，盈利能力将大大增强

- 本次交易前，公司主要从事铁路车辆运行安全检测领域和机车车辆检修自动化领域相关设备的研发、生产、销售、安装和服务。交易完成后，上市公司将拥有轩宇空间 100% 股权及轩宇智能 100% 股权，公司将以控制技术为基础，形成铁路运行安全检测系统、智能测试与仿真系统、微系统与控制部组件、核工业自动化装备等智能装备领域四大产品系列，业务和产品将贯穿于智能装备的感知、处理、分析、存储、测试及执行等关键环节。

图表 3：公司业务将由铁路安全检测延伸至智能装备，形成四大产品系列



来源：公司公告、国金证券研究所

- 轩宇空间成立于 2011 年 3 月，主要面向航空航天等复杂智能装备领域提供复杂系统测试仿真、微系统及控制部组件，并形成复杂系统地面测试与仿真技术、嵌入式综合电子产品地面测试技术、多核处理器和 FPGA 集成技术、高速电机直驱控制技术的批量生产能力，在测试和控制领域具有较强影响力。
- 轩宇智能成立于 2008 年 11 月，主要从事应用于特殊环境可远程操作的工业控制系统及自动化装备产品的研发、生产与销售，产品包括应用于高温、高辐射、高腐蚀等特殊领域的手套箱自动化设备、热室自动化设备、动力机械臂、核应急机器人等智能装备。公司在核工业领域优质客户积累的基础上，继续拓展业务范围，目前已启动《二级保密资格单位证书》、《国军标质量管理体系认证（GJB9001C-2017）》等资质的办理工作，为开展特殊环境下智能装备业务提前奠基。

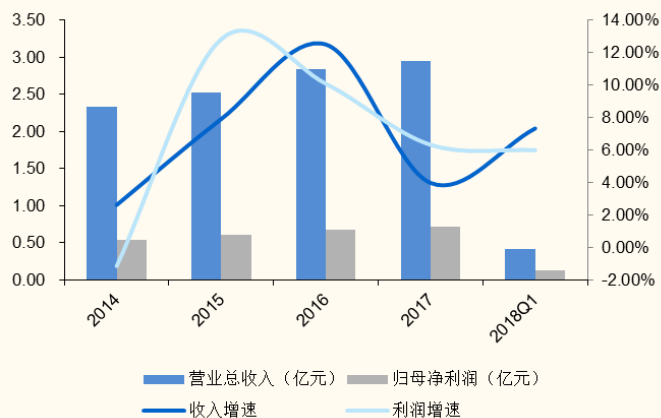
图表 4：公司新控股股东承诺情况

标的资产	主要产品和业务	应用领域
轩宇空间	复杂系统测试仿真	航天、航空及轨道交通
	微系统及控制部组件	航天、自动化装备
轩宇智能	智能精密装配系统、热室自动化平台、手套箱自动化平台等	高温、高辐射、高腐蚀等特殊环境，报告期内主要集中在核工业领域

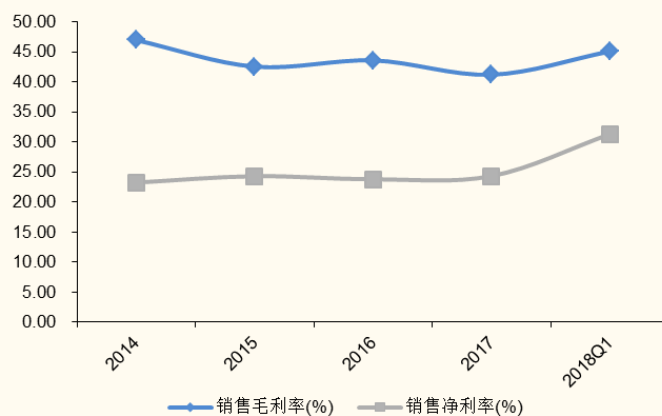
来源：公司公告、国金证券研究所

- 交易完成后，上市公司产品应用于信息传感与感知；轩宇空间为行业用户提供控制系统及其部组件产品，同时实现针对不同行业应用的测试仿真系统，以实现系统级优化解决方案；轩宇智能为特殊环境、特殊行业提供控制与自动化执行系统集成。
- 康拓红外原有业务归属于铁路车辆检测领域，过去几年实现平稳增长，并依靠细分领域经营优势取得了较高盈利水平。通过对轩宇空间和轩宇智能的股权收购，公司将不仅实现业务领域的延伸和拓展，还将实现销售收入、营业利润的大幅提升，并获取比原有业务更具发展潜力的增长点。两家标的公司 2017 年合计收入、净利润分别为 3.76 亿元、0.43 亿元，是上市公司的 1.27 倍、0.60 倍，考虑到新业务具备较大增长空间并已实现翻倍以上的历史增速，我们预计公司 2018 年并表业绩有望实现同比大幅增长。
- 过去几年，公司原有铁路车辆运行安全检测和机车车辆检修自动化业务伴随我国铁路线路建设实现稳健增长，公司 2017 年全年实现营收 2.95 亿元，同比+3.98%；归母净利润 0.72 亿元，同比+6.33%；2018Q1 收入、利润增速分别为+7.34%和+5.99%。公司在细分业务领域经营优势明显，能够长年维持毛利率超过 40%、净利率超过 23%的高盈利水平。

图表 5：康拓红外收入利润情况



图表 6：康拓红外利润率情况

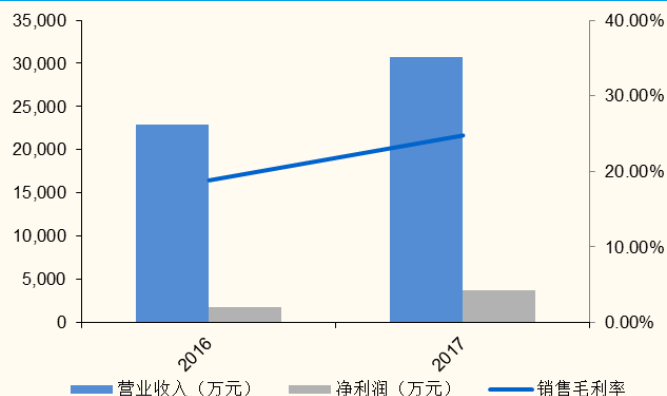


来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

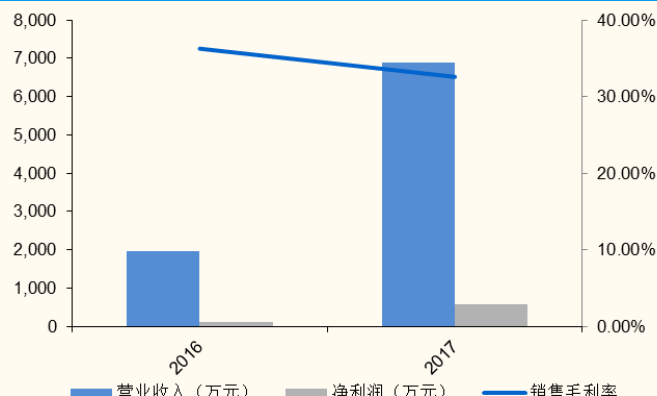
- 轩宇空间 2017 年实现收入 3.07 亿元，同比+34.5%；净利润 3748.76 万元，同比+107.4%。轩宇智能 2017 年实现收入 0.69 亿元，同比+249.5%；净利润 574.26 万元，同比+465.3%。两家标的公司 2017 年合计净利润 4323 万元，同比+126.4%，增长势头迅猛。

图表 7：轩宇空间收入利润情况



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 8：轩宇智能收入利润情况



来源：公司公告、国金证券研究所

航天五院技术转化成果丰硕，公司资源整合平台价值凸显

- 航天五院 502 研究所全称北京工程控制研究所，始建于 1956 年 10 月 11 日，前身为中国科学院自动化研究所，是我国最早从事卫星研制的单位之一，目前下辖轩宇空间、轩宇智能、轩宇信息三家全资子公司，及北京中关村航天创新园（持股 31%）、四维高景卫星遥感公司（持股 9.92%）、北京航天科强科技发展有限公司（持股 10%）三家参股公司。
- 航天五院 502 所是我国最具实力的航天器控制与推进系统及其敏感器、控制器和执行机构的研制单位，主要从事空间主要从事航天器制导、导航与控制（GNC）系统，推进系统，程控系统及其部件的研制，是从事控制科学与信息科学领域研究的专业研究所。
- 502 所在总结自身技术优势的基础上，近年来紧密围绕控制技术，着力发展智能装备业务，通过优化资源配置，加大孵化和培育力度，发展了民用机器人，测控系统，软件检测等产品。

图表 9：航天五院 502 所军民市场产品

项目	产品	用途
空间机器人	全自由度空间机器人	失效卫星在轨故障修复、相关模块替换以及卫星燃料的补充
航天器制导、导航与控制（GNC）分系统	月球双目视觉在轨三维恢复系统，星敏感器	保证卫星高姿态精度和稳定度控制
推进系统	磁聚焦霍尔推力器，微推进器 ADN 单组元	微推力器阵列、微小超高压冷气推进
航天软件解决方案	SpaceKIT	提高航天嵌入式软件的高可靠性实时多任务操作
智能装备系统（民用机器人）	std 总线工业控制机，广泛应用于工业生产过程控制、工业机器人、	不同等级需求的驱动关节、控制器等产品
测控系统	系列测试平台	航天、航空、军工、铁路、风电等行业
软件检测	软件检测系统	承担卫星、飞船等航天型号软件的第三方测试
铁路红外热轴探测系统	采用自动化控制技术、红外线辐射探测技术计算机智能化技术等前沿技术的 THDS 系统	现对列车车速、轴距、轴温、车号等列车运行信息的采集、处理以及信号传输通信等功能

来源：航天五院官网、国金证券研究所

- 我们判断，此次重组完成后，公司将有望成为航天五院军民融合产业发展平台、体制机制创新平台、资产证券化平台，公司整体业务定位将延伸至智能装备产业领域核心系统及关键部组件，依托高精尖航天科研实力成为参与我国智能制造与工业升级的生力军。
- 我们认为，工业领域从离线到在线是长期逻辑，随着工业互联网基础设施的不断完善，对于传感器、设备在线检测的需求将会快速显现，航天五院 502 所与公司将互为科技创新源泉和产业化运作平台，依靠源源不断的产研转化获取长足发展。
- 除 502 所之外，航天五院下属各院所均基于航天高新科技的成果及自身技术特点，培育了各种民品产品和公司。在国企改革和军民融合的大背景下，我们不排除康拓红外在未来几年承担航天五院更重要的资源整合任务。

图表 10：航天五院下属其他院所民品资产

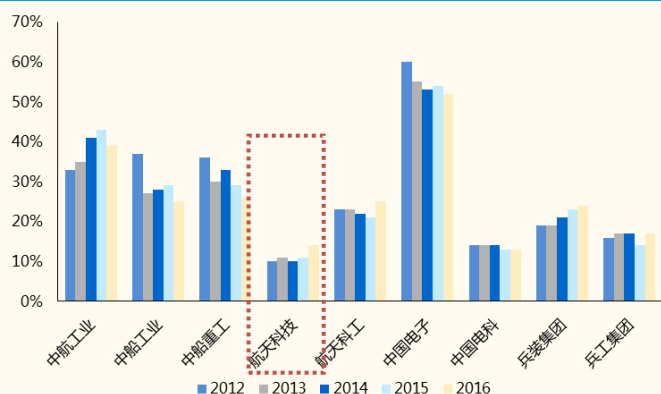
研究所	民用领域
北京空间机电研究所（508 所）	1. 以航天科技为依托，将各类航天器复合材料结构件转为民用产品，相继开发出 TVC 防火板、奇盾牌系列防护产品等民用产品 2. 民用空间测绘相机，例如三线阵相机和多光谱相机，用于国土测绘和资源调查。
兰州物理研究所（510 所）	并购兰州真空公司，调整真空设备产品结构，重点发展真空获得、低温储运设备、高端真空镀膜设备、高端真空热处理设备、真空环境模拟设备等五大系列产品。同时，瞄准真空衍生产品市场，研发食品保鲜、精密光学薄膜、硬质涂层、太阳能吸热模、医药提纯等真空衍生相关产品。
山东航天电子技术研究所（513 所）	将航天高科技、高品质、高可靠性的技术资源优势开发了计算机网络通讯、楼宇智能控制，安全消防报警等领域系列产品。研制开发的霍尔电流传感器、钛合金紧固件等军民两用产品，已经成功应用于航天飞行器产品中，在民用方面也具有广阔的应用前景
北京东方计量测试研究院（514 所）	航天型号静电防护技术民用转化：静电式空气净化器，系统主要包括静电除尘净化系统、PM2.5 监测系统、节能控制系统三部分，在现有化学检测能力的基础上，拓展环境电离/电磁辐射、土壤、固体废弃物等环保检测项目，为市场提供全链条服务
北京卫星制造厂（529 厂）	负责航天器的生产和研制。民用产品例如钢铝复合接触轨，是将电能传输到地铁和城市轨道交通系统电力牵引车辆上的装置，目前已进入北京轨道交通领域，订单超过 2400 万元。

来源：航天五院官网、国金证券研究所

资产证券化势在必行，关注航天科技集团后续资本运作

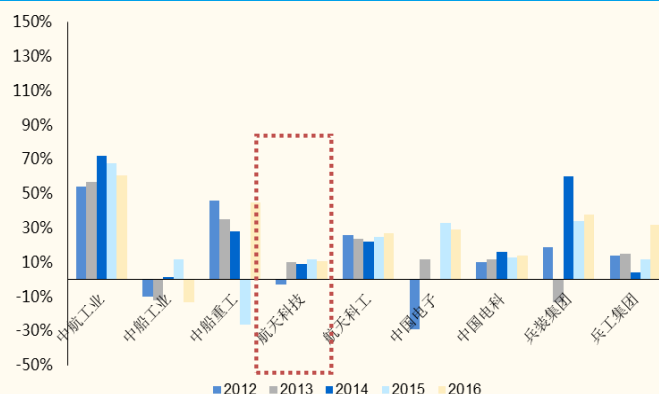
- 与海外军工集团 70%-80% 的资产证券化率相比，我国各大军工集团资产证券化水平远远不足。这其中，长期受限于体制的航天系资产证券化进程尤其落后。截至目前，航天科技集团收入口径统计下的资产证券化率仅有 14%，利润口径下资产证券化率更低，可以说是军工集团中资本运作预期最高、空间最大的集团。

图表 11：军工集团资产证券化率（收入口径）



来源：WIND、国金证券研究所

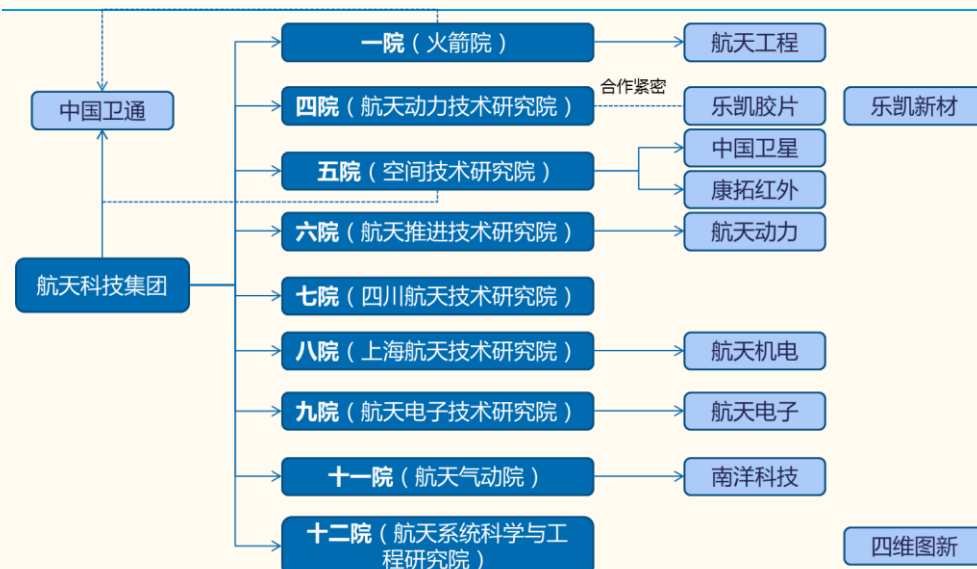
图表 12：军工集团资产证券化率（利润口径）



来源：WIND、国金证券研究所

- 航天科技集团已明确提出，要在十三五期间将资产证券化率由 15%提高至 45%。目前，集团其旗下已形成装有核心航天产品和军品的上市公司（如中国卫星、南洋科技），以及等待承接相关科研院所经营性资产的平台（如航天动力、康拓红外）。

图表 13：航天科技集团下属科研院所及对应上市平台



来源：航天科技集团网站、国金证券研究所

- 我们认为，康拓红外此次资产注入为集团提供了优质的资产证券化范本和切实可行的实战方案。航天科技集团作为科研院所比例最高的军工集团之一，具有极优质的航天科研技术和丰富的产业化转化成果，将有望在军工院所分类方案及转制相关配套政策落地后获得可观的资产注入弹性。
- 2017 年，航天科技集团实现净利润 196.5 亿元，上市资产总利润不足 20 亿元，总市值约 1317 亿元（不含中国卫通）。在“十三五”发射任务持续饱满情况下，我们判断集团作为我国航天事业中坚力量，将有望实现收入利润体量的不断突破。此外，在市场化力量的倒逼作用下，体制改革将以快于以往的速度推进，集团旗下的上市平台有望在改革中获得最丰富的资源倾斜和最有效的政策支持。

图表 14：航天科技集团上市平台梳理

上市公司	主营业务	平台定位	2017 年收入 (亿元)	2017 年净利 润(亿元)	市值(亿元)
中国卫通	卫星空间段运营及服务	航天科技集团卫星空间段运营及相	24.8	4.32	

	关应用服务的专业子公司	(2016 年)	(2016 年)	
航天工程	专利专有及通用设备销售、工程建设收入	航天一院民品平台	12.2	1.9
乐凯新材	热敏磁票、磁条、磁卡及其他	集团潜在的新材料业务整合平台(四院)	2.6	1.0
乐凯胶片	彩色相纸、太阳能电池背板、照相化学产品		18.5	0.6
中国卫星	小卫星制造及其应用	五院旗下卫星制造平台	73.9	4.1
康拓红外	THDS 系统、检修智能仓储系统、图像系统	五院旗下智能装备技术平台	2.9	0.7
航天动力	泵及泵系统、化工装备、智能燃气表、液力变矩器	液体火箭发动机整合平台(六院)	18.4	0.2
航天机电	光伏、新材料、汽车零配件	目前八院旗下唯一上市公司	66.6	-3.1
航天电子	航天军用产品、民用产品	九院整体上市平台	130.5	5.2
南洋科技	无人机	航天十一院大、中型无人机平台	14.5	1.9
四维图新	综合地理信息服务、电子导航地图销售		21.6	2.7

来源: WIND、国金证券研究所

军工改革走向落地, 关注院所改制和集团资产整合

- 继“十九大”及“两会”之后, 军工部门领导班子相继完成更替或落定, 我们认为, 2018-2020 年将是“十三五”军工改革的落地期。各大军工集团为实现“十三五”期间的改革规划与目标, 将有望通过集团兼并整合、科研院所改制、资产证券化等方式加速改革。
- 今年以来, 已有三大军工集团完成高层人事调整: 航天科技集团、中航工业集团在 5 月 7 日的中层以上干部大会上宣布主要领导调整决定, 分别任吴燕生、谭瑞松为两大军工集团的董事长、党组书记; 3 月 26 日, 航天科技集团董事长雷凡培调任中船工业集团董事长。
- “十三五”期间, 各大军工集团都面临着规模翻番、加大资本运作力度、提高资产证券化水平的共同任务。各大集团均已提出资产证券化目标, 其中中船工业、航天科技两集团到十三五末资产证券化率将达到现有水平翻倍以上, 我们认为两大船舶集团的整合、科研院所改制上市, 将是未来军工行业的重要变革和看点。

图表 15: 军工集团关于“十三五”期间的改革规划与目标列举

军工集团	时间	来源	集团改革规划
中航工业	2014 年 11 月	集团副总经理吴献东	整个集团资产证券化率目标是达到 80%, 科研院所改革将成为关键一环
中船工业	2016 年 4 月	《中国证券报》	集团下属三个上市平台中国船舶、中船防务、中船科技将分别从民用船舶制造、军用/军民融合船舶制造、高科技资产(科研院所等)三个方向承接集团优质资产; 集团资产证券化率在“十三五”期间(2016 年-2020 年)将从目前的 30%左右提升至 70%左右
中船重工	2017 年 3 月	集团董事长胡问鸣	“十三五”时期集团资产证券化率由 40%提升至 70%, 同时打造 10 大产业板块上市公司平台, 其中 IPO、借壳都是可以采纳的方式
航天科技	2016 年 3 月	中国航天报	集团计划在“十三五”末将资产证券化率提升至 45%; 全方位践行“军民深度融合发展”, 目前已牵头发起军民融合发展基金, 将采用市场化运作方式, 调动一切有利因素推动创新发展。

中国电子	2016 年 3 月	集团总经理刘烈宏	集团改革主要有三个任务，一是混改引入战略投资者；二是推动所属企业员工持股；三是计划将整体资产证券化率从现在的 55%左右提高到 80%左右
中国电科	2017 年 2 月	集团 2017 年工作会部署	明确提出“资产证券化率达到 35%，实现外部权益性融资超过 100 亿元，投资超过 150 亿元”的目标，并再次强调推进核心业务资产专业化重组和市场化运作，新建若干家子集团和专业公司。
兵器集团	2016 年 3 月	上证报资讯	“十三五”期间计划将集团资产证券化率从目前的 20%提升至 50%，实现途径包括充分利用现有上市平台分板块上市，加强存量资产整合，控股股东资产优先注入，跨子集团资产择优注入等等。
兵装集团	2017 年 9 月	集团董事长徐平调	集团“十三五”资产证券化率目标为 50%。

来源：各集团官网、国金证券研究所

- 据国防科工局 5 月 7 日发布的信息，国防科工局、中央编办、财政部、人力资源社会保障部、国资委、科技部、国家税务总局、国家市场监督管理总局联合印发《关于中国兵器装备集团自动化研究所转制为企业实施方案的批复》(科工计[2018]510 号)。批复原则同意兵器装备自动化研究所转制为企业，明确了转制适用政策，需要开展的重点工作和程序，提出了有关要求。我们判断，自 2017 年 7 月启动的首批 41 家科研院所转制工作将加速落地，优质的院所资产转制上市将成为军工集团提升资产证券化率的重要途径，具有“大院所、小公司”特点的航天系、电科系将成为最具改制看点及弹性的军工集团。

盈利调整与投资建议

- 将轩宇空间、轩宇智能并表业绩考虑在内，并假设重组资产于 2018 年下半年起并表，我们预计公司 2018-2020 年有望实现营收 5.65/8.76/12.00 亿元，同比+92%/55%/37%；归母净利润 1.12/1.57/1.84 亿元，同比+56%/40%/17%；摊薄 EPS 0.202/0.283/0.332 元（不含配套募备考）。
- 我们看好公司重组后智能装备业务的成长性，以及公司在航天五院乃至航天科技集团的资产整合平台地位，维持对公司的“买入”评级，6-12 个月目标价 20 元/股。

风险提示

- 资产整合进程不及预期：本次交易尚需取得国务院国资委、财政部等主管部门的正式批复、上市公司股东大会批准及中国证监会的核准；本次交易能否取得上述批复、批准以及最终取得核准的时间均存在不确定性，因而带来资产整合进程不确定性风险。
- 配套资金募集失败风险：本次交易中，公司拟采用询价发行方式向航天投资等不超过 5 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，募集资金总额不超过 79,397 万元，该配套资金存在募集失败或募集不足的风险；在募集配套资金失败或募集金额低于预期的情形下，公司公告将以自有资金或采用银行贷款等融资方式解决募投项目的资金需求。
- 轩宇智能资产负债率高：2017 年末，轩宇智能的资产负债率为 91.19%，资产负债率高，具有一定偿债风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	252	284	295	565	876	1,200
增长率		12.5%	4.0%	91.7%	54.9%	37.0%
主营业务成本	-145	-160	-173	-372	-599	-829
%销售收入	57.5%	56.4%	58.8%	65.9%	68.4%	69.1%
毛利	107	124	121	193	277	370
%销售收入	42.5%	43.6%	41.2%	34.1%	31.6%	30.9%
营业税金及附加	-2	-3	-5	-9	-14	-19
%销售收入	0.8%	1.0%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
营业费用	-12	-12	-12	-23	-33	-42
%销售收入	4.9%	4.4%	4.1%	4.0%	3.8%	3.5%
管理费用	-41	-41	-42	-76	-114	-150
%销售收入	16.2%	14.4%	14.4%	13.5%	13.0%	12.5%
息税前利润 (EBIT)	52	67	62	85	116	159
%销售收入	20.7%	23.7%	21.0%	15.0%	13.2%	13.2%
财务费用	0	0	0	46	64	51
%销售收入	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-8.1%	-7.3%	-4.3%
资产减值损失	-3	-6	1	-4	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	3	0	1	2	2
%税前利润	3.5%	4.1%	0.5%	0.8%	0.8%	1.0%
营业利润	52	65	82	128	179	210
营业利润率	20.6%	22.8%	27.8%	22.6%	20.5%	17.5%
营业外收支	20	14	0	0	0	0
税前利润	72	79	82	128	179	210
利润率	28.4%	27.9%	27.9%	22.7%	20.5%	17.5%
所得税	-10	-12	-10	-16	-23	-27
所得税率	14.5%	14.6%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%
净利润	61	67	72	112	157	184
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	61	67	72	112	157	184
净利率	24.3%	23.8%	24.3%	19.8%	17.9%	15.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	61	67	72	112	157	184
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	9	13	6	12	22	46
非经营收益	-3	-4	0	-1	-2	-2
营运资金变动	-76	-91	-46	30	-160	-179
经营活动现金净流	-8	-15	31	154	16	49
资本开支	-10	-15	-11	-354	-559	41
投资	0	50	100	0	0	0
其他	-150	5	1	1	2	2
投资活动现金净流	-160	40	90	-353	-557	43
股权募资	214	0	0	1,588	0	0
债权募资	0	0	0	-1	2	3
其他	-17	-14	-15	-33	-44	-50
筹资活动现金净流	196	-14	-15	1,554	-42	-47
现金净流量	28	10	106	1,355	-583	45

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	143	157	274	1,628	1,045	1,090
应收款项	230	288	269	392	608	832
存货	88	122	125	184	295	409
其他流动资产	157	110	21	43	68	93
流动资产	617	677	688	2,247	2,016	2,425
%总资产	83.6%	84.2%	84.2%	82.6%	66.6%	72.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	94	102	110	322	853	760
%总资产	12.8%	12.6%	13.5%	11.8%	28.2%	22.7%
无形资产	18	14	13	146	154	162
非流动资产	121	127	129	474	1,013	928
%总资产	16.4%	15.8%	15.8%	17.4%	33.4%	27.7%
资产总计	739	804	818	2,721	3,029	3,353
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	90	102	65	232	372	515
其他流动负债	33	33	21	91	145	190
流动负债	123	135	86	324	517	705
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	24	24	29	29	31	33
负债	147	158	115	352	548	738
普通股股东权益	592	646	703	2,369	2,481	2,615
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	739	804	818	2,721	3,029	3,353

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.438	0.241	0.183	0.202	0.283	0.332
每股净资产	4.231	2.308	1.792	4.285	4.488	4.730
每股经营现金净流	-0.059	-0.055	0.080	0.278	0.030	0.088
每股股利	0.100	0.060	0.080	0.060	0.080	0.090
回报率						
净资产收益率	10.35%	10.44%	10.21%	4.72%	6.31%	7.02%
总资产收益率	8.30%	8.39%	8.78%	4.11%	5.17%	5.47%
投入资本收益率	7.53%	8.89%	7.71%	3.13%	4.06%	5.30%
增长率						
主营业务收入增长率	7.92%	12.51%	3.98%	91.69%	54.94%	36.96%
EBIT增长率	-11.28%	28.89%	-7.73%	36.87%	36.07%	37.51%
净利润增长率	12.84%	10.09%	6.33%	55.72%	40.12%	17.21%
总资产增长率	52.27%	8.88%	1.63%	232.82%	11.33%	10.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	278.7	314.2	329.3	240.0	240.0	240.0
存货周转天数	184.1	239.3	259.2	180.0	180.0	180.0
应付账款周转天数	197.3	194.3	149.0	200.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	136.5	130.6	136.1	78.7	167.8	231.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.12%	-24.26%	-38.94%	-68.73%	-42.12%	-41.65%
EBIT利息保障倍数	-125.0	-184.8	-167.4	-1.9	-1.8	-3.1
资产负债率	19.84%	19.67%	14.07%	12.94%	18.09%	22.01%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	7
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.30

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-07-19	买入	22.76	30.00~30.00
2	2016-08-24	买入	22.87	30.00~30.00
3	2016-10-26	买入	24.39	30.00~30.00
4	2017-02-08	买入	20.58	30.00~30.00
5	2017-02-27	买入	22.02	30.00~30.00
6	2017-03-29	买入	21.18	30.00~30.00
7	2017-08-25	买入	11.20	20.00~20.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH