

# 国睿科技系列报告之三：国睿子集团成立前瞻

2018年07月18日

强烈推荐/维持

国睿科技

事件点评

## ——国睿科技（600562）事件点评

姓名	分析师 陆洲	执业证书编号：S1480517080001
	Email: luzhou@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554142
姓名	分析师 王习	执业证书编号：S1480518010001
	Email: wangxi@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554034
姓名	研究助理 张高艳	执业证书编号：S1480116080036
	Email: Zhanggy_yjs@dxzq.net.cn	Tel: 021-25102859
姓名	研究助理 张卓琦	执业证书编号：S1480117080010
	Email: Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554018

### 事件：

科技决定未来，科技股是 A 股第一方阵，军工科技股则是第一方阵中的先锋。我们认为，市场对军工科技股的价值认识和发掘仍显不足。这是我们国睿科技系列报告的第三篇。

### 观点：

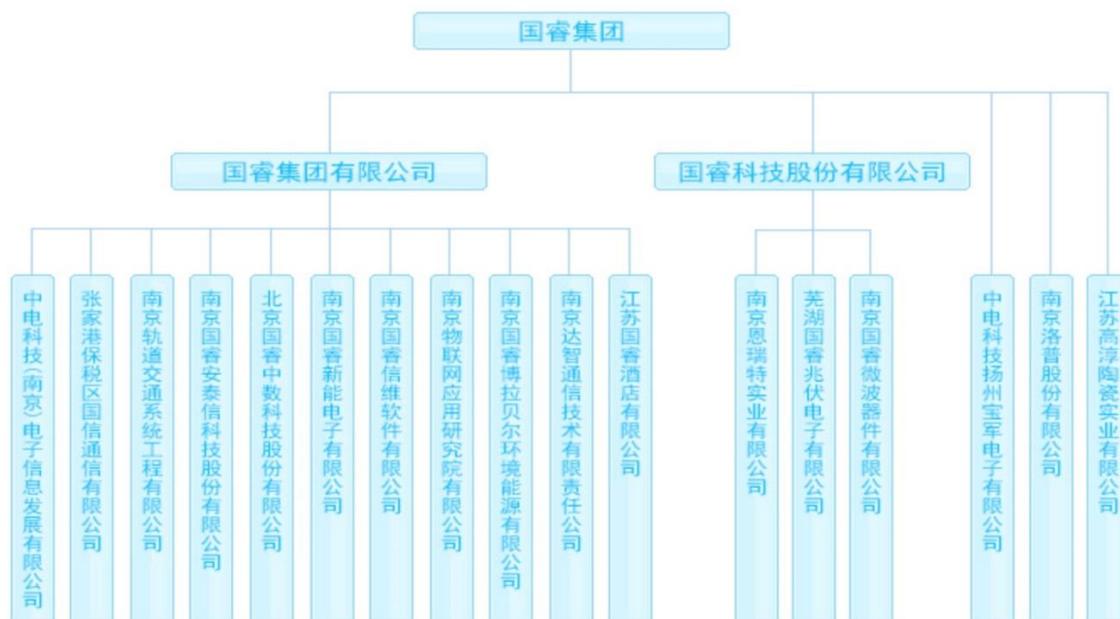
#### ➤ 国睿子集团呼之欲出。

今年 6 月 8 日，国睿科技大股东中国电科 14 所所长胡明春在中国电科微信公众号发表了署名文章——《绘就发展蓝图，擦亮网信主力军新名片》。其总体结论是：14 所军品的主导方向是联合作战体系，民品主导方向是智能制造、轨交自动驾驶和高端芯片。电科 14 所组建国睿子集团呼之欲出，上市公司平台承载着国有资产倍增效应的使命，最终目标是整体上市。

文中对组建“国睿子集团”的工作安排如下：

- ◆ 完成实施方案、注册工作和股权划转，建立子集团现代企业治理结构和组织架构。
- ◆ 创建并持续完善子集团管控机制。
- ◆ 创新探索员工持股、岗位分红、科技成果转化、股权激励等体制机制改革。
- ◆ 充分发挥上市公司作为子集团改革发展核心平台的作用，通过高效的资本运作，逐步整合行业优势资源，做大做强子集团主业，实现国有资产的倍增效应。
- ◆ 按照产业发展布局，对下属企业、资产进行规范性梳理和优化，进一步加强全面风险管理体系建设，为最终整体上市做好准备。

图 1：国睿集团架构



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

说到国睿集团就不得不提同属于中国电科的海康子集团。海康子集团隶属于电科 52 所，旗下拥有海康威视和凤凰光学两家上市公司。于 2013 年成立的海康子集团成功的把握了平台优势，其上市公司海康威视在资本市场中不断飞速成长，如今已经突破 3000 亿市值。海康威视充分吸收了子集团在行业中的竞争优势，并且借助资本市场的力量，市值在数年内增长超过 11 倍。

在海康威视的发展过程中，海康子集团旗下的产业投资基金不断孵化优质资产，择机注入海康威视，使得海康威视不断扩大业务领域并长期处于行业竞争龙头地位。宁杭两地不分伯仲，海康集团的成功经验为国睿子集团提供了学习的榜样。

目前国睿子集团中拥有优质的控股公司，例如南京轨交、国睿中数和南京美辰等，国睿中数和南京美辰都是研制芯片的高科技公司。在贸易战的大环境下，发展国产芯片的需求迫在眉睫。而国睿中数研制了我国目前最先进的 DSP 芯片“国睿 1 号”和“国睿 2 号”，并且“国睿 3 号”芯片也在研制的进程中。可以说国睿系列 DSP 芯片在目前和未来都将获得大量的需求。

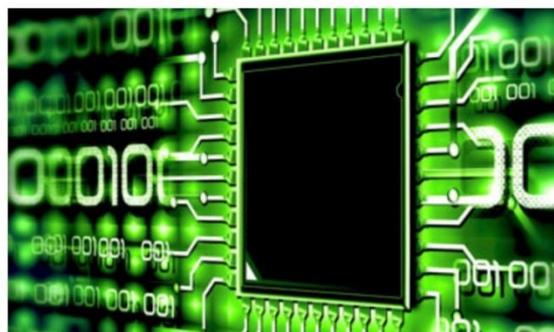
在一论国睿科技中我们已经介绍了国睿系列芯片的性能，国睿中数的价值不言而喻。南京美辰同样是研制芯片的企业，主要从事**高端射频模拟芯片和光通信芯片**的研发。

在二论国睿科技中我们介绍了国睿科技在 5G 通信研发中发挥了重要的作用，而南京美辰可以为中兴、华为等公司的基站提供**射频器件**里的射频模拟芯片。也就是说，在自主可控的背景下，南京美辰将成为可提供与国外芯片相媲美的高端芯片公司。

图 2：国睿集团下属公司的芯片产品



光通信芯片



射频模拟芯片

资料来源：公司网络、东兴证券研究所

### ➤ 资产注入后市值空间估算。

中国电子科技集团公司为继承合并原信息产业部 47 家直属研究院所及有关高科技企业组建而成的军工集团，主营军民用大型电子信息系统的工程建设，重大装备、通信与电子设备、软件和关键元器件的研制生产。2017 年中国电科集团实现主营业务收入 2041.8 亿元，同比增长 8.2%，实现利润 203.7 亿元，同比增长 17.2%，净资产总额 1619.8 亿元，经济增加值 EVA 同比增长 25.2%。

从最新的数据上看，我国军工企业的资产证券化率平均在 35% 左右。中国电科资产口径的资产证券化率是 29%，营收口径是 34%，而利润口径的资产证券化率达 58%。

我们可以分三种情况讨论未来 14 所资产注入后国睿科技市值增长的空间，分别为三分之一、二分之一和全部资产注入。

**前提假设如下：**根据 2015 年的公开数据并按一定的增长率计算，我们预计 14 所 2018 年净利润为 19 亿元。如果以 15 倍左右的 PE 注入资产，二级市场给予 40 倍 PE。

**估算结果：**当注入三分之一 14 所资产时，国睿科技的市值增长空间约为 250 亿元，当注入二分之一资产时的增长空间约为 380 亿元，最后当全部注入上市公司平台时预计增长 760 亿元。假以时日，“千亿国睿”的时代也可能即将来临。

### 结论：

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 2.2 亿元、2.4 亿、3.1 亿元，同比增长 27%、11%、28%，EPS 分别为 0.45 元、0.50 元、0.64 元，对应 PE 分别为 48X、44X、34X。给予公司“强烈推荐”投资评级。

**风险提示：**资产注入进度不及预期，雷达订单不及预期。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	2253	2500	3415	4497	5543	<b>营业收入</b>	1258	1154	1608	2088	2582
货币资金	552	694	836	1085	1342	<b>营业成本</b>	828	803	1130	1491	1808
应收账款	505	503	701	910	1125	营业税金及附加	9	8	11	15	18
其他应收款	12	17	23	30	37	营业费用	27	29	32	42	52
预付款项	16	11	3	-7	-19	管理费用	133	130	161	209	258
存货	902	1009	1420	1873	2272	财务费用	5	5	6	35	65
其他流动资产	14	0	60	123	189	资产减值损失	-2.70	-1.42	-1.42	-1.42	-1.42
<b>非流动资产合计</b>	192	188	167	150	133	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	1.41	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	137.31	126.75	112.81	98.86	84.92	<b>营业利润</b>	261	193	269	298	383
无形资产	38	32	29	26	23	营业外收入	9.02	0.05	0.05	0.05	0.05
其他非流动资产	0	4	0	0	0	营业外支出	0.10	0.14	0.14	0.14	0.14
<b>资产总计</b>	2445	2688	3582	4647	5676	<b>利润总额</b>	270	193	269	298	383
<b>流动负债合计</b>	732	875	1626	2532	3355	所得税	41	23	54	60	77
短期借款	0	0	464	1029	1544	<b>净利润</b>	228	169	215	239	306
应付账款	340	552	767	1011	1226	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	85	98	115	139	167	归属母公司净利润	228	169	215	239	306
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	320	247	292	350	465
<b>非流动负债合计</b>	25	24	23	23	23	<b>EPS (元)</b>	0.49	0.35	0.45	0.50	0.64
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	758	899	1649	2555	3378	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	15.22%	-8.24%	39.30%	29.84%	23.68%
实收资本(或股	479	479	479	479	479	营业利润增长	24.20%	-25.99%	39.26%	11.03%	28.40%
资本公积	495	495	495	495	495	归属于母公司净利润	22.27%	-25.84%	26.88%	11.03%	28.41%
未分配利润	628	713	752	795	851	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1688	1789	1933	2093	2298	毛利率(%)	34.19%	30.38%	29.71%	28.61%	30.00%
<b>负债和所有者权</b>	2445	2688	3582	4647	5676	净利率(%)	18.15%	14.67%	13.36%	11.43%	11.87%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	9.34%	6.30%	6.00%	5.13%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	13.53%	9.47%	11.12%	11.40%	13.33%
<b>经营活动现金流</b>	-47	231	-250	-203	-93	<b>偿债能力</b>					
净利润	228	169	215	239	306	资产负债率(%)	31%	33%	46%	55%	60%
折旧摊销	53.70	49.08	0.00	13.94	13.94	流动比率	3.08	2.86	2.10	1.78	1.65
财务费用	5	5	6	35	65	速动比率	1.85	1.70	1.23	1.04	0.97
应收账款减少	0	0	-198	-209	-215	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	18	23	29	总资产周转率	0.59	0.45	0.51	0.51	0.50
<b>投资活动现金流</b>	-39	-20	5	1	1	应收账款周转率	3	2	3	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.14	2.59	2.44	2.35	2.31
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	1	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.49	0.35	0.45	0.50	0.64
<b>筹资活动现金流</b>	266	-78	387	451	349	每股净现金流(最新	0.38	0.28	0.30	0.52	0.54
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.53	3.74	4.04	4.37	4.80
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	222	0	0	0	0	P/E	53.59	75.03	58.50	52.69	41.03
资本公积增加	474	0	0	0	0	P/B	7.45	7.03	6.50	6.01	5.47
<b>现金净增加额</b>	180	133	142	249	257	EV/EBITDA	37.59	48.13	41.76	35.72	27.49

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

### 王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，军工行业分析师。历任中航证券、长城证券军工组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

## 研究助理简介

### 张高艳

清华大学工学硕士，2年制造型企业运营管理咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，重点关注航空智能制造、军民融合等方向。

### 张卓琦

清华大学工业工程博士，3年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。