

国睿科技系列报告之四：14 所再获集团重托 要发展嵌入式 CPU+军事智能

2018 年 07 月 25 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
	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：

7 月 22 日集团领导专项调研 14 所智能制造和芯片产业，并提出了四点要求；7 月 25 日中电科军民融合（信息化）产业发展行动计划在国防科工局网站上发布。

观点：

➤ 集团领导要求 14 所：一是大力发展嵌入式 CPU，二是加快人工智能布局。

电科集团总经理刘烈宏称，电科集团要牵头组建“国产 CPU 国家队”，在芯片研发领域 14 所责无旁贷，而且要打造“大国重器”，即在现有 DSP 的基础上，大力发展嵌入式 CPU。CPU 芯片更加复杂，在军民品中应用更加广泛，未来 14 所对芯片业务预计将大力发展投入。同时，集团要求 14 所大力发展军事智能，加快在人工智能领域的专业布局 and 团队布局，尽快、尽早形成技术领先优势。

➤ 电科集团的军民融合以行业和城市为载体，推动高新技术和高端产品为核心的产业升级。

电科集团由于产品军民通用性强，技术先进军转民优势大，而一直处于军民融合前沿。电科集团将构建以“城市大脑”、“行业大脑”为中枢的信息化产业，在这一点上，38 所（四创电子）7 所（杰赛科技）已经成为智慧城市，以及安防、交通等行业大数据的先行者和主导者，14 所（国睿科技）在轨交领域逐步提升技术国产化率。在产业升级方面，集团布局自主可控的感知类产品需求，具有集成化、微型化、网络化、智能化、低功耗等特点，可以理解为以芯片、集成电路、移动/宽带/物联网络等为核心，开展信息基础设施建设。

➤ 电科集团推进内部军民融合互通机制，培育“独角兽”企业，强化激励措施，推行创新骨干持股。

集团各个院所都在培育“独角兽”企业，例如 38 所的太赫兹、智能停车业务，14 所的芯片业务。在强化激励机制上面，海康威视走在前，12 年就开展股权激励，杰赛科技也在积极尝试，集团总经理调研 14 所的四点要求中，就提到了“做好员工的吸引、培养、使用和激励工作，更好地增强员工活力，提升团队凝聚力和战斗力。”

- 对 14 所的要求中亮点有二，一是狠抓“抓关键元器件和集成电路研发工作”，二是提到了基于网络信息体系下“联合作战能力”。

在芯片研发领域，14 所责无旁贷，而且要打造“大国重器”，即在现有 DSP 的基础上，大力发展嵌入式 CPU。CPU 芯片更加复杂，在军民品中应用更加广泛，未来 14 所对芯片业务预计将大力发展投入。联合作战能力不仅仅是雷达、通信设备等单系统，而是建立在网络信息基础上的联合作战平台，强调各个军兵种协同作战，配合作战，一体作战，新型战场环境已经有以前的“陆海空”三维战场改为“陆海空天电”五维战场。

- 国睿科技作为 14 所的唯一平台，未来无论是军品还是民品“独角兽”公司，都让人无尽遐想。

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。

- 我们整理了公司近期动态：

- ◆ 国睿子集团将成立的预期强烈。
- ◆ 民用航管雷达第二次集中采购或将开展。我国民用航管雷达目前仍在执行“十二五”采购计划，目前正在酝酿第二次集中采购，预计未来两年将有 60 套航管雷达需求分批次放出，今年采购或将开展。
- ◆ 5 月份，14 所承担的华睿 2 号芯片通过“核高基”验收。华睿 3 号处于研制中。华睿 2 号支持国产化操作系统、工具等，构建了全国产化软件生态链，产品可在安防监控、安全计算机等民用领域和雷达、通信、电子对抗等军用领域全面推广应用。华睿 3 号正在研制，具备万亿次运算能力，并支持人工智能，将引领我国高端芯片的技术发展。

结论：

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 2.2 亿元、2.5 亿、3.1 亿元，同比增长 29%、13%、28%，EPS 分别为 0.35 元、0.39 元、0.50 元，对应 PE 分别为 53X/ 47X/ 37X。给予公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：雷达订单不及预期，子集团成立进度不及预期，芯片研发存在技术难度。

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
流动资产合计	2253	2500	3415	4497	5543	营业收入	1258	1154	1608	2088	2582
货币资金	552	694	836	1085	1342	营业成本	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	2	26	56
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
非流动资产合计	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	营业利润	261	193	273	307	392
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
资产总计	2445	2688	3582	4647	5676	利润总额	270	193	273	307	392
流动负债合计	732	875	1481	2381	3200	所得税	41	23	55	61	78
短期借款	0	0	318	878	1389	净利润	228	169	218	246	314
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	218	246	314
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	320	247	292	350	465
非流动负债合计	25	24	23	23	23	EPS (元)	0.49	0.35	0.35	0.39	0.50
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	758	899	1503	2404	3222	成长能力					
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	622	622	622	营业利润增长	24.20%	-25.99%	41.53%	12.51%	27.68%
资本公积	495	495	495	495	495	归属于母公司净利润	22.27%	-25.84%	28.95%	12.51%	27.68%
未分配利润	628	713	753	797	854	获利能力					
归属母公司股东	1688	1789	2079	2243	2453	毛利率(%)	34.19%	30.38%	29.71%	28.61%	30.00%
负债和所有者权	2445	2688	3582	4647	5676	净利率(%)	18.15%	14.67%	13.58%	11.77%	12.15%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						总资产净	9.34%	6.30%	6.10%	5.29%	
2016A 2017A 2018E 2019E 2020E						ROE(%)	13.53%	9.47%	10.51%	10.95%	12.79%
经营活动现金流	-47	231	-251	-205	-95	偿债能力					
净利润	228	169	218	246	314	资产负债率(%)	31%	33%	42%	52%	57%
折旧摊销	53.70	49.08	0.00	13.94	13.94	流动比率	3.08	2.86	2.31	1.89	1.73
财务费用	5	5	2	26	56	速动比率	1.85	1.70	1.35	1.10	1.02
应收账款减少	0	0	-198	-209	-215	营运能力					
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
投资活动现金流	-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	每股指标(元)					
投资收益	1	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.49	0.35	0.35	0.39	0.50
筹资活动现金流	266	-78	388	453	351	每股净现金流(最新	0.38	0.28	0.23	0.40	0.41
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.53	3.74	3.34	3.60	3.94
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	222	0	144	0	0	P/E	37.86	53.00	52.86	46.98	36.80
资本公积增加	474	0	0	0	0	P/B	5.26	4.96	5.55	5.15	4.71
现金净增加额	180	133	142	249	257	EV/EBITDA	26.05	33.17	37.75	32.36	24.94

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。