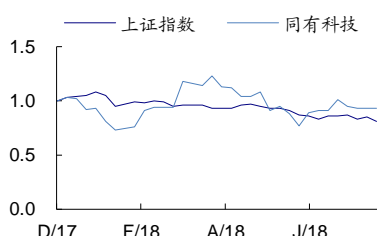


证券研究报告—动态报告
信息技术
软件与服务
同有科技(300302)
增持

(维持评级)

2018年08月23日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	421/245
总市值/流通(百万元)	3,962/2,303
上证综指/深圳成指	2,734/8,549
12个月最高/最低(元)	16.78/8.45

相关研究报告:

《同有科技-300302-2017年半年报点评:国产技术迎机遇,存储业务调整期》——2017-08-29

《同有科技-300302-半年报点评:容灾业务及新兴行业拉动增长》——2012-08-27

《同有科技-300302-存储行业最好的时代》——2012-08-03

《同有科技-300302-高成长的本土存储龙头,大数据的基础架构提供商》——2012-03-06

证券分析师:高耀华

电话: 010-88005312

E-MAIL: gaoyaohua@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

公司分析

并购鸿秦,整合全闪存产业链

● 拟 5.8 亿元对价收购固态存储厂商鸿秦科技

同有科技公告拟发行股份及支付现金方式购买鸿秦科技 100% 股权。本次交易标的资产初步作价 5.8 亿元,其中股份支付对价 60%,现金支付对价 40%。股份支付的发行价格为 9.86 元/股,另外将以询价方式募集配套资金不超过 3.48 亿元。

● 鸿秦在军工信息化和工控市场有优势

鸿秦科技专注于固态存储产品研发、生产与销售。产品在固态存储硬件设计、安全加密和产品高可靠性等方面具有较大优势,广泛应用于数据采集、计算及存储等环节,覆盖军工信息化装备、轨道交通及工业控制等行业。客户覆盖各大军工企业、军工科研院所,为各类高科技武器装备提供配套。

● 优势互补形成业务协同效应,贡献稳定业绩

同有科技是国内领先的数据存储、数据保护、容灾等技术研发和应用的专业存储厂商,在特殊行业拥有全部相关资质。鸿秦科技是国内较早进入固态存储领域的专业公司,致力于固态存储产品研发、生产与销售,产品广泛应用于航空航天、船舶、兵器、电子等众多军工领域。2017 年同有科技收购企业级 SSD 及固态存储数据管理解决方案厂商忆恒创源。本次并购可以促使三方形成在固态存储领域的优势互补,完善公司闪存存储产业链,推出具有核心竞争力的自主可控全闪存产品。鸿秦承诺 2018-2020 年贡献归母扣非净利润 2900/4600/5900 万元,贡献较大幅度业绩增量。

● 盈利预测与投资建议

预计同有科技原有业务 18-20 年的收入为 4.82/5.92/7.12 亿元,同比增长 27.1%/22.7%/20.2%,归母净利润为 0.79/1.11/1.45 亿元,同比增长 56.3%/39.7%/30.9%,按照当前股价对应市盈率为 50/36/27 倍。考虑鸿秦科技的业绩并表以及股份增发,预期股本将增加为 4.84 亿股,按照我们的业绩预测以及并购承诺的净利润,18-20 年的并表利润为 1.08/1.57/2.04 亿元,对应市盈率为 42/29/23 倍。根据业务前景和估值,维持公司“增持”评级。

● 投资风险

存在鸿秦并购无法完成的风险;鸿秦业绩承诺无法完成风险;下游行业受军工采购变化的风险。

盈利预测和财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	380	482	592	712
(+/-%)	-19.5%	27.1%	22.7%	20.2%
净利润(百万元)	51	79.44	110.99	145.32
(+/-%)	-60.5%	56.3%	39.7%	30.9%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.19	0.26	0.35
EBIT Margin	11.5%	16.2%	19.0%	21.0%
净资产收益率(ROE)	6.6%	9.5%	11.9%	13.8%
市盈率(PE)	78.0	49.9	35.7	27.3
EV/EBITDA	77.3	47.2	34.0	26.1
市净率(PB)	5.15	4.73	4.25	3.76

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

鸿泰科技十余年深扎闪存的军工信息化和工控市场	4
同有拟并购业务协同的闪存方案商鸿泰科技.....	4
鸿泰专长于闪存的军工信息化和工业控制市场.....	4
核心技术应用贴合客户需求	5
稳定客源与自主研发保证细分领域领先	5
优势互补形成业务协同效应	6
多层次协同助力全闪存产业链布局	6
完善闪存存储产业链	6
加快闪存颗粒和主控制器层级的核心技术突破.....	6
承诺高增长，贡献较大业绩增量	7
长期积累实现盈利，军改影响结束预期实现高增长.....	7
承诺未来公司扣非净利润不低于 1.34 亿	7
盈利预测与投资建议	8
风险提示	8
附表：财务预测与估值	9
国信证券投资评级	10
分析师承诺	10
风险提示	10
证券投资咨询业务的说明	10

图表目录

图 1: 车载（机载、舰载）信息化系统.....	4
图 2: 单兵综合信息装备系统.....	4
图 3: 智能交通控制系统.....	4
图 4: 鸿秦科技主要产品及用途.....	5
图 5: 近三年鸿秦科技营收及利润规模（单位：万元）.....	7
图 6: 鸿秦科技 2018-2020 年盈利预测（单位：万元）.....	7

鸿秦科技十余年深扎闪存的军工信息化和工控市场

同有拟并购业务协同的闪存方案商鸿秦科技

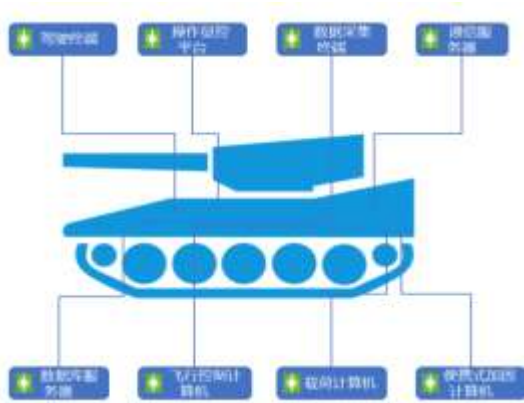
同有科技发布公告拟发行股份及支付现金方式向杨建利、合肥红宝石、珠海汉虎纳兰德、华创瑞驰、宓达贤和田爱华发行股份及支付现金购买其持有的鸿秦科技 100.00% 股权。本次交易标的资产暂定价 5.8 亿元，上市公司拟以发行股份支付的对价金额为本次交易预计总金额的 60%；以现金支付的对价金额为本次交易预计总金额的 40%。

鸿秦专长于闪存的军工信息化和工业控制市场

鸿秦科技是一家以固态存储产品研发、生产与销售为主业的专业生产公司。公司产品在固态存储硬件设计、安全加密和产品高可靠性等方面具有较大优势，广泛应用于数据采集、计算及存储等环节，覆盖军工信息化装备、轨道交通及工业控制等行业，在军工领域覆盖航空航天、船舶、兵器、电子等，涵盖军工信息化装备、工业控制等行业应用。

在军工信息化领域，涉及各类信息系统和自动控制系统，包括车载、舰载、机载的指控装备、通信装备、侦察装备、主战装备，单兵综合信息装备，星地通信数据存储系统，军事训练信息化系统等。

图 1：车载（机载、舰载）信息化系统



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

图 2：单兵综合信息装备系统



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

在工业控制领域，依托公司产品在固态存储硬件设计、安全加密和产品高可靠性等方面的优势，鸿秦已成功切入轨道交通、电力能源等细分行业市场，并实现批量 23 交付。随着客户信息化建设程度的不断加深，其业务系统复杂度、业务规模和数据容量持续快速增长，将成为标的公司业务快速拓展的重要基础。

图 3：智能交通控制系统



资料来源:招股说明书, 国信证券经济研究所整理

核心技术应用贴合客户需求

鸿秦科技 2007 年开始进入固态存储领域, 是国内较早进入该领域从事专业工业级固态存储的厂商。11 年的行业经验积累, 打造了公司扎实的专业技术功底, 公司核心技术覆盖固态存储各个环节, 拥有较强的贴合客户应用需求的创新性产品开发能力。主要产品包括固态硬盘、定制化固态存储产品、固态存储板卡、安全存储产品等。

图 4: 鸿秦科技主要产品及用途

主要产品 和用途	固态硬盘	接口标准包括 PATA、SATA、及 PCIe 接口固态硬盘, 尺寸规格涵盖 2.5 英寸、1.8 英寸、mSATA、Half Slim 和 M.2 等, 能够在军温级、宽温级、工业级等不同严苛恶劣环境要求下工作。 按照应用领域可分为特殊行业类固态硬盘和一般工业类固态硬盘。
	定制化固态存储产品	依托 SSD 主控芯片的自主研发设计能力, 根据客户实际应用需求、技术参数指标、应用环境等, 提供尺寸结构、接口形式等基础定制化服务, 同时提供性能指标、功能自定义等特殊功能的深度定制化开发。
	固态存储板卡	面向特定领域应用推出了多种固态存储板卡, 基于 AND FLASH 实现数据存储基本功能及亮点功能外, 可以从尺寸形态、容量、接口等方面为客户进行研发设计, 具备管理及控制等附加功能, 包括文件系统、数据回放、文件管理等, 可以满足高端特种计算机系统、高速数据信息存储处理系统及信号处理系统对于复杂存储的应用需求。
	安全存储产品	主要针对用户数据进行安全加密操作, 能够在标准固态硬盘及存储板卡等产品上实现安全加密功能, 支持多种安全加密算法, 以保障用户数据信息安全。

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司持有 60 余项专利, 其中知识产权发明专利 1 项; 实用新型专利 17 项; 软件著作权 18 项。在申请发明专利达 25 项。

客户覆盖各大军工企业、军工科研院所, 为各类高科技武器装备提供配套。

稳定客源与自主研发保证细分领域领先

工业级固态存储领域内企业由以鸿秦科技、奇维科技、中博龙辉、湖南源科为

代表的领先企业及众多中小型企业构成，各公司在产品范围、配套客户各有侧重。鸿秦科技在技术水平、产品质量稳定性、产销规模、服务能力等方面均有较强的竞争力，并获得下游客户的高度认可。

一方面，鸿秦是较早进入固态存储的之一，公司下游客户多为军工企业、科研院所，对产品的质量、品牌、生产能力有较高的要求；另一方面，与军工企业客户建立长期稳定的合作关系依赖于较长的周期，鸿秦深耕固态存储研发生产多年，有着丰富的专业技术优势和细分市场领先优势；再者，鸿秦基于对于闪存颗粒特性的持续不断深入研究，历时多年自主研发、设计并实现了国内唯一针对军工固态存储产品的全自动化固态存储测试系统。

优势互补形成业务协同效应

多层次协同助力全闪存产业链布局

同有科技是国内领先的、拥有自有品牌和自主知识产权的大数据基础架构提供商，主要从事数据存储、数据保护、容灾等技术的研究、开发和应用；旨在通过提供高品质的存储产品、一流的解决方案和专业的技术服务，为政府、金融、特殊行业等众多行业用户提供贴近大数据应用的解决方案和顾问式服务。同有科技在军工装备行业精耕数十年，产品和解决方案覆盖各类核心业务，是少数在特殊行业拥有全部相关资质的专业存储厂商。

鸿秦科技是国内较早进入固态存储领域的专业公司，致力于固态存储产品研发、生产与销售，其产品在固态存储硬件设计、安全加密和产品高可靠性等方面具有较大优势，广泛应用于航空航天、船舶、兵器、电子等众多军工领域，客户覆盖各大军工企业、军工科研院所，为各类高科技武器装备提供配套。

完善闪存存储产业链

在国产化存储产业链加速实施落实的大背景下，同有科技也在业内率先拓展并持续布局闪存产业链。以“全闪存、云计算架构、自主可控”为三大业务发展战略，在闪存控制器、闪存底层算法、闪存系统平台、闪存应用方案等多方面进行投入。

鸿秦科技具有固态硬盘的生产制造能力，同时有着 SAS、SATA、NVMe 主控器的布局，而且在闪存定制方案上有着自己独特的优势，与公司的战略方向完全吻合。

2017 年同有科技以 8000 万参股北京忆恒创源科技。忆恒创源科技是国内领先的企业级 SSD 及固态存储数据管理解决方案的厂商，在固态存储 NVMe 固件层面上拥有技术上的先发优势，三方可以形成在固态存储领域的优势互补。共同完善公司闪存存储产业链。

本次并购可以助力同有快速形成闪存方面的各种技术储备，推出具有核心竞争力的自主可控全闪存产品。

加快闪存颗粒和主控制器层级的核心技术突破

存储器特别是闪存颗粒的制造工艺、堆叠层数和技术路线的突破依赖闪存颗粒特性的充分发挥。鸿秦科技是国内少数几家覆盖闪存颗粒特性研究、主控制器

架构及固件算法研究、固态存储扩展功能研究的专业厂商。本次并购，有利于同有科技加快闪存颗粒和主控制器层级的核心技术突破，增强对闪存颗粒特性、数据保持、误码率、全寿命周期性能和高低温恶劣环境可靠性方面的研究，有利于同有科技进一步丰富多种协议接口主控制器及固件开发能力，形成规模化、多种层次闪存产品线。

承诺高增长，贡献较大业绩增量

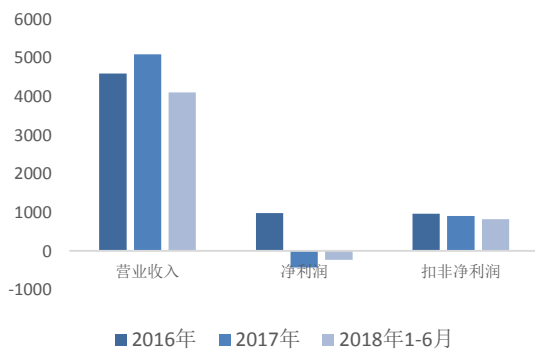
长期积累实现盈利，军改影响结束预期实现高增长

鸿秦科技 2016、2017 年营业收入分别为 4598.08 万元和 5091 万元，2018 年上半年公司营收 4103.55 万元，保持较高增长。

净利润在 2017 年出现明显下降。主要是由于股权激励、研发投入、职工薪酬增加导致管理费用大幅增加所致，这些费用的投入对于公司新技术研发、激发员工积极性与稳定核心员工具有正向的作用。

2016、2017 及 2018 年上半年扣除非经常性损益后的净利润分别为 958.57 万元、903.98 万元和 825.32 万元，根据公告预期 2018 年扣非净利将达到 2900 万。按照公告及承诺，2017-2020 年公司营业收入复合增长率达 52.59%，扣非净利润复合增长率达 86.88%。

图 5: 近三年鸿秦科技营收及利润规模 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 鸿秦科技 2018-2020 年盈利预测 (单位: 万元)

	2017	2018E	2019E	2020E	复合增长率
收入	5,011	11,183	14,479	17,803	
扣非净利润	904	2,900	4,600	5,900	
收入增长率	8.99%	123.19%	29.48%	22.95%	52.59%
利润增长率	-5.69%	220.80%	58.62%	28.26%	86.88%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

承诺未来公司扣非净利润不低于 1.34 亿

参考同业公司收购案例定价与业绩承诺原则，本次交易的交易对方承诺鸿秦科技 2018-2020 年三年的合并报表中扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润不低于 2900 万元、4600 万元和 5900 万无冤，三年累计金额不低于 1.34 亿元。收购对价 5.8 亿元，对应 2018 年的 P/E 为 20 倍，按照未来 3 年净利润平均值的收购倍数为 13 倍。

盈利预测与投资建议

不考虑鸿秦科技的并表以及股份增发，预计同有科技原有业务 18-20 年的收入为 4.82/5.92/7.12 亿元，同比增长 27.1%/22.7%/20.2%，归母净利润为 0.79/1.11/1.45 亿元，同比增长 56.3%/39.7%/30.9%，按照当前股价对应市盈率为 50/36/27 倍。

考虑鸿秦科技的业绩并表以及股份增发，预期股本将增加为 4.84 亿股，按照我们的业绩预测以及并购承诺的净利润，18-20 年的并表利润为 1.08/1.57/2.04 亿元，对应市盈率为 42/29/23 倍。

如果鸿秦科技成功并购，将显著增厚业绩；考虑到公司的业务竞争性以及闪存业务的前景和协同，未来将有较好发展前景，维持公司“增持”评级。

风险提示

存在鸿秦并购无法完成的风险；鸿秦业绩承诺无法完成风险；下游行业受军工采购变化的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	255	336	411	516	营业收入	380	482	592	712
应收款项	163	135	165	199	营业成本	249	301	356	418
存货净额	74	85	101	119	营业税金及附加	2	3	4	5
其他流动资产	7	5	6	7	销售费用	29	36	44	53
流动资产合计	500	561	683	841	管理费用	56	64	75	86
固定资产	77	72	69	62	财务费用	(5)	(7)	(9)	(12)
无形资产及其他	20	19	19	18	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	245	245	245	245	资产减值及公允价值变动	(1)	(2)	(3)	(4)
长期股权投资	77	77	77	77	其他收入	9	8	9	10
资产总计	920	975	1093	1244	营业利润	57	91	128	167
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	2	2	3	4
应付款项	63	89	106	125	利润总额	59	93	131	171
其他流动负债	78	40	47	55	所得税费用	8	14	20	26
流动负债合计	142	129	153	180	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	51	79	111	145
其他长期负债	9	9	9	9					
长期负债合计	9	9	9	9	现金流量表 (百万元)				
负债合计	150	138	162	189	净利润	51	79	111	145
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益	769	837	931	1055	折旧摊销	9	9	9	10
负债和股东权益总计	920	975	1093	1244	公允价值变动损失	1	2	3	4
					财务费用	(5)	(7)	(9)	(12)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(263)	7	(24)	(26)
每股收益	0.12	0.19	0.26	0.35	其它	0	0	0	0
每股红利	0.05	0.03	0.04	0.05	经营活动现金流	(201)	97	100	133
每股净资产	1.83	1.99	2.21	2.51	资本开支	0	(5)	(8)	(6)
ROIC	6%	9%	13%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	7%	9%	12%	14%	投资活动现金流	(77)	(5)	(8)	(6)
毛利率	35%	38%	40%	41%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	16%	19%	21%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	18%	21%	22%	支付股利、利息	(21)	(12)	(17)	(22)
收入增长	-19%	27%	23%	20%	其它融资现金流	26	0	0	0
净利润增长率	-61%	56%	40%	31%	融资活动现金流	(16)	(12)	(17)	(22)
资产负债率	16%	14%	15%	15%	现金净变动	(294)	80	75	105
息率	0.5%	0.3%	0.4%	0.5%	货币资金的期初余额	549	255	336	411
P/E	78.0	49.9	35.7	27.3	货币资金的期末余额	255	336	411	516
P/B	5.2	4.7	4.3	3.8	企业自由现金流	(215)	77	73	105
EV/EBITDA	77.3	47.2	34.0	26.1	权益自由现金流	(189)	84	81	115

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032