



东兴证券
DONGXING SECURITIES

中电博微子集团组建 资产整合预期升温

——四创电子（600990）事件点评

2017年11月10日

强烈推荐/维持

四创电子

事件点评

陆洲

分析师

执业证书编号：S1480517080001

luzhou@dxzq.net.cn

010-66554142

事件：

公司发布关于中国电科博微子集团组建和四创电子控制权变更处于筹划阶段的提示性公告，中国电科拟以八所、十六所、三十八所和四十三所为基础组建中电博微，三十八所下属控股上市公司四创电子的全部国有股份无偿划转至中电博微持有，股份划转实施完成后，公司控股股东将变更为中电博微，公司实际控制人仍为中国电子科技集团公司。

观点：

- **中国电科组建中电博微子公司，统一管理8所、16所、38所和43所。38所持有的四创电子股份全部划转至中电博微，明确将四创电子作为中电博微未来经营发展资本运作的上市平台。**
- **全面打开发展空间。**本次合并最主要看点是43所（华东微电子研究所）。43所主要研制混合集成电路（HIC）及相关产品，拥有目前国内领先的厚膜混合集成电路、薄膜混合集成电路、多芯片组件（LTCC）、SMT模块电路、金属封装外壳、宇航用厚膜混合集成电路以及AlN陶瓷材料等7条生产线。8所主要主要产品是光纤光缆、光器件、光传输系统等，16所主要产品是低温与制冷、超导电子、微波器件、气体纯化等。
43所下设4个事业部，3个全资子公司，主要产品有：功率电路（DC/DC、AC/DC、DC/AC、EMI滤波器、脉宽调制放大器）、转换器电路（SDC/RDC、DRC/DSC、F/V变换）、精密电路（电压基准源、精密恒流源）、信号处理电路、放大器电路、专用混合集成电路和多芯片组件等，广泛应用于航空航天、船舶、电子、兵器等高可靠电子设备及工业领域。
- **电科集团要求上市公司市值要与上级研究所的体量相匹配。**中电博微集团以38所、43所为核心，资产注入是大势所趋。后期博微子集团将包括雷达电子、微电子、通信光纤等业务，有望按照海康的模式迅速发展。历史上，四创电子从2013年-2015年的业绩年均复合增速45%，位列军工板块第一名，且主要是内生增长，质地极佳。公司核心业务是“安全+智慧”，后期主要增长点是低空预警雷达、无人机平台、反无人机系统、太赫兹应用和平安城市大数据运营。我们预测，公司未来3年每年40%-50%左右的增速是确定的，2020年后达到100亿收入（目前是40亿），10亿利润（目前2.7亿），500亿市值的目标。

结论：

不考虑后续资产整合，我们预计四创电子2017-2019年归母净利润为2.5亿元、3.2亿元和3.9亿元，EPS分别为1.55元、1.98元、2.41元，目前股价对应PE 40X/31X/26X，配置价值较强。我们认为四创电子具备长期投资价值，维持“强烈推荐”投资评级。

风险提示：

雷达业务订单下滑；资产注入时间不确定。

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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	2271	2558	3752	4538	5471	营业收入	2498	3046	4039	4981	5816
货币资金	755	928	1602	2028	2478	营业成本	2137	2673	3442	4240	4936
应收账款	787	646	1065	1184	1458	营业税金及附加	8	5	10	15	17
其他应收款	66	55	73	90	105	营业费用	68	89	125	164	192
预付款项	27	15	16	7	2	管理费用	108	109	153	199	233
存货	440	651	774	993	1133	财务费用	26	28	8	-18	-23
其他流动资产	14	15	16	18	19	资产减值损失	43.75	17.24	10.00	10.00	10.00
非流动资产合计	925	1104	924	909	884	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	1.26	0.00	1.00	1.00	1.00
固定资产	138.68	143.93	207.32	186.82	166.31	营业利润	108	124	291	371	452
无形资产	107	135	141	147	143	营业外收入	25.05	31.51	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.67	0.78	5.00	5.00	5.00
资产总计	3197	3662	4676	5448	6355	利润总额	133	155	291	371	452
流动负债合计	2053	2406	2359	2912	3553	所得税	14	22	39	50	60
短期借款	600	700	0	0	0	净利润	119	133	252	321	392
应付账款	888	1026	1357	1638	1926	少数股东损益	3	4	5	6	8
预收款项	120	266	417	629	862	归属母公司净利润	115	129	247	315	384
一年内到期的非	5	13	13	13	13	EBITDA	263	311	333	388	465
非流动负债合计	105	99	87	87	87	EPS（元）	0.84	0.95	1.55	1.98	2.41
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	2158	2505	2447	2999	3640	成长能力					
少数股东权益	13	17	22	28	36	营业收入增长	48.30%	21.94%	32.60%	23.31%	16.78%
实收资本（或股	137	137	159	159	159	营业利润增长	66.50%	14.72%	133.94%	27.63%	21.77%
资本公积	416	416	1294	1294	1294	归属于母公司净利润	90.71%	27.54%	90.71%	27.54%	21.96%
未分配利润	409	515	543	579	623	获利能力					
归属母公司股东	1025	1141	2207	2420	2679	毛利率(%)	14.47%	12.25%	14.78%	14.87%	15.14%
负债和所有者权益	3197	3662	4676	5448	6355	净利率(%)	4.74%	4.38%	6.24%	6.45%	6.73%
现金流量表						总资产净利润(%)	3.82%	3.61%	3.53%	5.28%	5.78%
单位:百万元						ROE(%)	11.25%	11.35%	11.18%	13.01%	14.34%
经营活动现金流	7	246	304	539	571	偿债能力					
净利润	119	133	252	321	392	资产负债率(%)	68%	68%	52%	55%	57%
折旧摊销	128.59	158.26	0.00	20.50	20.50	流动比率		1.06	1.59	1.56	1.54
财务费用	26	28	8	-18	-23	速动比率		0.79	1.26	1.22	1.22
应收账款减少	0	0	-419	-120	-274	营运能力					
预收账款增加	0	0	151	212	233	总资产周转率	0.86	0.89	0.97	0.98	0.99
投资活动现金流	-70	-115	274	-29	-19	应收账款周转率	4	4	5	4	4
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.03	3.18	3.39	3.33	3.26
长期股权投资减	0	0	137	0	0	每股指标（元）					
投资收益	1	0	1	1	1	每股收益(最新摊薄)	0.84	0.95	1.55	1.98	2.41
筹资活动现金流	64	58	97	-84	-103	每股净现金流(最新	0.01	1.38	4.24	2.67	2.83
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	7.50	8.34	13.87	15.20	16.83

长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率						
普通股增加	0	0	22	0	0	P/E	69.52	61.47	37.65	29.52	24.21	
资本公积增加	0	0	878	0	0	P/B	7.79	7.00	4.21	3.84	3.47	
现金净增加额	1	189	675	426	450	EV/EBITDA	29.81	24.98	23.14	18.79	14.71	

资料来源：公司财报、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。

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。