

科盾科技 (835902)
优质军民融合标的 细分市场具有绝对优势
基本数据

2016年8月5日	
收盘价(元)	4.8
总股本(百万股)	239
流通股本(百万股)	136.9
总市值(百万元)	1147
每股净资产(元)	1.04
PB	4.6

财务指标

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	8.13	62.38	103.73	161.03	229.35
净利润(百万元)	-12.99	7.62	19.26	33.56	50.75
毛利率(%)	54.1%	61.7%	61.7%	61.7%	61.7%
净利率(%)	-159.8%	12.2%	18.6%	20.8%	22.1%
EPS(元)	(0.09)	0.04	0.11	0.19	0.29
净资产收益率(%)	-7.9%	3.1%	7.7%	13.5%	20.3%

报告要点

公司是国内领先的光电安防设备制造商。主要产品包括车辆辅助驾驶系统、单兵夜视、光电吊舱、智能监控系统等一系列高科技产品。公司产品的各项技术指标和质量均达到国内领先、国际先进水平，产品已广泛应用于军、警、民各个领域。

2015年营业收入6238万元，同比大幅增长667.3%，归属母公司的净利润为762万元，与2014年相比不仅扭亏为盈，并且增长幅度也很大。业绩增长的主要原因是公司夜视仪产品销售剧增，同比增幅为626%。

公司军工产品具有苛刻的技术指标要求和各种准入制度的限制，并且论证立项、采购周期都长。目前国内有资质、有能力从事军用辅助驾驶系统研制和生产的的企业很少，公司在这一市场具有绝对领先定位。

我国2005-2015年我国军费规模持续增长，2005-2009年间增速较快，从2010年后军费规模同比增速保持在10%左右。

2016年7月21日，军民融合战略的顶层设计出台。中共中央、国务院、中央军委印发《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》是统筹推进经济建设和国防建设的纲领性文件，有利于促进军民融合发展战略落地。

盈利预测及估值分析

我们预计公司2016-2018年的营收总额为1.03亿元、1.61亿元、2.29亿元，归属母公司的净利润为1926万元、3356万元、5075万元。所对应的每股收益EPS分别为0.11元、0.19元、0.29元。2016年预期市盈率为60倍，对应2016年预计净利润，预计市值水平为11.55亿元。

研究员：王振亚

wangzhenya@wtneeq.com

010-85715117



目 录

风险分析	1
国内领先光电安防设备制造商	2
2015 年业绩爆发 收入增长 667%	3
我国军费规模稳定增长 军民融合或迎政策红利	4
盈利预测	7
估值分析	8

图表目录

图表 1 公司研发中心及集团生产基地 3D 展示	2
图表 2 公司产品展示	2
图表 3 科盾科技股权结构图	3
图表 4 公司 2013-2016 年营业收入及净利润走势	3
图表 5 公司营收主要来源（单位 百万）	4
图表 6 公司 2013-2016 年业务毛利率水平及三大费用占比	4
图表 7 单兵夜视仪产品简介	5
图表 8 公司军品涉及的相关法律法规及政策	6
图表 9 2005-2015 年我国军费规模及增长	6
图表 10 公司 2016-2018 盈利预测	7
图表 11 对标公司市值及预期市盈率比较	8

风险分析

通过整理并分析公司的公开披露信息，我们发现以下可能的潜在风险：

公司实际控制人及管理团队方面：

1、公司于2016年5月6日对外发布股权质押公告，涉及股东为：宋优春，具体情况为：股东宋优春质押公司股份21,400,000股，占公司总股本9.34%。质押期限为2016年5月4日起至2016年11月3日止。质押股份用于中兴通银商业保理（深圳）有限公司向自然人宋优春借款1500万元，质押权人为中兴通银商业保理（深圳）有限公司，质押权人与质押股东不存在关联关系。

2、公司于2016年5月24日对外发布股权质押公告，涉及股东为：宋优春，具体情况为：股东宋优春质押50,000,000股，占公司总股本20.92%。质押期限为2016年5月23日起至2016年11月22日止。质押股份用于安信乾盛财富管理（深圳）有限公司向宋优春借款，实际借款金额3,500万元人民币。质押权人为安信乾盛财富管理（深圳）有限公司，质押权人与质押股东不存在关联关系。

财务方面：

经数据分析，公司财务方面未发现潜在风险因素。

公司业务及行业方面：

1、根公司主要从事光电安防行业，公司车载夜视仪等产品直接应用于国防军事领域，主管部门为工业与信息化部下属国防科工局。由于国防领域具有国家战略意义，我国对国防领域监管较为严格。目前公司在运营过程中始终紧随行业大政方针，从未偏离相关规定，但仍存在未来行业政策变动，公司不能及时适应最终影响公司主营业务开展的风险。

2、随着光电、安防行业的不断发展，行业的潜在进入者可能增多，加之行业现有竞争对手技术水平和服务能力的提高，行业市场竞争可能趋于激烈。

国内领先光电安防设备制造商

公司成立于 1999 年，一直致力于光电、安防产品的研发与生产，经过 20 多年的发展与积累，目前已成为国内在该领域有较强自主研发和技术创新能力的高新技术企业。

主要产品方面，公司成功开发数字图像处理、智能图像融合等关键核心技术，研制了车辆辅助驾驶系统、单兵夜视、光电吊舱、智能监控系统等一系列高科技产品。公司产品的各项技术指标和质量均达到国内领先、国际先进水平，产品已广泛应用于军、警、民等各个领域。

公司研发中心位于北京，生产基地坐落于山东莱阳经济技术开发区，生产办公面积 4.6 万 m²，拥有成套、先进的生产设备和工艺。公司采用精细化管理运营模式，先后通过 GJB 9001B、GB/T 19001、ISO/TS 16949 等质量体系认证，先后获得 20 多项专利，多项产品获得过国家重点新产品殊荣，所有产品均通过了公安部等多家权威机构检测认证，具有安防工程设计施工壹级资质。

图表 1 公司研发中心及集团生产基地 3D 展示



资料来源：公司公告

目前，公司主要产品和服务分为军品、民品两大类。

军品方面，主要包括部队配备军用车辆、单兵（手持式、头戴式）夜视仪。

民品方面，主要包括车辆智能辅助驾驶系统、视频监控系統、夜视应急通信系统、智能光电系统、通信设施防盗报警系统、移动监测设备（各型号夜视仪）等。

图表 2 公司产品展示



KD-16便携式非制冷红
外观测仪



KD-15C手持主动式夜视
仪（激光红外+CCD）



KD-15B手持式夜视仪
（热成像+CCD）



KD-26 车辆智能辅助驾驶系统



KD-BA6-H

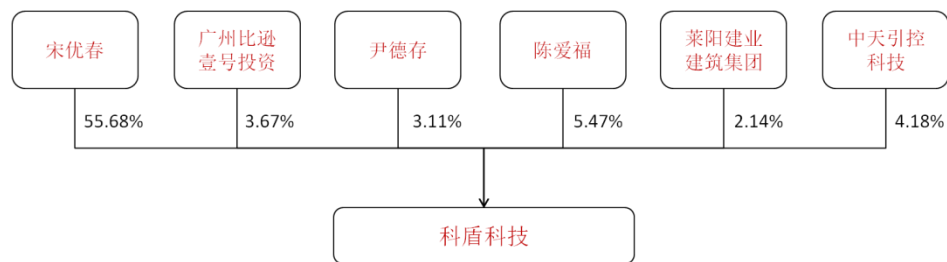


KD-BA5-H

资料来源：公司官网

公司股权结构方面，公司控股股东、实际控制人为宋优春先生，截止至 2016 年 5 月 23 日，宋优春持有公司 55.68% 的股份。公司前十股东之间不存在关联关系。

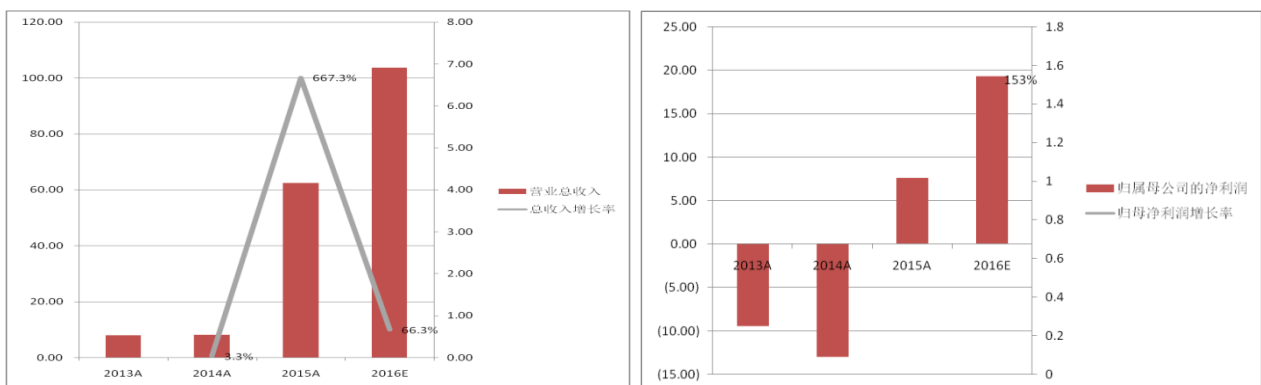
图表 3 科盾科技股权结构图



资料来源：公司公告

2015 年业绩爆发 收入增长 667%

图表 4 公司 2013-2016 年营业收入及净利润走势

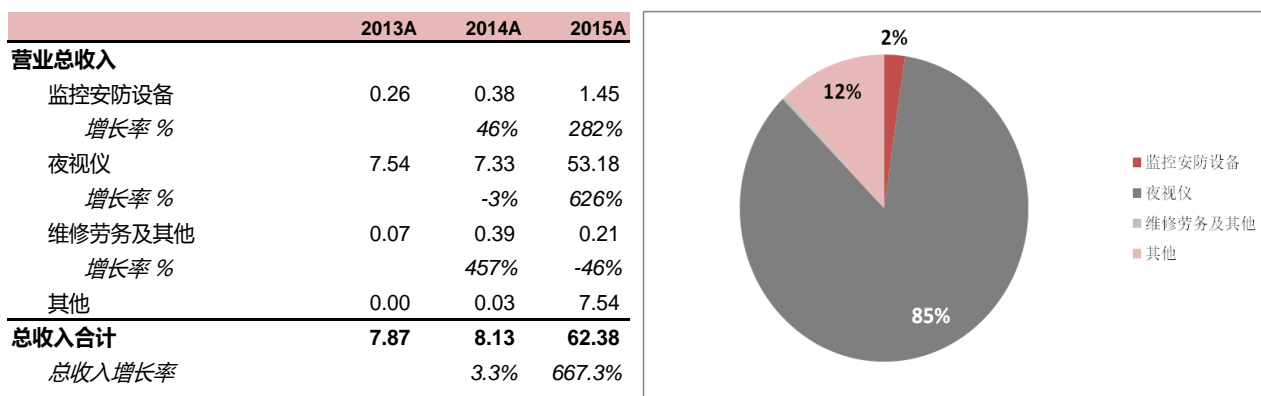


数据来源：choice 金融数据

公司 2015 年营业收入 6238 万元，同比大幅增长 667.3%，归属母公司的净利润为 762 万元，与 2014 年相比不仅扭亏为盈，并且增长幅度也很大。业绩增长的主要原因是公司夜视仪产品销售剧增，同比增幅为 626%，虽然监控安防设备同比增幅也达到 282%，但夜视仪产品销售收入在总收入中占比为 85%，监控安防设备收入占比仅为 2%，所以报告期内收入大幅增长的主要是由夜视

仪产品增长拉动。2015 年是公司实现跨越发展的重要一年，在核心技术研发、业务渠道拓展、营销推广、售后服务、企业内部建设等方面，都取得了可观的业绩。

图表 5 公司营收主要来源（单位 百万）

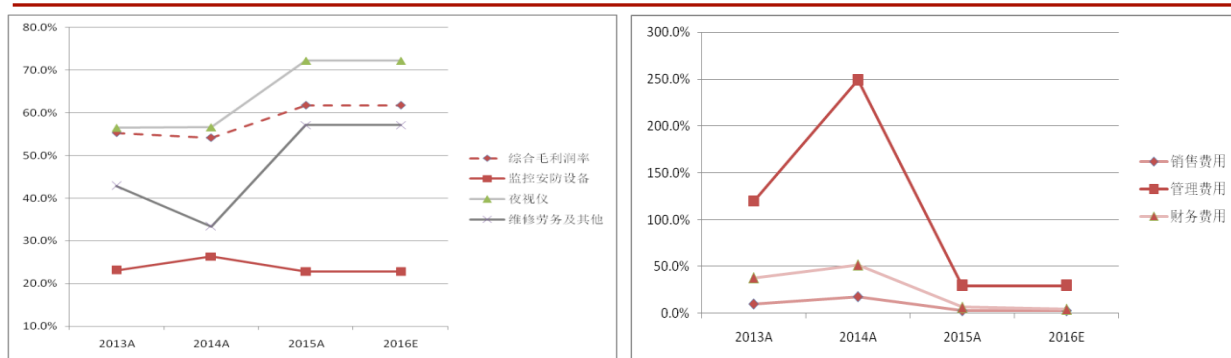


数据来源：choice 金融数据

成本方面，公司综合毛利率近几年有明显上升，目前为 61.7%，在制造业中属于较高水平，核心产品夜视仪的毛利率达到 72.2%，该市场具有一定的特殊性，需求方的多为军方及公共安全部门，市场上还未出现同类型的竞争对手，所以销售毛利率较高。

三大费用中，随着公司收入规模的增长，三大费用特别是管理费用占比有明显的下降，回归正常比例。目前管理费用占比为 29.6%，销售费用占比为 3%，由于市场需求方比较固定，公司在销售方面的成本极低。

图表 6 公司 2013-2016 年业务毛利率水平及三大费用占比



数据来源：choice 金融数据

■ 我国军费规模稳定增长 军民融合或迎政策红利

2008 年，根据国家军民融合发展战略部署，公司开始承制军工产品。先后研发成功了多种军用车辆配套辅助驾驶系统，现为公司主营业务之一。2012 年，某型号夜视仪获得军方定型，并已批量装备部队。2015 年夜视仪产品销售额在

公司总收入中占比为 85%，目前是公司核心产品。

图表 7 单兵夜视仪产品简介

产品及服务	简要介绍
手持激光夜视仪	主要适用于公安、边海防巡逻执法、安全警戒，海关缉私缉毒，特警、武警侦察执勤，职能部门调查取证，城市综合执法，环保部门环境监控等。
头戴热成像仪	
手持热成像仪	

资料来源：公开转让说明书

从夜视仪的使用场景来看，军用车辆在执行作战、训练任务时，出于保密需要，经常要在夜间低照度条件下行驶，有时需采取严格的灯光管制，从而对军用车辆的行驶带来了严重困难。为了解决上述问题，公司在广泛调研的基础上，基于所掌握的核心关键技术，研发了某型号车载夜视仪。该夜视仪功能完善，性能优异，操作简便，现已批量装备部队，有效解决了军用车辆在夜间、灯光管制条件下的安全机动、工程作业等问题。目前公司在安防光电领域已取得国防专利 1 项、非国防专利 24 项（发明专利 3 项、实用新型专利 20 项、外观设计专利 1 项），软件著作权 1 项，公司有 12 项发明专利和 2 项国防专利正在申请国家专利。

从全球范围来看，目前该产品应用比较深入的是美国，从 2004 年开始美国军工厂商 DRS 公司为美军生产用于多种前线作战和战术轮式车辆上的车辆辅助驾驶仪。该装备能够穿透烟尘、薄雾和黑暗，能够探测距离 110m 站立的人以及距离 1200m 的静止车辆。该装备可安装于 M1“艾布拉姆斯”主战坦克、M2“布雷德利”战车、远距离先进侦察车、“斯特赖克”过渡型装甲车、两栖供给车、高机动性多用途轮式车、中型机动增强型战术卡车、中型战术轮式车系列、轻型装甲车和其他一些可移动地面车辆。

公司军用产品市场具有较强的准入制度。车载夜视仪等车辆辅助驾驶系统产品直接应用于国防军事领域，主管部门为工业与信息化部下属国防科工局。2008 年国务院机构改革后，国防科工局承继原国防科技工业委员会的职责，主要负责国防科技工业计划、政策、标准及法规的制定和执行情况的监督，及对武器装备科研生产实行资格审批。国防科工局对行业内企业的监管采用的是严格的行政许可制度。

而在国内市场，由于军工产品的研制和销售过程具有特殊性，具有苛刻的技术指标要求和各种准入制度的限制，并且论证立项、采购周期都长。目前国内有资质、有能力从事军用辅助驾驶系统研制和生产的的企业很少，多数产品还处于研制或试用阶段，因此在未来一段时间内，公司的辅助驾驶产品不会遇到较强的竞争对手。

图表 8 公司军品涉及的相关法律法规及政策

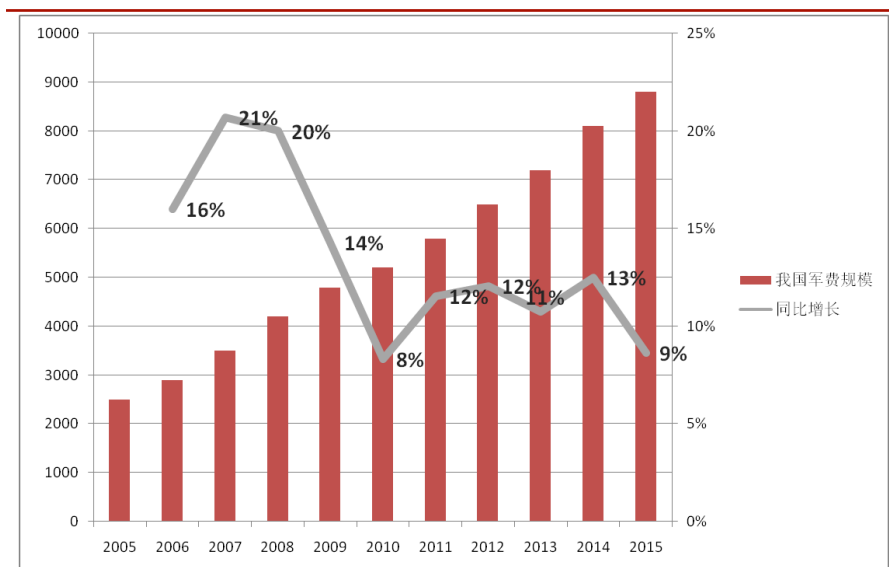
公司军品涉及的相关法律法规及政策
《中华人民共和国保密法》
《中华人民共和国政府采购法》
《武器装备科研生产许可管理条例》
《武器装备科研生产许可实施办法》
《武器装备科研生产许可监督检查工作规程》
《国防科学技术成果鉴定办法》
《武器装备科研生产协作配套管理办法》
《军工产品质量管理条例》
《军工产品质量监督管理暂行规定》
《武器装备科研生产单位保密资格审查认证管理办法》
《中国人民解放军装备采购条例》
《关于深化装备采购制度改革若干问题的意见》
《中华人民共和国军品出口管理条例》

数据来源：公开转让说明书

从我国军工市场整体来看,2005-2015 年我国军费规模持续增长,2005-2009 年间增速较快,从 2010 年后军费规模同比增速保持在 10%左右。

我国军工行业过去十年虽然保持增长,但内部存在结构性不对称,如高端元器件、新材料领域的国产化率很低。目前解决方式则是开放军民融合的通道,引进民营企业的技术并利用其灵活的机制;自下而上地看,民参军企业本身体量小、弹性好,获得了增量市场后则进入了快速成长区间中。目前,我国正在大力推进军民融合的深化,公司正是顺应这一大趋势而得以发展。

图表 9 2005-2015 年我国军费规模及增长



数据来源：公开转让说明书

目前我国军民融合的战略步伐正在加快，2016年7月21日，军民融合战略的顶层设计出台。中共中央、国务院、中央军委印发《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》(下称《意见》)。《意见》着眼国家安全和发展战略全局，明确了新形势下军民融合发展的总体思路、重点任务、政策措施，是统筹推进经济建设和国防建设的纲领性文件。其中，推进军工企业专业化重组、扩大引入社会资本、推进混合所有制改革、推进低空空域改革等八大举措，“含金量”十足，有利于促进军民融合发展战略落地。

市场普遍认为，《意见》之后，相关部门还会出台多个配套文件，军民融合下半年或将进入政策“红利”密集期。军民融合战略将深刻影响中国经济格局，开启数个万亿计产业，军民融合相关民营企业将打开一片广阔的天地。

■ 盈利预测

公司目前在军用夜视仪市场具有绝对的领先地位，2015年该业务大幅增长，同比增速为626%，随着我国军民融合战略推进，公司市场有望进一步打开。预计2016-2018年公司夜视仪业务增速分别为75%、60%、45%。

根据以上观点，我们预计公司2016-2018年的营收总额为1.03亿元、1.61亿元、2.29亿元，归属母公司的净利润为1926万元、3356万元、5075万元。所对应的每股收益EPS分别为0.11元、0.19元、0.29元。

图表 10 公司 2016-2018 盈利预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
总收入合计	7.87	8.13	62.38	103.73	161.03	229.35
总收入增长率		3.3%	667.3%	66.3%	55.2%	42.4%
营业成本合计	3.52	3.73	23.87	36.07	52.71	72.33
综合毛利率	55.3%	54.1%	61.7%	61.7%	61.7%	61.7%
营业税金及附加	0	0	0.01	0.01	0.01	0.01
销售费用	0.80	1.46	1.87	3.11	4.83	6.88
管理费用	9.44	20.29	18.44	30.66	47.60	67.80
EBIT	(5.89)	(17.35)	18.19	33.87	55.88	82.34
资产减值损失	0.50	(3.02)	2.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用合计	2.99	4.19	4.22	4.22	4.22	4.22
营业利润	(9.38)	(18.52)	11.83	29.65	51.66	78.12
其他非经营性损益合计	0.13	0.01	(0.10)	0.00	0.00	0.00
利润总额	(9.25)	(18.51)	11.73	29.65	51.66	78.12
所得税	0.14	(5.52)	4.11	10.39	18.10	27.37
净利润	(9.39)	(12.99)	7.62	19.26	33.56	50.75
净利润增长率				153%	74%	51%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司的净利润	(9.39)	(12.99)	7.62	19.26	33.56	50.75
归母净利润增长率				153%	74%	51%

数据来源：梧桐理想、choice 金融数据

■ 估值分析

公司在主板的军民融合类型的对标企业为国睿科技、中航光电、盛路通信等。其中国睿科技主要从事微波与信息技术相关产品的生产和销售，公司产品为轨道交通控制系统、部分雷达整机系统与子系统等。中航光电是国内专业光、电连接器技术研发、生产及销售，并全面提供整套连接器应用解决方案的知名军工企业。盛路通信是一家生产和销售通信设备的企业，其主要产品为各种通信天线及射频产品。

参考以上对标公司的 2016 年预期市盈率，得到该类企业的估值水平大约在 35-65 倍左右。考虑公司的现有规模和增长速度我们给予公司 2016 年的预期市盈率水平基准值为 75 倍，考虑到新三板流动性不足，扣除 20% 的流动性溢价，得到其 2016 年合理的预期市盈率为 60 倍，对应 2016 年预计净利润，其市值水平为 11.55 亿元，与当前的市值水平相比大致持平。

图表 11 对标公司市值及预期市盈率比较

	国睿科技	中航光电	盛路通信
市值 (亿元)	216	285	82
预期市盈率	65	34	54

数据来源: choice 金融数据

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,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、复印件或复制品,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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

