

超 68 亿重组规模，14 所资产证券化进度和力度超预期

事件：公司发布资产重组预案，拟向十四所、国睿集团等交易对手收购其持有的国睿防务 100%、国睿信维 95%、国睿安泰信 59% 股权，其中拟以股份方式支付 68.11 亿元，发行价格 11.78 元/股。同时募集配套资金不超过 6 亿元。

核心观点

- **本次拟收购标的实控人均为中电科 14 所。**本次收购的 3 家标的资产的预估作价合计 68.56 亿元，其中向翼潜投资、张少华、胡华波、睿弘毅支付现金对价 0.45 亿元，其余对价按照 11.78 元/股的发行价格通过发行股份方式支付。不考虑配套融资发行的股份，交易完成后公司总股本将由 6.22 亿股提升至 12.01 亿股，14 所持股比例将由 26.48% 提升至 57.54%。
- **拟收购标的涉及雷达、软件开发及电子信息配套业务，若重组成功将增厚公司业绩。**本次收购的三家公司中，国睿防务 2018 年 9 月新成立，主营以国际化为导向的雷达产品，国睿防务预估作价 61.97 亿元，2017 年（模拟财务数据）实现收入 19.14 亿元，净利润 4.43 亿元。其余两家公司体量较小，国睿信维估价 5.33 亿元，聚焦工业软件，国睿安泰信估价 1.26 亿元，主要从事电子信息产品的测试与综合保障设备等业务。3 家标的公司 2019-2021 年业绩承诺合计为 3.49、3.79、4.49 亿元。
- **电科系产业整合推进力度超预期。**公司是中电科 14 所的唯一产业化整合平台，大股东优质军工资产体量大，中电科集团近年来持续推进子集团实体化经营。本次重组预案采用所内资产新成立子公司，然后上市公司对其进行收购的形式，推进速度和力度超市场预期。

财务预测与投资建议

- 考虑到行业招标延迟的不利影响，我们将公司 18-20 年 EPS 预测调整为 0.23/0.32/0.42 元（原预测为 0.49/0.60/0.72 元）。若重组顺利，按照拟收购公司业绩承诺计算，公司 19-20 年备考 EPS 约为 0.46/0.53 元。可比公司 2019 年估值调整后平均值为 32 倍，给予 50% 溢价，对应 48 倍估值，目标价为 15.36 元（相当于重组完成后 EPS 的 33 倍），维持买入评级。

风险提示

- 资产重组进程存在不确定性，军民品订单不及预期

公司主要财务信息	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,258	1,154	1,041	1,355	1,704
同比增长	15.2%	-8.2%	-9.8%	30.2%	25.8%
营业利润（百万元）	261	193	165	226	297
同比增长	24.2%	-26.0%	-14.6%	37.3%	31.0%
归属母公司净利润（百万元）	228	169	145	199	260
同比增长	22.3%	-25.8%	-14.4%	37.1%	30.9%
每股收益（元）	0.37	0.27	0.23	0.32	0.42
毛利率	34.2%	30.5%	27.3%	28.6%	29.6%
净利率	18.2%	14.7%	13.9%	14.7%	15.3%
净资产收益率	16.8%	9.7%	7.9%	10.3%	12.3%
市盈率（倍）	40.5	54.6	63.8	46.5	35.5
市净率（倍）	5.5	5.2	5.0	4.6	4.2

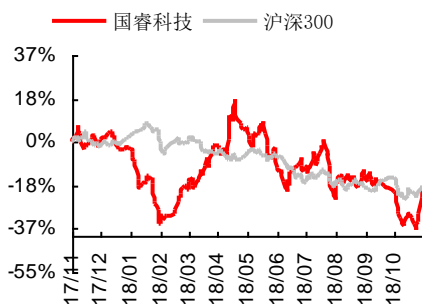
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2018 年 11 月 07 日）	14.87 元
目标价格	15.36 元
52 周最高价/最低价	29.46/12.01 元
总股本/流通 A 股（万股）	62,235/60,152
A 股市值（百万元）	9,254
国家/地区	中国
行业	军工
报告发布日期	2018 年 11 月 07 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	20.1	-3.9	-1.9	-40.3
相对表现 (%)	18.0	2.4	2.5	-19.8
沪深 300 (%)	2.2	-6.3	-4.4	-20.5



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 王天一
021-63325888*6126
wangtiany1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860510120021

罗楠
021-63325888-4036
luonan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518100001

联系人 冯函
021-63325888-2900
fenghan@orientsec.com.cn

相关报告
行业招标延迟导致业绩下滑，雷达业务有望逐渐恢复 2018-05-03

雷达业务收入和毛利率下调原因：由于空管雷达市场主要客户招标延迟等因素影响，公司雷达业务新签合同不及预期，而空管雷达属于雷达整机中毛利率较高的，其营收占比的下降导致了雷达业务整体毛利率的下滑。微波组件收入下调原因：民品业务受中兴通讯事件影响，订单直到最近才逐步恢复，因此 2018 年收入受到较大影响。

基于以上原因调整了公司 18~20 年的盈利预测，具体调整如下：

盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
分产品盈利预测						
雷达整机及配套						
销售收入	627	841	1,027	350	531	785
变动幅度				-44.1%	-36.9%	-23.5%
毛利率	37%	37%	37%	34%	35%	35%
变动幅度				-7.9%	-6.6%	-5.4%
微波组件						
销售收入	350	402	463	202	306	357
变动幅度				-42.2%	-23.9%	-22.8%
毛利率	33%	33%	33%	33%	33%	33%
变动幅度				-1.3%	-1.6%	-0.6%
轨交						
销售收入	355	414	458	384	414	458
变动幅度				8.3%	0.0%	0.0%
毛利率	13%	13%	13%	13%	13%	13%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
调制器电源						
销售收入	103	103	103	103	103	103
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	49%	49%	49%	49%	49%	49%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
其他						
销售收入	1	1	1	1	1	1
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	85%	85%	85%	85%	85%	85%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
销售收入合计	1,436	1,761	2,051	1,041	1,355	1,704
变动幅度				-27.5%	-23.1%	-16.9%
综合毛利率	31%	31%	32%	27%	29%	30%
变动幅度				-10.7%	-7.9%	-6.1%

主要财务数据变动分析表

人民币百万元 (标注除外)	调整前			调整后		
	2018E	2019E	2015E	2018E	2019E	2015E
营业收入	1,436	1,761	2,051	1,041	1,355	1,704
变动幅度				-27.5%	-23.1%	-16.9%
营业利润	265	330	390	165	226	297
变动幅度				-37.8%	-31.4%	-24.0%
归属母公司净利润	233	289	342	145	199	260
变动幅度				-37.8%	-31.2%	-23.9%
每股收益 (元)	0.49	0.60	0.72	0.23	0.32	0.42
变动幅度				-52.4%	-46.7%	-41.9%
毛利率 (%)	31%	31%	32%	27%	29%	20%
变动幅度				-10.7%	-7.9%	-36.5%
净利率 (%)	16%	16%	17%	13.9%	14.7%	15.3%
变动幅度				-14.2%	-10.6%	-8.4%

此外，截至 2018 年 11 月 7 日，可比公司 2019 年估值调整后平均值为 32.29 倍。由于公司拟发行股份收购 14 所资产，若重组顺利完成，按照拟收购公司业绩承诺计算，公司 19-20 年备考 EPS 约为 0.46/0.53 元，因此给予公司 50%的溢价，对应 2019 年 48 倍估值，目标价为 15.36 元（相当于重组完成后 EPS 的 33 倍）。

表 1：国睿科技可比上市公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2018/11/7	每股收益 (元)				市盈率			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
四创电子	600990	36.92	1.26	1.45	1.77	2.24	29.20	25.41	20.89	16.51
四川九洲	000801	4.38	0.01	0.10	0.14	0.18	616.90	46.11	31.85	25.03
中航电子	600372	13.93	0.31	0.34	0.39	0.45	45.18	41.16	35.54	30.88
雷科防务	002413	5.91	0.11	0.15	0.18	0.21	54.98	39.24	32.72	27.94
	调整后平均						50.08	40.20	32.29	26.49

注：“调整后”为去掉最高、最低估值后的平均估值水平

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	552	694	1,028	990	1,008	营业收入	1,258	1,154	1,041	1,355	1,704
应收账款	505	503	416	542	682	营业成本	828	803	757	968	1,200
预付账款	16	11	21	27	34	营业税金及附加	9	8	7	9	11
存货	902	1,009	757	968	1,200	营业费用	27	29	24	31	39
其他	279	284	224	290	363	管理费用	133	130	109	142	179
流动资产合计	2,253	2,500	2,445	2,816	3,286	财务费用	5	5	(9)	(10)	(10)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	(3)	(1)	1	1	1
固定资产	137	127	115	99	83	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	4	0	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0	0
无形资产	38	32	27	21	16	其他	0	13	13	13	13
其他	13	29	14	14	14	营业利润	261	193	165	226	297
非流动资产合计	192	188	155	134	113	营业外收入	9	0	1	1	1
资产总计	2,445	2,688	2,600	2,950	3,399	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	270	193	166	227	297
应付账款	340	552	373	513	684	所得税	41	23	21	28	37
其他	392	323	340	408	484	净利润	228	169	145	199	260
流动负债合计	732	875	713	922	1,168	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	228	169	145	199	260
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.37	0.27	0.23	0.32	0.42
其他	25	24	22	22	22						
非流动负债合计	25	24	22	22	22						
负债合计	758	899	735	944	1,190						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	479	479	622	622	622						
资本公积	495	495	352	352	352						
留存收益	714	815	891	1,032	1,235						
其他	0	0	0	0	0						
股东权益合计	1,688	1,789	1,865	2,006	2,209						
负债和股东权益	2,445	2,688	2,600	2,950	3,399						

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	228	169	145	199	260
折旧摊销	21	24	21	21	21
财务费用	5	5	(9)	(10)	(10)
投资损失	(1)	0	0	0	0
营运资金变动	(296)	41	234	(212)	(219)
其它	(4)	(7)	3	12	13
经营活动现金流	(47)	231	394	10	66
资本支出	(34)	2	0	0	0
长期投资	0	(10)	0	0	0
其他	(5)	(12)	0	0	0
投资活动现金流	(39)	(20)	0	0	0
债权融资	(0)	0	0	0	0
股权融资	696	0	0	0	0
其他	(430)	(78)	(60)	(48)	(48)
筹资活动现金流	266	(78)	(60)	(48)	(48)
汇率变动影响	0	(0)	0	0	0
现金净增加额	180	133	334	(38)	18

主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	15.2%	-8.2%	-9.8%	30.2%	25.8%
营业利润	24.2%	-26.0%	-14.6%	37.3%	31.0%
归属于母公司净利润	22.3%	-25.8%	-14.4%	37.1%	30.9%
获利能力					
毛利率	34.2%	30.5%	27.3%	28.6%	29.6%
净利率	18.2%	14.7%	13.9%	14.7%	15.3%
ROE	16.8%	9.7%	7.9%	10.3%	12.3%
ROIC	15.9%	10.0%	7.5%	9.8%	11.9%
偿债能力					
资产负债率	31.0%	33.5%	28.3%	32.0%	35.0%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.08	2.86	3.43	3.06	2.81
速动比率	1.85	1.70	2.37	2.01	1.79
营运能力					
应收账款周转率	2.3	2.1	2.1	2.6	2.5
存货周转率	1.1	0.8	0.9	1.1	1.1
总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.5	0.5
每股指标(元)					
每股收益	0.37	0.27	0.23	0.32	0.42
每股经营现金流	-0.07	0.37	0.63	0.02	0.11
每股净资产	2.71	2.88	3.00	3.23	3.55
估值比率					
市盈率	40.5	54.6	63.8	46.5	35.5
市净率	5.5	5.2	5.0	4.6	4.2
EV/EBITDA	30.6	39.7	49.6	37.1	28.6
EV/EBIT	33.1	44.5	56.3	40.7	30.7

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师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具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

