

业绩筑底，看好重组带来的盈利和估值提升

——国睿科技（600562）年报点评

2019 年 04 月 10 日

强烈推荐/维持

国睿科技 财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，公司 2018 年实现营业收入 10.43 亿元，同比下降 9.63%，实现归属母公司股东的净利润 3780 万元，同比下降 77.68%。
- **公司高毛利业务均出现下滑，导致整体毛利大幅下降 12pct。**公司雷达业务营收同比减少了 41%，并且雷达业务毛利率较去年下降了 11pct，主要是由于高毛利的航管雷达整机有较大回落，军用航管雷达只有部分存量订单，新签订单很少。受益于去年新签订单 10 亿元以上，轨交业务同比大幅增长 54%，而且毛利率有小幅增加，主要由于业务体量增加，摊薄了人员、折旧等费用，同时轨交事业部也在大力内部挖潜，包括加强供应链管理和成本管控，降低采购成本和生产制造成本。微波器件方面，军品为 14 所配套的有源器件订单量较 2017 年下降，民品受中兴事件影响，业务规模尚未完全恢复，而且民品市场竞争较为激烈，导致毛利下滑 25pct。特种电源客户需求略有波动，但总量影响不大，由于降低产品固定成本，提高生产效率，毛利率提升了近 2pct。雷达、微波器件和电源业务毛利较高，但均出现下滑，而轨交业务毛利相对较低缺大幅增长，因此拉低了公司整体毛利率 12pct。
- **公司高毛利业务今年回暖，轨交仍有望保持较快增长。**民用航管雷达在去年 9 月中标了珠海等 9 部空管雷达，总额达 1 亿多元；而“十三五”规划军用航管雷达采购较大概率在今年开展，公司雷达业务今年有望回暖。轨交去年新签订单在 10 亿元以上，今年又中标了南昌轨交 3 号线项目总金额 71 亿元，预计今年轨交业务仍将保持较快增长。微波器件业务方面，之前 5G 滤波器、环形器、天线都是在产品研发试制阶段，未来随着产品成熟未来军民需求广泛，将创造可观业绩。公司低压电源配套 14 所及兄弟院所，由于市场竞争激烈毛利较低，之前公司低压电源业务不断缩减，今年公司在保证一定利润水平的前提下逐渐恢复低压电源业务，未来增长可期。
- **重组批准程序正常开展，完成后公司 EPS 有望大幅增厚，同时优质雷达业务也将提升公司估值水平。**公司自 2018 年 11 月公告重组预案以来，公司及各方正在积极推进本次重大资产重组工作，国家主管部门批准的程序在正常履行中。此次注入资产包括国睿防务 100%股权、国睿信维 95%股权和国睿安泰信 59%股权，假定 2018 年注入资产归母净利润为 3.3 亿元，则重组后按 2018 年推算 EPS 有较大提升，为 0.28 元，对应 66 倍 PE；预计 2019 年注入资产的归母净利润为 3.48 亿元，而原有资产营收预计为 1.49 亿元，则 2019 年 EPS 将达到 0.37，对应 PE 为 50 倍。重后的国睿科技主营将从保障雷达转变为防务雷达，估值也将得到显著提升。

陆洲

010-66554142 luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480517080001

王习

010-66554034 Wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480518010001

研究助理：张卓琦

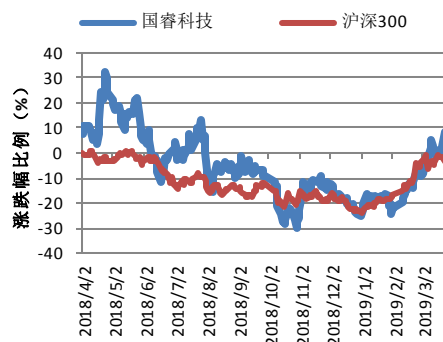
010-66554018 Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480117080010

交易数据

52 周股价区间（元）	11.7-23.4
总市值（亿元）	115
流通市值（亿元）	115
总股本/流通 A 股（万股）	62235/60152
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.27

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

■ **盈利预测与投资评级：**不考虑重组，预计公司原有业务 2019-2021 年实现营业收入分别为 14.04 亿元、17.91 亿、22.24 亿元；归母净利润分别为 1.49 亿元、1.66 亿元和 1.91 亿元；EPS 分别为 0.24 元、0.27 元和 0.31 元，对应 PE 分别为 78X、70X 和 61X。维持“强烈推荐”评级。

■ **风险提示：**雷达订单不及预期，公共安全业务增速不及预期

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,154.45	1,043.30	1,403.71	1,790.64	2,224.13
增长率（%）	-8.24%	-9.63%	34.55%	27.56%	24.21%
净利润（百万元）	169.36	37.80	149.22	165.92	191.00
增长率（%）	-25.84%	-77.68%	294.73%	11.19%	15.11%
净资产收益率（%）	9.47%	2.13%	8.66%	9.97%	11.97%
每股收益(元)	0.35	0.06	0.24	0.27	0.31
PE	53.20	310.33	77.66	69.84	60.67
PB	4.98	6.53	6.73	6.97	7.26

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

1、《国睿科技（600562）事件点评：关于国睿科技的六问六答》2018-11-15

2、《国睿科技（600562）事件点评：14 所新品亮相航展，规模创历年新高》2018-11-07

3、《国睿科技（600562）事件点评：国睿科技重组再分析》2018-11-06

4、《国睿科技（600562）事件点评：注入高收益资产，开启资本运作序幕》2018-11-05

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		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
流动资产合计	2500	2658	3305	4056	4895	营业收入	1154	1043	1404	1791	2224		
货币资金	694	779	1048	1336	1660	营业成本	803	852	1092	1397	1738		
应收账款	503	511	688	877	1089	营业税金及附加	8	4	6	13	16		
其他应收款	17	17	23	29	37	营业费用	29	27	36	46	57		
预付款项	11	10	9	8	6	管理费用	130	59	79	97	120		
存货	1009	999	1281	1638	2038	财务费用	5	0	0	27	50		
其他流动资产	0	57	-127	-323	-544	资产减值损失	-1.42	4.01	4.01	4.01	4.01		
非流动资产合	188	208	187	170	154	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	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
固定资产	126.75	123.57	109.97	96.38	82.79	营业利润	193	40	187	208	239		
无形资产	32	30	27	24	22	营业外收入	0.05	0.18	0.18	0.18	0.18		
其他非流动资	4	4	0	0	0	营业外支出	0.14	0.33	0.33	0.33	0.33		
资产总计	2688	2865	3492	4226	5049	利润总额	193	40	187	207	239		
流动负债合计	875	1065	1744	2539	3430	所得税	23	2	37	41	48		
短期借款	0	0	432	859	1321	净利润	169	38	149	166	191		
应付账款	552	606	766	980	1219	少数股东损益	0	0	0	0	0		
预收款项	98	142	201	277	372	归属母公司净利润	169	38	149	166	191		
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	247	87	203	251	305		
非流动负债合	24	25	25	23	23	EPS (元)	0.35	0.06	0.24	0.27	0.31		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
负债合计	899	1090	1770	2562	3453	成长能力							
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-8.24%	-9.63%	34.55%	27.56%	24.21%		
实收资本(或股	479	622	622	622	622	营业利润增长	-25.99%	-79.13%	363.66%	11.18%	15.10%		
资本公积	495	352	352	352	352	归属于母公司净利	-25.84%	-77.68%	294.73%	11.19%	15.11%		
未分配利润	713	700	245	-260	-841	获利能力							
归属母公司股	1789	1775	1722	1663	1596	毛利率(%)	30.38%	18.34%	22.22%	21.99%	21.87%		
负债和所有者	2688	2865	3492	4226	5049	净利率(%)	14.67%	3.62%	10.63%	9.27%	8.59%		
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)		6.30%	1.32%	4.27%	3.93%		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	9.47%	2.13%	8.66%	9.97%	11.97%		
经营活动现金	231	139	39	117	175	偿债能力							
净利润	169	38	149	166	191	资产负债率(%)	33%	38%	51%	61%	68%		
折旧摊销	49.08	46.87	0.00	13.59	13.59	流动比率	2.86	2.50	1.89	1.60	1.43		
财务费用	5	0	0	27	50	速动比率	1.70	1.56	1.16	0.95	0.83		
应收账款减少	0	0	-177	-190	-212	营运能力							
预收帐款增加	0	0	60	76	94	总资产周转率	0.45	0.38	0.44	0.46	0.48		
投资活动现金	-20	-44	0	-4	-4	应收账款周转率	2	2	2	2	2		
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.59	1.80	2.05	2.05	2.02		
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)							
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	0.35	0.06	0.24	0.27	0.31		
筹资活动现金	-78	-66	229	176	152	每股净现金流(最	0.28	0.05	0.43	0.46	0.52		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	3.74	2.85	2.77	2.67	2.56		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	0	144	0	0	0	P/E	53.20	310.33	77.66	69.84	60.67		
资本公积增加	0	-144	0	0	0	P/B	4.98	6.53	6.73	6.97	7.26		
现金净增加额	133	29	269	289	324	EV/EBITDA	33.31	124.08	53.99	44.34	36.85		

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。

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，从事军工行业研究。

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。