

公司研究/年报点评

2019年04月12日

航天军工/航天军工II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 17.95
合理价格区间(元): 1-1

王宗超 执业证书编号: S0570516100002
研究员 010-63211166
wangzongchao@htsc.com

何亮 执业证书编号: S0570517110001
研究员 heliang@htsc.com

金榜 执业证书编号: S0570517070008
研究员 021-28972092
jinbang@htsc.com

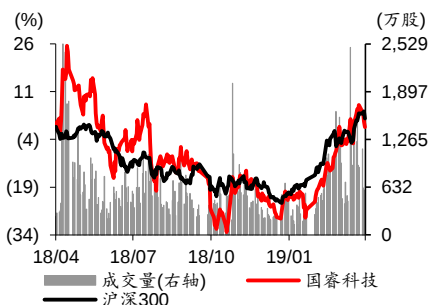
王维 01056793945
联系人 wangwei011620@htsc.com

尹会伟 +86 10 56793930
联系人 yinhuiwei@htsc.com

相关研究

1《国睿科技(600562,买入): 军民融合雷达龙头, 资本运作加快》2018.12

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	622.35
流通A股 (百万股)	601.52
52周内股价区间 (元)	12.01-29.46
总市值 (百万元)	11,171
总资产 (百万元)	2,865
每股净资产 (元)	2.85

资料来源: 公司公告

19 年业绩有望触底回升, 关注资产整合 国睿科技(600562)

2018 年空管雷达及微波器件业务需求不足拖累全年业绩

2018 年公司实现营业收入 10.43 亿元, 同比减少 9.63%; 实现归母净利润 0.38 亿元, 同比减少 77.68%, 符合业绩预告区间。毛利率为 18.38%, 同比下滑 12.08 个百分点。我们认为, 全年营业收入下滑主要系雷达整机与相关系统业务、微波器件业务需求不足所致。业绩大幅下滑主要系业务结构变化导致整体毛利率下滑, 低毛利的轨道交通系统收入占营业总收入比例达 44%, 较上年同期增加 18 个百分点。我们预计, 公司 2019-2021 年实现 EPS 分别为 0.16、0.19 和 0.23 元/股。维持“买入”评级。

雷达业务: 空管雷达新签合同仍未明显改善, 气象雷达较为平稳

2018 年雷达整机和子系统业务实现收入 2.62 亿元, 同比下滑-41.45%, 毛利率为 22.73%, 同比下滑 11 个百分点。虽然 2018 年 9 月公司中标 9 套民航一二次雷达, 总金额 1.04 亿元, 但是空管雷达招标重启进度仍低预期。毛利率下滑也是因为高毛利的空管雷达占收入比重持续收缩。报告期内公司中标上海市、成都天府国际机场、国家气候中心等多个气象预测预报重点项目, 坚定不移地向整体解决方案提供商转型, 并且取得某基地低空监视雷达订单, 开拓了新领域市场。

微波组件业务: 军品配套订单量不及预期, 民用静待 5G 东风

2018 年微波组件业务实现营业收入 2.37 亿元, 同比下滑 22.07%, 毛利率为 8.93%, 同比下滑 25 个百分点。报告期内业绩下滑较多, 主要系军用器件主要客户需求不足, 较之 2018 年年初向十四所等销售商品和提供服务关联交易指引 4.57 亿元 (包含轨交业务 2.08 亿元), 仅完成 3.32 亿元。毛利率下滑较多主要是因为民品业务市场竞争激烈, 叠加中兴事件影响较大。我们还是看好在军队信息化建设加快背景下, 军用雷达列装需求旺盛, 带动军用微波组件业务逐步恢复。民品领域, 公司开展 5G 基站滤波器、MIMO 天线技术和 5G 通讯环行器技术研发, 为未来开展 5G 业务打下基础。

轨道项目进入集中供货阶段, 特种电源业务略有波动

2018 年轨道交通业务实现营业收入 4.58 亿元, 同比增长 53.77%, 毛利率为 12.66%, 同比增加 1 个百分点。报告期公司轨道交通在建项目达近年来峰值, 全年交付计划完成率 100%, 新中标苏州 5 号线, 南京 7 号线、1 号线北延、2 号线西延及 5 号线等信号系统项目, 在手订单充裕。特种电源业务实现营业收入 0.85 亿元, 同比下滑 17.14%, 毛利率为 61.56%, 增加两个百分点, 积极开拓高性能低压军品电源市场。

背靠十四所平台价值凸显, 看好公司资本运作加快, 维持“买入”评级

2018 年 11 月, 公司公告拟注入十四所旗下 68.56 亿元资产, 助力公司雷达业务产业化和智能制造业务拓展, 目前正在稳步推进。考虑到空管雷达和军品微波器件订单不确定性较大, 以及业务结构调整带来的毛利率下滑, 我们调整公司 2019-2021 年业绩: 分别实现营业收入 13.89 亿元 (下调 8.6%)、16.33 亿元 (下调 11.1%) 和 19.26 亿元, 归母净利润 1.02 亿元 (下调 48%)、1.17 亿元 (下调 48%) 和 1.41 亿元。维持“买入”评级。

风险提示: 军费增长大幅低于预期、武器装备研制进度不达预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,154	1,043	1,389	1,633	1,926
+/-%	(8.24)	(9.63)	33.13	17.60	17.91
归属母公司净利润 (百万元)	169.36	37.80	102.45	116.80	141.41
+/-%	(25.84)	(77.68)	171.00	14.01	21.07
EPS (元, 最新摊薄)	0.27	0.06	0.16	0.19	0.23
PE (倍)	67.06	300.44	110.87	97.24	80.32

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

关键假设调整如下：

1、雷达整机和子系统业务：2018 年，空管雷达新签订单仍未明显改善，仅 9 月中标 1.04 亿元。我们认为，空管雷达招标重启，行业寒冬已经过去，但是回暖进度不确定，截至目前仍低预期。这不仅造成雷达业务整体规模增速放缓，同时高毛利空管雷达收入占比收缩拉低整体毛利率。因此，我们调整 2019-2021 年雷达业务营业收入增速分别为 33%（前值 15%，提升 17 个百分点系 2018 年基数低影响）、-2%（前值 20%，下调 22 个百分点）和 9%。调整 2019-2021 年毛利率分别为 30%（前值 34%，下调 4 个百分点）、30%（前值 34%，下调 4 个百分点）和 31%。

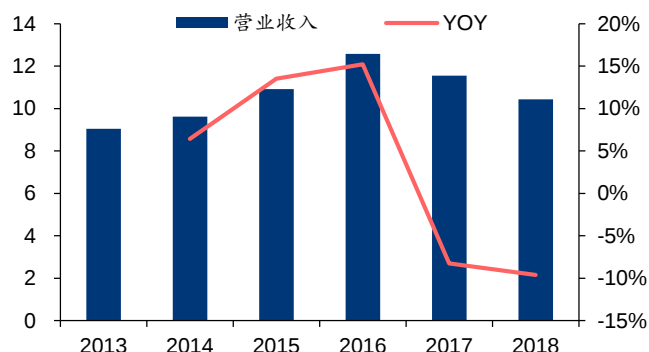
2、微波组件业务：2018 年军品微波器件客户需求不足，较之 2018 年年初向十四所等销售商品和提供服务关联交易指引 4.57 亿元（包含轨交业务 2.08 亿元），仅完成 3.32 亿元。民品业务市场竞争激烈，叠加中兴事件影响较大，毛利率大幅下滑。我们预计 2019-2021 年在军队信息化建设加快背景下，军用微波组件配套订单有望逐步恢复，民品受益 5G 东风或有高速增长。考虑到民品占收入比重持续提升，毛利率或将难以恢复至 2017 年 30% 以上的水平。因此，我们调整 2019-2021 年微波组件业务营业收入增速分别为 15%（前值 15%）、25%（前值 15%，上调 10 个百分点）和 24%。调整毛利率分别为 13%（前值 34%，下调 21 个百分点）、13%（35%，下调 22 个百分点）、13%。

3、轨道交通业务、特种电源业务、三费费率维持原先假设。

我们认为，公司是国内雷达领导企业，技术资质行业领先，军民业务前景广阔。考虑到空管雷达招标虽有回暖，但进度低于预期；微波器件军品订单逐步恢复，未来 5G 民品有望形成大增长点，民品占比提高导致整体毛利率或将低于 17 年之前的水平；轨交业务收入占比持续提升，整体毛利率或将低于 17 年之前的水平。我们调整公司 2019-2021 年业绩：分别实现营业收入 13.89 亿元（前值 15.20 亿元，下调 8.6%）、16.33 亿元（18.36 亿元，下调 11.1%）和 19.26 亿元，分别实现归母净利润 1.02 亿元（前值 1.97，下调 48%）、1.17 亿元（前值 2.23，下调 48%）和 1.41 亿元。综合来看，预计 2019 年开始公司业绩有望触底回升。

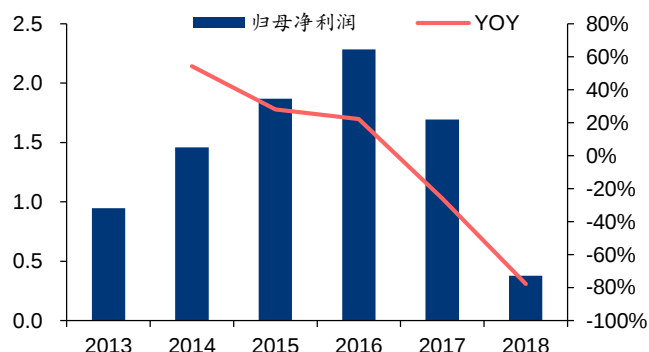
2018 年 11 月，公司公告 68.56 亿元资产收购预案。若此次重组顺利，按照收购公告对标的公司利润口径初步测算，上市公司 2019-2021 年归母净利润预计分别增加 3.49 亿、3.79 亿元和 4.49 亿元。我们看好公司未来 3-5 年受益于国防信息化装备加速列装和后续资产注入进展。维持“买入”评级。

图表1：国睿科技历年营业收入及增速（单位：亿元）



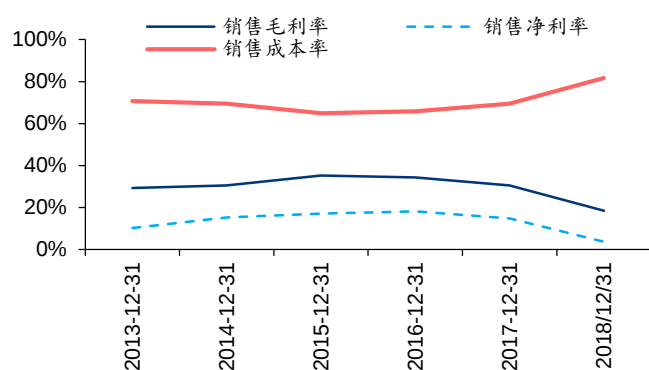
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：国睿科技历年归母净利润及增速（单位：亿元）



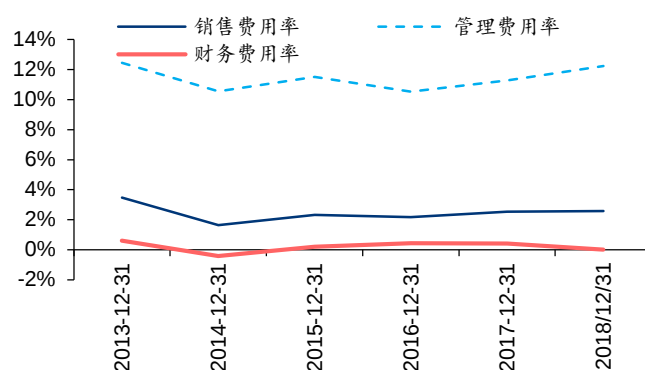
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3： 国睿科技历年业绩指标



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

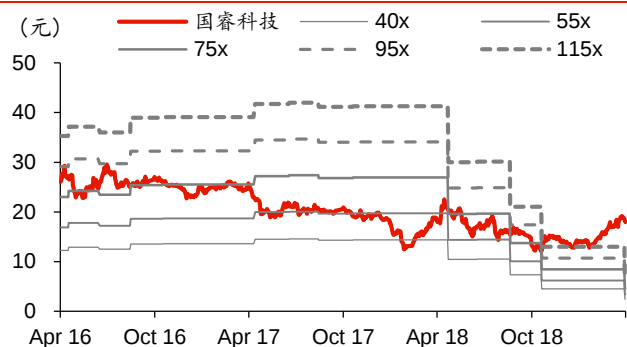
图表4： 国睿科技历年三费率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

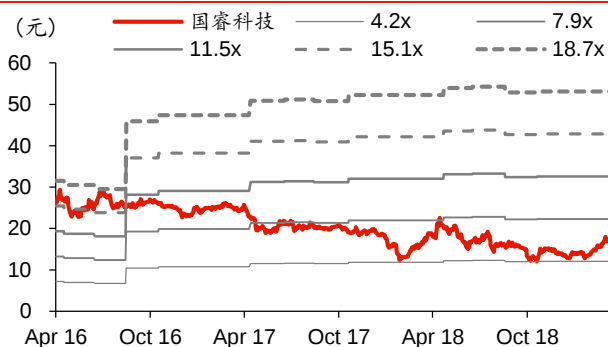
PE/PB - Bands

图表5： 国睿科技历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6： 国睿科技历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,500	2,658	3,061	3,540	4,028
现金	693.75	778.67	712.53	731.44	733.01
应收账款	503.00	511.05	634.94	758.73	898.04
其他应收账款	16.68	17.14	20.25	24.81	29.27
预付账款	10.66	9.86	14.79	16.72	19.63
存货	1,009	998.83	1,304	1,560	1,820
其他流动资产	267.24	342.19	374.43	448.38	527.68
非流动资产	187.72	207.71	175.56	160.24	143.15
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	126.75	123.57	114.36	105.57	97.08
无形资产	31.86	29.56	20.61	10.28	0.32
其他非流动资产	29.11	54.58	40.59	44.40	45.75
资产总计	2,688	2,865	3,237	3,700	4,171
流动负债	875.49	1,065	1,334	1,696	2,040
短期借款	0.00	0.00	112.62	217.99	310.56
应付账款	715.11	845.21	946.81	1,189	1,391
其他流动负债	160.38	219.69	274.37	289.20	338.96
非流动负债	23.60	25.23	25.06	24.67	24.92
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	23.60	25.23	25.06	24.67	24.92
负债合计	899.08	1,090	1,359	1,721	2,065
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	478.73	622.35	622.35	622.35	622.35
资本公积	495.27	351.65	351.65	351.65	351.65
留存公积	814.72	801.30	903.75	1,005	1,132
归属母公司股东权益	1,789	1,775	1,878	1,979	2,106
负债和股东权益	2,688	2,865	3,237	3,700	4,171

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	231.48	138.64	(212.40)	(81.03)	(79.71)
净利润	169.36	37.80	102.45	116.80	141.41
折旧摊销	25.20	26.66	23.04	24.08	24.93
财务费用	4.76	(0.02)	(26.66)	(17.54)	(10.57)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	31.25	70.62	(324.56)	(215.66)	(249.54)
其他经营现金	0.91	3.57	13.32	11.29	14.07
投资活动现金	(20.24)	(43.99)	6.98	(7.51)	(7.18)
资本支出	9.68	23.61	5.62	6.72	7.85
长期投资	10.53	20.38	(11.89)	2.56	0.70
其他投资现金	(0.03)	0.00	0.71	1.77	1.37
筹资活动现金	(78.24)	(65.90)	139.28	107.46	88.45
短期借款	0.00	0.00	112.62	105.37	92.57
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	143.62	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(143.62)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(78.24)	(65.90)	26.66	2.09	(4.12)
现金净增加额	132.54	29.25	(66.14)	18.92	1.56

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,154	1,043	1,389	1,633	1,926
营业成本	802.75	851.53	1,099	1,306	1,532
营业税金及附加	8.25	4.24	7.74	8.71	10.02
营业费用	29.37	26.92	37.22	35.94	38.52
管理费用	56.64	58.92	155.56	174.78	202.23
财务费用	4.76	(0.02)	(26.66)	(17.54)	(10.57)
资产减值损失	(1.42)	4.01	6.00	9.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	192.95	40.26	110.38	116.18	143.75
营业外收入	0.05	0.18	3.04	12.00	11.00
营业外支出	0.14	0.33	0.23	0.25	0.26
利润总额	192.86	40.11	113.19	127.93	154.50
所得税	23.50	2.31	10.74	11.12	13.09
净利润	169.36	37.80	102.45	116.80	141.41
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	169.36	37.80	102.45	116.80	141.41
EBITDA	222.91	66.91	106.76	122.71	158.10
EPS (元, 基本)	0.35	0.06	0.16	0.19	0.23

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	(8.24)	(9.63)	33.13	17.60	17.91
营业利润	(25.99)	(79.13)	174.16	5.25	23.74
归属母公司净利润	(25.84)	(77.68)	171.00	14.01	21.07
获利能力 (%)					
毛利率	30.47	18.38	20.90	20.02	20.45
净利率	14.67	3.62	7.38	7.15	7.34
ROE	9.47	2.13	5.46	5.90	6.72
ROIC	15.94	3.91	5.99	6.21	7.31
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.45	38.04	41.98	46.51	49.51
净负债比率 (%)	0	0	8.29	12.67	15.04
流动比率	2.86	2.50	2.30	2.09	1.97
速动比率	1.70	1.56	1.32	1.17	1.08
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.38	0.46	0.47	0.49
应收账款周转率	2.10	1.88	2.22	2.14	2.13
应付账款周转率	1.52	1.09	1.23	1.22	1.19
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.06	0.16	0.19	0.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.22	(0.34)	(0.13)	(0.13)
每股净资产(最新摊薄)	2.87	2.85	3.02	3.18	3.38
估值比率					
PE (倍)	67.06	300.44	110.87	97.24	80.32
PB (倍)	6.35	6.40	6.05	5.74	5.39
EV_EBITDA (倍)	47.29	157.56	98.75	85.91	66.68

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%-5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com