

重组取得突破性进展，优质资产助力业绩提升

2019年05月14日

强烈推荐/维持

国睿科技

事件点评

——国睿科技（600562）事件点评

姓名	分析师 陆洲	执业证书编号：S1480517080001
	Email: luzhou@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554142
姓名	分析师 王习	执业证书编号：S1480518010001
	Email: wangxi@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554034
姓名	研究助理 张卓琦	执业证书编号：S1480117080010
	Email: Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554018

事件：

公司公告称本次重组方案进行了调整，拟发行股份收购国睿防务 100% 股权，发行股份及支付现金收购国睿信维 95% 股份，但不再收购国睿集团、睿弘毅合计持有的国睿安泰信 59% 股份。

公司公告称本次交易预案已经上市公司第八届董事会第二次会议审议通过，并已获得国务院国资委的原则性同意，本次交易标的之一国睿防务涉及的资产划转事项已取得财政部批准。

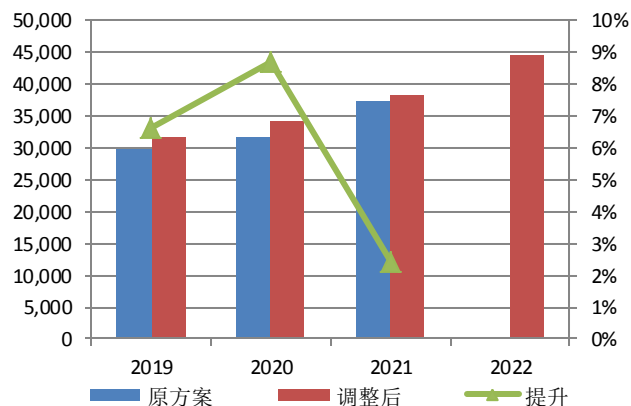
观点：

➤ 公司重组方案取得了突破性进展，军工核心资产注入获得肯定

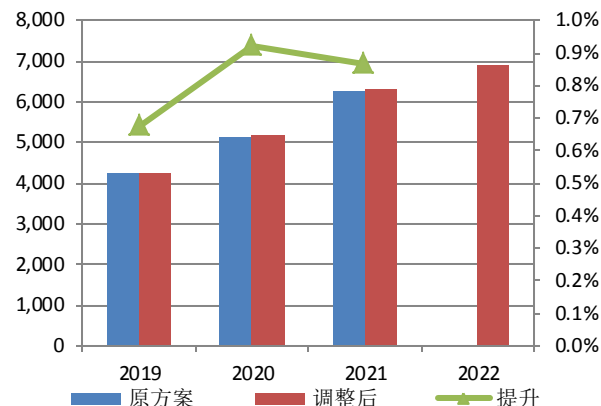
新方案排除了收入和利润规模最小的国睿安泰信（因总经理交通意外去世带来经营风险）。国睿安泰信主要从事电子信息产品的测试与综合保障设备等产品的研制、生产、销售及服务，按照原方案国睿安泰信 2019 年净利润预测只有 1680 万元，所以方案排除该标的对公司未来盈利并无实质影响。

新方案上调国睿防务净利润预测。2019 年由 2.98 亿元提升到 3.18 亿元（+6.6%），2020 年由 3.16 亿元提升到 3.44 亿元（+8.7%），2021 年由 3.73 亿元提升到 3.82 亿元（+2.5%）。同时国睿防务的评估价上调至 63.19 亿元。国睿防务的雷达产品涵盖 14 所已获得出口许可的全部外销型号以及对应的内销型号，盈利能力较强，此次上调净利润也显示了 14 所对该资产未来盈利的信心。

获得国资委和财政部批准。本次重组方案已获得国务院国资委的原则性同意，并且最重要的交易标的之一国睿防务的资产划转事项已取得财政部批准，说明重组取得突破性进展。未来还需通过国防科工局的军工事项审查，国资委的备案和最终批准，以及证监会的核准。

图 1:国睿防务净利润估算调整


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2:国睿信维净利润估算调整


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

➤ **此次注入完成后，公司盈利能力大幅提升，估值将降到 40 倍以下。**

2019 年公司原有业务盈利水平将有所恢复。公司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。公司轨交业务去年新签订单在 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、天线都处于产品研发试制阶段，未来随着产品成熟未来军民需求广泛，将创造可观业绩。我们预测公司 2019 年原有业务归母净利润有望实现 1.46 亿元。

考虑注入资产盈利带来 EPS 增厚，公司估值将在 40 倍以下。参照 2019 年国睿防务和国睿信维的净利润预测，以及公司的盈利预测，考虑发行股份购买资产和发行股份配套融资，公司 2019 年备考 EPS 为 0.39 元，按照 5 月 13 日收盘价 15.51 元计算，PE 为 39.8 倍。

表 1:公司资产注入完成后 2018 年财务数据追溯

项目	2018 年 12 月 31 日/2018 年度	
	交易完成后	交易完成前
总资产 (万元)	533,937.68	286,543.42
归属于母公司的所有者权益 (万元)	350,667.95	177,530.12
营业收入 (万元)	286,626.24	104,329.67
归属母公司所有者的净利润 (万元)	31,678.38	3,780.38
基本每股收益 (元/股)	0.26	0.06

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

➤ **公司积极推动重组符合监管部门的政策导向，也强化了军工行业重组预期**

公司重组方案发布点燃了军工重组预期，也标志着电科集团核心军品注入上市公司拉开序幕。本次注入的国睿防务是优质的军工核心资产，其重组上市对电科系、航天系等军工科研院所资产证券化具有较强的示范作用。建议关注四创电子、中国卫星、航天长峰、杰赛科技、ST 嘉陵等潜在重组标的。

表 2: 近期军工重组方案汇总

公司	所属集团	市值 (亿元)	公告时间	涉及资产	涉及资产规模 (亿元)	是否构成 重大重组
中国海防	中船重工集团	106	2018/9/15	海声科技 100.00%股权、辽海装备 100.00%股权、杰瑞控股 100.00%股权、杰瑞电子 54.08%股权、青岛杰瑞 62.48%股权、中船永志 49.00%股权	67.5	是
国睿科技	中电科集团	97	2018/11/5	国睿防务 100%股权、国睿信维 95%股权	68.6	是
洪都航空	航空工业集团	101	2018/11/15	置出部分零部件制造业务及资产，拟置入洪都集团相关防务产品业务及资产	--	否
中国船舶	中船工业集团	286	2019/4/5	置入资产：江南造船部分股权； 置出资产：沪东重机 100%股权； 发行股份购买：江南造船剩余股权，外高桥造船 36.27%股权和中船澄西 21.46%股权，广船国际 76.42%股权和黄埔文冲 69.02%股权。	约 241.43	是
中船防务	中船工业集团	198	2019/4/5	置入资产：中船动力有限公司 100%股权、中船动力研究院有限公司 51%股权、上海中船三井造船柴油机有限公司 15%股权、沪东重机有限公司 100%股权； 置出资产：广船国际部分股权、黄埔文冲部分股权。	约 111.24	是

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

结论：

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 1.46 亿元、1.66 亿元和 1.91 亿元；EPS 分别为 0.23 元、0.27 元和 0.31 元，对应 PE 分别为 66X、58X 和 51X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：资产注入进度不及预期，雷达订单恢复不及预期，公共安全业务收入确认不及预期。

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	4	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
非流动资产合计	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	183	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
其他非流动资产	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	183	207	239
流动负债合计	875	1065	1743	2538	3429	所得税	23	2	37	41	48
短期借款	0	0	431	858	1320	净利润	169	38	146	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	146	166	191
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	247	87	203	251	305
非流动负债合计	24	25	25	23	23	EPS (元)	0.35	0.06	0.23	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	1769	2561	3452	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%	354.26%	13.52%	15.10%
资本公积	495	352	352	352	352	归属于母公司净利润	-25.84%	-77.68%	286.72%	13.53%	15.11%
未分配利润	713	700	255	-251	-832	获利能力					
归属母公司股东	1789	1775	1723	1664	1597	毛利率(%)	30.38%	18.34%	22.22%	21.99%	21.87%
负债和所有者权	2688	2865	3492	4226	5049	净利率(%)	14.67%	3.62%	10.41%	9.27%	8.59%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元							6.30%	1.32%	4.19%	3.93%	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	9.47%	2.13%	8.48%	9.97%	11.97%
经营活动现金流	231	139	40	117	175	偿债能力					
净利润	169	38	146	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	1.90	1.60	1.43
财务费用	5	0	4	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					
预收账款增加	0	0	60	76	94	总资产周转率	0.45	0.38	0.44	0.46	0.48
投资活动现金流	-20	-44	0	-4	-4	应收账款周转率	2	2	2	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.59	1.80	2.05	2.05	2.02
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.35	0.06	0.23	0.27	0.31
筹资活动现金流	-78	-66	229	176	152	每股净现金流(最新	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(最新摊	3.74	2.85	2.77	2.67	2.57
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	44.31	258.50	66.03	58.16	50.52
资本公积增加	0	-144	0	0	0	P/B	4.15	5.44	5.60	5.80	6.05
现金净增加额	133	29	269	289	324	EV/EBITDA	27.28	101.87	44.46	36.61	30.50

资料来源: 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，关注新三板、军工领域。

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。