

# 尤洛卡 (300099.SZ) 仪器仪表行业

评级：买入 上调评级

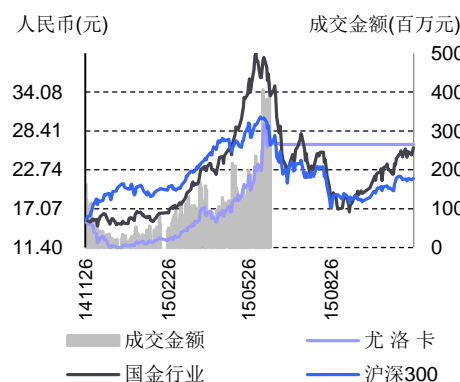
公司点评

市场价格 (人民币): 26.45 元  
目标价格 (人民币): 40.00-50.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	107.97
总市值(百万元)	5,676.16
年内股价最高最低(元)	29.32/11.40
沪深 300 指数	3781.61



## 相关报告

1. 《煤矿安全行业龙头，转型升级预期较强-尤洛卡公司研究简报》，2015.6.23

**潘贻立** 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004  
(8621)60230252  
panyili@gjzq.com.cn

**徐才华** 联系人  
(8610)66216932  
xucaihua@gjzq.com.cn

**沈伟杰** 联系人  
(8621)60870933  
shenweijie@gjzq.com.cn

## 收购师凯科技涉足光学制导，军工战略转型方向确定

### 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.327	0.023	0.048	0.429	0.554
每股净资产(元)	3.68	3.85	3.77	3.90	4.15
每股经营性现金流(元)	0.21	-0.07	0.28	-0.61	0.14
市盈率(倍)	38.61	495.31	553.74	61.83	47.88
行业优化市盈率(倍)	71.90	105.10	234.77	234.77	234.77
净利润增长率(%)	-30.37%	-92.68%	107.78%	795.57%	29.13%
净资产收益率(%)	8.88%	0.60%	1.27%	11.01%	13.35%
总股本(百万股)	206.70	214.60	214.60	214.60	214.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 公告简评

■ **收购师凯科技复牌:** 公司拟以 7.5 亿元的购买长春师凯科技产业有限责任公司 100% 股权，并募集配套资金不超过 1.8 亿元。通过此次发行，上市公司将涉足军工武器装备中光电技术产业。公司将于 11 月 26 日复牌。

### 投资逻辑

■ **在煤炭行业景气度持续下滑的大背景下，公司提出了两个转型：1) 产品转型，推出煤矿生产、运输和重大灾害防治等领域的新产品，逐步形成小规模应用；2) 产业转型；收购师凯科技 100% 的股权，军民融合标的。**此次拟收购师凯科技为国家级高新技术企业，主要从事军工武器装备中光电技术的研发、集成和生产，具备军品二级资质，主要产品为对移动目标（坦克、舰艇、直升机等）进行精准打击的导弹制导系统，包括移动式制导系统、手持式制导系统及相关备件等。公司目前主要产品已经定型并列装，具备批量生产能力，已形成规模化销售。公司背景为长春光电技术研究所的技术管理人员早年响应国家号召，自主创业将科技创新转化为生产力。制导系统主要应用集合作战和移动装备上，军品采购在单一型号导弹定型时需要对产品进行招标。师凯的实力主要体现在软件和光学镜头等关键部分的研发集成能力上，光学制导技术是其核心竞争力。完成被收购后在机械加工产能提升上可能与上市公司实现一定程度契合。

■ **制导系统相关产品广泛应用于国防军事领域，已成为现代国防不可缺少的高端国防装备。**当前，随着高科技的运用，世界国防军事领域，传统的战争模式正逐步向信息化、网络化和一体化战争模式过渡，高科技国防装备在现代战争中日显重要。随着我国国防现代化战略和科技强军政策的推行和实施，为提高我国整体国防力量，我国国防投入不断加大，这其中很大一部分将用于对高精尖国防装备的采购。光电测控仪器设备产品作为重要的高科技国防装备，长期保持着旺盛的市场需求，市场容量大。师凯科技原有光学制导产品售价约为 30 万元/套，净利率高达 50%。新一代产品目前已通过列装并参与招标，利润率较原有产品略低，但预计订单规模会有所加大。根据财务资料显示，师凯科技 2013 年、2014 年和 2015 年 1-9 月分别实现营业收入 12,164.95 万元、10,352.23 万元和 6,849.43 万元，实现净利润 5,258.50 万

元、5,149.27 万元和 3,165.58 万元。师凯科技拟 2015 年度、2016 年度、2017 年度和 2018 年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别不低于 5,000 万元、6,000 万元、7,300 万元和 8,600 万元，承诺 2015 年至 2018 年实现的净利润合计不低于 26,900 万元。公司收入规模预计未来几年利润有望实现 20%左右的平均增速。公司截止 9 月 30 日的账面净资产为 1.65 亿元（未经审计），公司此次交易拟收购师凯科技 100%股权，增发价定在 15.9 元，为停牌前 120 天均值，项目估值 7.5 亿元，其中 1.5 亿元以现金对价支付，按当前价格相当于增加 10 亿左右市值。尤洛卡目前账上现金 2 亿元，还有不超过 1.8 亿元的募集配套预案。公司此次主要实现换股收购，会派驻董事，公司军工业务未来计划继续做大，会往军工方向加速外延，打通产业链。

- **公司技术实力突出，近年来业绩下滑主要受下游需求缩减所致：**公司是国内煤矿安全行业的龙头企业。主营产品涉及安全监测多个领域，其煤矿顶板安全监测仪器与系统占据细分行业龙头地位。近年来，受下游煤炭行业景气度下滑的原因，行业投资和盈利均大幅度萎缩，公司业绩遭遇了较大幅度下滑。公司积极寻求外延式转型发展，已收购师凯科技布局军工产业为切入点，摆脱受单一行业煤炭行业影响的局面。
- **2013 年底收购北京子公司富华宇祺，未来将切入工业网络和大数据系统集成等领域：**富华宇祺是国内少数几家能够提供先进的系统化矿山井下通信产品的厂商，客户以央企和国有大中型矿山企业为主，产品品种的全面程度在行业内处于领先地位。由于其同样遭遇煤炭行业下滑的原因，2014 下半年度开始谋求转型，成功切入轨交、公交信息化领域，未来将加大铁路（高铁）、公交巴士 WIFI 系统的研发力度，打造行业领先的旅客列车 WIFI 网络系统解决方案，同时与国际公司合作开拓国内数据分析市场业务，主要针对地铁大数据进行深挖市场，预计相关的业务拓展将在 2015 年取得成效。

#### 盈利预测及投资建议

- 按证监会过会正常流程，16 年业绩预测按明年 3 月过会军工业务并表，16 年业绩的报表需要根据时间调整；我们预测公司 2015-2017 年的主营业务收入分别为 202 百万元、434 百万元和 530 百万元，分别同比增长 12.8%，114.9%和 22.1%；归属于母公司净利润分别为 10 百万元、92 百万元和 119 百万元，EPS 分别为 0.048 元、0.429 元和 0.554 元。
- 公司迫于行业景气度低迷的原因开拓新市场、寻找新出路，通过此次交易切入军工光电产业，有利于优化上市公司业务结构，提升自身科技创新能力，加快向军工方向的转型升级，盈利能力和可持续发展能力有望好转。给予公司“买入”评级。

#### 风险

- 军工产业国家投入力度不达预期，军改布局后招投标订单滞后等风险；此次非公开发行配套融资失败的风险；公司转型新业务拓展进度不达预期。

图表 1: 公司主营业务收入预测拆分

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>煤矿顶板安全监测系统及相关仪器仪表</b>						
销售收入 (百万元)	148.80	134.21	100.13	90.00	85.00	80.00
增长率 (YOY)	8.04%	-9.81%	-25.39%	-10.12%	-5.56%	-5.88%
毛利率	82.25%	78.70%	81.55%	79.00%	78.00%	77.00%
销售成本 (百万元)	26.41	28.59	18.47	18.90	18.70	18.40
增长率 (YOY)	4.50%	8.23%	-35.38%	2.31%	-1.06%	-1.60%
毛利 (百万元)	122.39	105.62	81.66	71.10	66.30	61.60
增长率 (YOY)	8.83%	-13.70%	-22.69%	-12.93%	-6.75%	-7.09%
占总销售额比重	76.31%	77.19%	55.93%	44.55%	19.59%	15.09%
占主营业务利润比重	81.94%	81.11%	71.02%	62.68%	29.59%	23.06%
<b>3G无线通信系统</b>						
销售收入 (百万元)			36.67	40.00	50.00	60.00
增长率 (YOY)				9.08%	25.00%	20.00%
毛利率			62.92%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本 (百万元)			13.60	16.00	20.00	24.00
增长率 (YOY)				17.67%	25.00%	20.00%
毛利 (百万元)			23.07	24.00	30.00	36.00
增长率 (YOY)				4.02%	25.00%	20.00%
占总销售额比重			20.48%	19.80%	11.52%	11.32%
占主营业务利润比重			20.07%	21.16%	13.39%	13.48%
<b>铁路数据网改造</b>						
销售收入 (百万元)			22.91	50.00	120.00	150.00
增长率 (YOY)				118.25%	140.00%	25.00%
毛利率			26.86%	27.00%	29.00%	29.00%
销售成本 (百万元)			16.76	36.50	85.20	106.50
增长率 (YOY)				117.83%	133.42%	25.00%
毛利 (百万元)			6.15	13.50	34.80	43.50
增长率 (YOY)				119.38%	157.78%	25.00%
占总销售额比重			12.80%	24.75%	27.65%	28.30%
占主营业务利润比重			5.35%	11.90%	15.53%	16.29%
<b>军工</b>						
销售收入 (百万元)					140.00	190.00
增长率 (YOY)					#DIV/0!	35.71%
毛利率					60.00%	60.00%
销售成本 (百万元)					56.00	76.00
增长率 (YOY)					#DIV/0!	35.71%
毛利 (百万元)					84.00	114.00
增长率 (YOY)					#DIV/0!	35.71%
占总销售额比重					5600.00%	7600.00%
占主营业务利润比重					240.00%	325.71%
<b>其他业务</b>						
销售收入 (百万元)	46.20	39.65	19.33	22.00	39.00	50.00
增长率 (YOY)	27.80%	-14.18%	-51.25%	13.81%	77.27%	28.21%
毛利率	58.40%	62.04%	21.21%	22.00%	23.00%	24.00%
销售成本 (百万元)	19.22	15.05	15.23	17.16	30.03	38.00
增长率 (YOY)	36.60%	-21.70%	1.20%	12.67%	75.00%	26.54%
毛利 (百万元)	26.98	24.60	4.10	4.84	8.97	12.00
增长率 (YOY)	22.19%	-8.82%	-83.33%	18.05%	85.33%	33.78%
占总销售额比重	23.69%	22.81%	10.80%	10.89%	8.99%	9.43%
占主营业务利润比重	18.06%	18.89%	3.57%	4.27%	4.00%	4.49%
销售总收入 (百万元)	195.00	173.86	179.04	202.00	434.00	530.00
销售总成本 (百万元)	45.63	43.64	64.06	88.56	209.93	262.90
毛利 (百万元)	149.37	130.22	114.98	113.44	224.07	267.10
平均毛利率	76.60%	74.90%	64.22%	56.16%	51.63%	50.40%

来源: 国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>195</b>	<b>174</b>	<b>179</b>	<b>202</b>	<b>434</b>	<b>530</b>	货币资金	303	245	251	336	220	250
增长率		-10.8%	3.0%	12.8%	114.9%	22.1%	应收款项	185	193	266	237	486	594
主营业务成本	-46	-44	-64	-89	-210	-263	存货	30	38	62	68	161	202
%销售收入	23.4%	25.1%	35.8%	43.8%	48.4%	49.6%	其他流动资产	66	96	24	26	37	42
毛利	149	130	115	113	224	267	流动资产	584	572	603	667	904	1,087
%销售收入	76.6%	74.9%	64.2%	56.2%	51.6%	50.4%	%总资产	73.1%	71.1%	64.6%	70.2%	76.3%	78.6%
营业税金及附加	-3	-3	-2	-2	-3	-4	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.7%	1.6%	1.1%	1.1%	0.8%	0.8%	固定资产	135	153	177	154	154	163
营业费用	-40	-38	-47	-44	-56	-64	%总资产	16.8%	19.0%	18.9%	16.2%	13.0%	11.8%
%销售收入	20.7%	21.8%	26.4%	22.0%	13.0%	12.0%	无形资产	61	71	141	117	115	122
管理费用	-28	-30	-44	-44	-56	-69	非流动资产	215	232	330	283	281	297
%销售收入	14.4%	17.1%	24.6%	22.0%	13.0%	13.0%	%总资产	26.9%	28.9%	35.4%	29.8%	23.7%	21.4%
息税前利润 (EBIT)	78	60	22	22	108	130	<b>资产总计</b>	<b>800</b>	<b>804</b>	<b>933</b>	<b>950</b>	<b>1,185</b>	<b>1,384</b>
%销售收入	39.8%	34.4%	12.1%	11.1%	24.8%	24.6%	短期借款	0	0	0	0	57	149
财务费用	10	9	9	6	4	-2	应付款项	43	32	71	73	164	204
%销售收入	-5.2%	-4.9%	-4.8%	-3.0%	-0.9%	0.4%	其他流动负债	12	11	14	44	101	109
资产减值损失	-4	-6	-32	-26	-17	-3	流动负债	54	43	85	117	321	463
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	3	1	3	3	3	其他长期负债	0	0	1	0	0	0
%税前利润	2.8%	4.3%	14.2%	19.9%	2.8%	2.2%	<b>负债</b>	<b>54</b>	<b>43</b>	<b>86</b>	<b>117</b>	<b>321</b>	<b>463</b>
营业利润	87	66	0	5	98	129	<b>普通股股东权益</b>	<b>745</b>	<b>761</b>	<b>827</b>	<b>809</b>	<b>837</b>	<b>892</b>
营业利润率	44.6%	37.8%	0.1%	2.5%	22.6%	24.3%	少数股东权益	0	0	21	24	27	30
营业外收支	23	8	10	10	10	10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>800</b>	<b>804</b>	<b>933</b>	<b>950</b>	<b>1,185</b>	<b>1,384</b>
税前利润	110	74	10	15	108	139							
利润率	56.3%	42.3%	5.5%	7.5%	24.9%	26.2%	<b>比率分析</b>						
所得税	-13	-6	-1	-2	-13	-17		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税率	11.5%	8.0%	12.3%	12.0%	12.0%	12.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	97	68	9	13	95	122	每股收益	0.940	0.327	0.023	0.048	0.429	0.554
少数股东损益	0	0	4	3	3	3	每股净资产	7.209	3.682	3.853	3.771	3.900	4.155
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>97</b>	<b>68</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>92</b>	<b>119</b>	每股经营现金净流	0.384	0.208	-0.072	0.283	-0.610	0.142
净利率	49.8%	38.9%	2.8%	5.1%	21.2%	22.5%	每股股利	0.000	0.300	0.800	0.130	0.300	0.300
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	13.03%	8.88%	0.60%	1.27%	11.01%	13.35%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	12.15%	8.41%	0.53%	1.08%	7.78%	8.60%
净利润	97	68	9	13	95	122	投入资本收益率	9.21%	7.23%	2.25%	2.36%	10.30%	10.72%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	13	18	47	42	34	22	主营业务收入增长率	12.14%	-10.84%	2.98%	12.82%	114.85%	22.12%
非经营收益	-4	-4	-3	-14	-11	-6	EBIT 增长率	-0.83%	-22.85%	-63.70%	2.90%	382.40%	20.97%
营运资金变动	-67	-39	-68	19	-249	-107	净利润增长率	12.58%	-30.37%	-92.68%	107.78%	795.57%	29.13%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>40</b>	<b>43</b>	<b>-15</b>	<b>61</b>	<b>-131</b>	<b>30</b>	总资产增长率	5.76%	0.58%	16.07%	1.80%	24.71%	16.80%
资本开支	-43	-31	-23	22	-15	-25	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	-20	70	0	0	0	应收账款周转天数	219.7	318.6	411.5	380.0	360.0	360.0
其他	72	3	2	3	3	3	存货周转天数	228.3	285.5	286.0	280.0	280.0	280.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>30</b>	<b>-49</b>	<b>49</b>	<b>25</b>	<b>-12</b>	<b>-22</b>	应付账款周转天数	110.5	125.6	172.4	170.0	170.0	170.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	200.0	238.4	275.2	256.5	119.7	97.3
债权募资	0	0	-15	0	57	93	<b>偿债能力</b>						
其他	-40	-49	-22	0	-30	-71	净负债/股东权益	-40.63%	-32.22%	-29.57%	-40.36%	-18.92%	-10.94%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-40</b>	<b>-49</b>	<b>-37</b>	<b>0</b>	<b>27</b>	<b>22</b>	EBIT 利息保障倍数	-7.7	-7.0	-2.5	-3.7	-27.6	68.7
<b>现金净流量</b>	<b>29</b>	<b>-55</b>	<b>-3</b>	<b>86</b>	<b>-116</b>	<b>30</b>	资产负债率	6.81%	5.36%	9.20%	12.34%	27.11%	33.43%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-06-23	增持	26.55	30.00~30.00

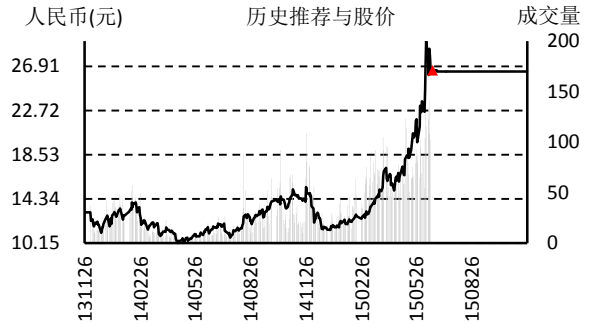
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD