

中标 1.7 亿大单，受益军民融合主题及轨交行业高度景气

2016 年 6 月 23 日

投资评级：买入（维持）

事件：公司全资子公司恩瑞特中标“南京至高淳城际轨道禄口新城南站至高淳段工程信号系统采购项目”，项目金额共计 1.69 亿元。

投资要点

■ 背靠 14 所，技术积累深厚，市场开拓能力强大

公司子公司恩瑞特背靠大股东中电科 14 所，主要的轨交相关产品包括地铁信号系统、有轨电车信号系统等，公司在在轨交信号系统项目上积累多年，市场从江苏拓展至全国。公司轨交业务 2015 年收入 1 亿，毛利率按 20% 计，预计本次中标有望大幅提升公司轨交业务的收入水平，为公司贡献利润近 1500 万元。今年 3 月恩瑞特中标 1.4 亿一次、二次合装雷达项目，本次中标 1.69 亿的城轨工程信号系统项目将再次增厚公司业绩，彰显了公司过硬的技术水平以及市场开拓能力。

■ 轨交设施严重不足倒逼行业发展提速

城市公共交通中城轨交通承担的客运分担率在发达国家超过 50%，而我国 2014 年全国平均分担率仅为 9.6%。未来随着更多的汽车涌入城市，城市交通拥堵将大幅恶化。在此背景下，促进轨交行业发展提速的相关政策不断出台：城市轨交建设标准从 300 万人下降到 150 万人；2016-2018 年新增 1.6 万亿投资用于城市轨道交通建设，十三五期间完成投资量预计比十二五增加 50%-70%。我们认为公司作为 14 所旗下唯一的上市公司，有望受益中电科的资源倾斜，轨交系统业务将显著受益。

■ 空管雷达完成进口替代，填补国内空白

二次雷达是现代民航空管的核心装备之一，2015 年公司生产的 DLD-100C 型二次雷达，通过中国民航近四年严格的运行检验，取得中国民用航空局颁发的使用许可证。标志着公司生产的 DLD-100C 型二次雷达打破外国垄断，填补国内空白，能够实现批量生产并具备在民航大规模使用的基础，国产品牌效应将逐渐形成。我们认为：未来中国民航局会继续推动空管装备国产化，支持能够进口替代的空管装备积极装备中国民航，我们看好公司雷达业务未来的市场前景。

■ 中电 14 所军用雷达实力雄厚，微波器组件步入快速增长期

国睿科技的微波器组件业务中，相当大规模供给中电 14 所的军用雷达生产制造，中电 14 所军用雷达业务的订单情况直接影响该业务的营收。在推进建设战略空军大背景下，我们预计随着运-20 的正式服役，未来基于全新平台的空中战略预警力量将得到大力填充，微波器件与组件业务未来有望快速发展。

■ 唯一的资产运作平台，资产注入预期较高

6 月 8 日，公司发布公告，因与实际控制人旗下四创电子不存在实质性同业竞争，拟豁免此前消除同业竞争的承诺，并将自愿锁定公司股票 2 年。我们认为此举不仅消除了公司未来发展巨大的不确定性，也彰显了实际控制人对公司未来发展的信心。而公司控股股东中电 14 所的资产证券化率较低，公司又是 14 所旗下唯一的资本运作平台，我们预计公司有望受益科研院所改制，后续优质资产的注入将为公司带来较大业绩弹性。

■ 盈利预测与投资建议

公司是雷达设备的龙头生产商，我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 为 0.54, 0.69, 0.83 元，对应 PE 61/48/40X。公司雷达成套设备、轨交信号系统将稳步增长。同时，作为民参军的典型标的，军民融合的深度发展也将大幅提升公司估值水平，维持“买入”评级。

■ 风险提示：资产注入进程低于预期、空管系统市场需求下滑

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码：S0600515090001

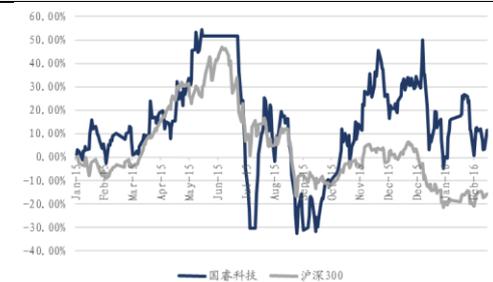
chenxf@dwzq.com.cn

联系人 毛新宇

15221608997

maoxy@dwzq.com.cn

行业走势



市场数据

收盘价（元）	33.10
一年最高价/最低价	69.99/29.00
市净率	15.42
流通 A 股市值（亿元）	106.89

基础数据

每股净资产（元）	2.15
资产负债率（%）	43.49
总股本（百万股）	462.71
流通 A 股（百万股）	302.72

相关研究

国睿科技：主业雷达增速稳定，未来受益于院所改制

国睿科技：业绩略超预期，将持续受益军民融合及院所改制

国睿科技：2016 年 6 月 23 日

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1629	1645	2080	2629
现金	325	369	580	805
应收账款	498	357	472	583
其他应收款	19	24	27	33
预付账款	49	45	53	66
存货	632	742	816	986
其他流动资产	105	109	132	157
非流动资产	176	153	136	114
长期投资	0	0	0	0
固定资产	132	120	106	93
无形资产	26	24	19	10
其他非流动资产	17	10	10	11
资产总计	1805	1798	2215	2743
流动负债	753	556	690	871
短期借款	120	0	0	0
应付账款	268	219	279	358
其他流动负债	365	337	410	513
非流动负债	26	24	25	25
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	26	24	25	25
负债合计	779	580	715	896
少数股东权益	0	0	0	0
股本	257	463	463	463
资本公积	21	21	21	21
留存收益	747	734	1017	1363
归属母公司股东权益	1026	1218	1501	1847
负债和股东权益	1805	1798	2215	2743

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-8	213	243	254
净利润	187	248	320	383
折旧摊销	17	16	16	17
财务费用	2	0	0	1
投资损失	0	-5	-4	-3
营运资金变动	-230	-64	-90	-153
其他经营现金流	16	17	1	9
投资活动现金流	-34	7	5	9
资本支出	32	0	0	0
长期投资	-1	-2	0	0
其他投资现金流	-3	5	5	9
筹资活动现金流	66	-176	-37	-38
短期借款	120	-120	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	206	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-54	-262	-37	-38
现金净增加额	25	44	211	225

资料来源：东吴证券研究所

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1092	1339	1619	1926
营业成本	708	853	1018	1199
营业税金及附加	6	9	10	12
营业费用	25	33	35	45
管理费用	126	154	181	220
财务费用	2	0	0	1
资产减值损失	15	13	14	14
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	5	4	3
营业利润	210	281	365	439
营业外收入	11	12	12	12
营业外支出	0	1	0	0
利润总额	221	292	376	451
所得税	34	44	56	68
净利润	187	248	320	383
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	187	248	320	383
EBITDA	229	297	382	457
EPS (元)	0.73	0.54	0.69	0.83

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	13.5%	22.6%	20.9%	19.0%
营业利润	29.9%	33.9%	29.8%	20.4%
归属于母公司净利润	28.0%	33.0%	28.7%	19.8%
获利能力				
毛利率 (%)	35.2%	36.3%	37.1%	37.8%
净利率 (%)	17.1%	18.6%	19.7%	19.9%
ROE (%)	18.2%	20.4%	21.3%	20.7%
ROIC (%)	21.7%	27.8%	33.3%	35.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	43.2%	32.3%	32.3%	32.7%
净负债比率 (%)	15.40%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.16	2.96	3.01	3.02
速动比率	1.32	1.58	1.81	1.87
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.74	0.81	0.78
应收账款周转率	3	3	4	3
应付账款周转率	2.87	3.51	4.09	3.76
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.40	0.54	0.69	0.83
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.02	0.46	0.53	0.55
每股净资产 (最新摊薄)	2.22	2.63	3.24	3.99
估值比率				
P/E	86.21	64.81	50.37	42.05
P/B	15.70	13.22	10.73	8.72
EV/EBITDA	69	53	42	35

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

公司网址：<http://www.gs jq.com.cn>

