

雷达技术先锋，成长中的行业解决方案提供商

——国睿科技（600562）半年报点评

2016年08月29日

强烈推荐/维持

国睿科技

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032	
李永乐	联系人	执业证书编号：S1480116050067
	liyl@dxzq.net.cn 010-66554047	
邱日尧	联系人	执业证书编号：S1480115110069
	qiury@dxzq.net.cn 01066554034	
王加熲	联系人	
	wang_jw@dxzq.net.cn 010-66554142	
彭磊	联系人	
	penglei@dxzq.net.cn 010-66554036	

事件：

2016年上半年，公司实现营收4.40亿元，同比增长30.42%；归属于上市公司股东净利润8326.35万元，同比增长46.75%；归属于上市公司股东扣非净利润8132.35万元，同比增长48.40%；每股收益0.18元，同比增长46.34%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入（百万元）	375.88	96.86	240.71	267.84	486.47	151.13	289.14
增长率（%）	22.24%	-14.74%	0.89%	14.51%	29.42%	56.04%	20.12%
毛利率（%）	32.38%	37.00%	33.38%	32.94%	36.89%	37.13%	39.40%
期间费用率（%）	15.42%	16.23%	11.57%	10.81%	16.56%	16.77%	13.78%
营业利润率（%）	16.15%	16.88%	20.84%	21.80%	17.47%	18.89%	23.94%
净利润（百万元）	56.55	13.81	42.92	49.50	80.55	23.52	59.75
增长率（%）	08.94%	-17.89%	10.50%	47.09%	42.43%	70.22%	39.20%
每股盈利（季度，元）	0.22	0.05	0.17	0.19	0.31	0.05	0.12
资产负债率（%）	35.59%	37.81%	37.37%	36.34%	43.17%	43.49%	35.36%
净资产收益率（%）	6.41%	1.54%	4.79%	5.24%	7.85%	2.37%	3.87%
总资产收益率（%）	4.13%	0.96%	3.00%	3.33%	4.46%	1.34%	2.50%

观点：

➤ 雷达业务实现收入和产品毛利率双增长，转型整体解决方案提供商稳步推进

雷达板块作为公司核心业务所在，资质齐全，技术水平先进，细分市场占有率高，受益于国内民航、气象等领域空域监测装备建设，上半年实现营收2.35亿元，同比增长63.56%，占同期总营收49%；毛利率41.74%，同比增长6.6个百分点；雷达整机与子系统在公司毛利结构中延续了历史上涨态势，达57.78%。

从2015年12月至今，公司中标近程空管一/二次雷达、空管二次雷达、远程一二次合装雷达采购项目共计3.09亿元，空管雷达市场份额进一步扩大，对未来板块业绩稳定增长形成有力支撑。气象业务一体化预报系统获多个项目签约，公司由雷达设备供应商向整体解决方案提供商实现良好过渡，雷达信息化系统产品利润率高，未来此类业务签约量增加将带动综合毛利率的进一步提升。

➤ 微波器件和轨道交通信号系统研发投入大幅增加，行业需求带动板块长期增长

上半年公司以微波器件、轨道交通信号系统为主的产品技术研发投入大幅增加，带动公司管理费用同比增长43.61%达5029.50万元。

微波器件方面，实现了军用产品由微波器件向微波模块推进的转变，完成第一个相控阵天线阵面用模块的交付，具备微波有源模块的研发和生产能力；民用产品方面完成了5G通信器件的研发。上半年实现收入1.36亿元，同比增长21.41%，受产品产能、销售量提升影响，毛利率33.46%同比增长5.96%。以有源相控阵雷达为代表的国防信息化需求和4G、5G通信网络建设对基站射频器件需求续期将对长期增长形成支撑。

2016年上半年，轨道交通信号系统主要是执行前期合同确认收入，本期销售较去年同期下降19.72%，受固定成本分摊影响，毛利率下降7.74%。城市轨道交通建设站后机电工程需求强劲，上半年公司中标合同额2.5亿元，同时研发投入大幅增加，前期已获得轨道交通控制系统总包投标资格，对比2015年此项业务营收1亿元来看，未来较高增速可期。

➤ 豁免实际控制人避免同业竞争承诺，十四所雷达相关资产注入预期不减

公司6月6日公告宣布豁免中国电科集团前期针对国睿科技、四创电子潜在同业竞争做出的承诺，即在高淳陶瓷重组完成5年内“采取包括但不限于定向增发（现金）收购资产、资产置换、并购重组、吸收合并等方式，将上述两家上市公司之间相似的业务纳入到同一上市公司平台发展运作，消除存在同业竞争的可能性”，并认为此承诺不利于维护两家上市公司的权益。

上述承诺豁免后，国睿科技和四创电子作为雷达整机上市公司双雄的局面将维持。2015年中电科技集团按营收口径统计的资产证券化率仅为27%，低于国内军工集团平均资产证券化率。在十三五院所改制和资本运作大趋势下，国睿科技控股股东十四所下属南京轨道交通系统工程有限公司等民品业务、军品雷达相关事业部等优质资产存在注入预期，有望增厚公司相关板块业绩。

结论：

依托公司技术、资质、市场综合优势，受益于气象监测、民航空管、军用雷达、通信基站等领域高增量需求上半年国睿科技雷达整机、微波器件核心业务实现了收入、毛利率双增长；随着国企改革、军工院所改制进程加快，控股股东军民品资产存在较强注入预期。

我们预计公司2016-2018年营业收入分别为13.79/17.70/22.39亿元，EPS分别为0.48/0.66/0.86元，对应PE分别为6.87/6.23/5.56倍。维持公司“强烈推荐”评级。

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				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1219	1629	2895	3292	3793	营业收入	962	1092	1379	1770	2239
货币资金	295	325	1322	1310	1311	营业成本	668	708	869	1090	1364
应收账款	279	498	629	808	1022	营业税金及附加	5	6	8	10	13
其他应收款	14	19	25	31	40	营业费用	16	25	34	44	56
预付款项	21	49	49	49	49	管理费用	102	126	165	212	269
存货	533	632	776	973	1218	财务费用	-4	2	-5	-13	-13
其他流动资产	9	1	1	1	1	资产减值损失	13.54	14.54	14.00	14.00	14.00
非流动资产合计	152	176	158	139	121	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	115.87	132.42	117.36	101.87	86.19	营业利润	162	210	292	412	536
无形资产	19	26	24	21	18	营业外收入	12.38	11.36	12.00	12.00	12.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.18	0.21	0.20	0.20	0.20
资产总计	1371	1805	3053	3431	3913	利润总额	174	221	304	424	548
流动负债合计	463	753	732	873	1048	所得税	28	34	76	106	137
短期借款	0	120	0	0	0	净利润	146	187	228	318	411
应付账款	225	268	324	407	509	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	82	127	127	127	127	归属母公司净利润	146	187	228	318	411
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	189	252	306	417	542
非流动负债合计	24	26	0	0	0	BPS (元)	0.57	0.73	0.48	0.66	0.86
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	488	779	732	873	1048	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	6.40%	13.50%	26.25%	28.41%	26.51%
实收资本(或股本)	257	257	479	479	479	营业利润增长	58.19%	29.89%	39.08%	41.16%	30.16%
资本公积	21	21	899	899	899	归属于母公司净利润	21.97%	39.56%	21.97%	39.56%	29.32%
未分配利润	554	669	769	872	1006	获利能力					
归属母公司股东权	883	1026	2321	2558	2866	毛利率(%)	30.54%	35.16%	36.94%	38.41%	39.07%
负债和所有者权	1371	1805	3053	3431	3913	净利率(%)	15.16%	17.11%	16.53%	17.96%	18.36%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	10.64%	10.35%	7.46%	9.27%	10.51%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	16.52%	18.21%	9.82%	12.43%	14.35%
经营活动现金流	25	-8	85	69	106	偿债能力					
净利润	146	187	228	318	411	资产负债率(%)	36%	43%	24%	25%	27%
折旧摊销	31.40	39.65	0.00	18.50	18.51	流动比率	2.63	2.16	3.96	3.77	3.62
财务费用	-4	2	-5	-13	-13	速动比率	1.48	1.32	2.90	2.66	2.46
应收账款减少	0	0	-131	-179	-214	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.72	0.69	0.57	0.55	0.61
投资活动现金流	-29	-34	-14	-14	-14	应收账款周转率	4	3	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.02	4.43	4.65	4.84	4.89
长期股权投资减少	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)	0.57	0.73	0.48	0.66	0.86
筹资活动现金流	-33	66	926	-67	-91	每股净现金流(最新)	-0.15	0.10	2.08	-0.03	0.00
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.43	3.99	4.85	5.34	5.99
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	129	0	222	0	0	P/E	58.44	45.63	70.00	50.16	38.78
资本公积增加	-90	0	878	0	0	P/B	9.70	8.35	6.87	6.23	5.56
现金净增加额	-38	25	997	-13	1	EV/EBITDA	43.75	33.21	47.83	35.06	27.01

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

李永乐

北京航空航天大学理学博士，中央财经大学金融管理专业硕士，4年国防电子领域项目论证与管理经验，2016年加盟东兴证券研究所，从事军工行业研究，重点关注国防信息化、军民融合等方向。

邱日尧

工学硕士，2010年就职于航天科技集团第一研究院，2015年末加盟东兴证券研究所。5年技术和项目管理工作经验，擅长从产业背景下，分析业务盈利模式，重点关注具有成长性的军工电子，机械，新材料等领域。

王加煨

清华大学工学硕士，2年海军装备领域论证及工程咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，重点关注海军装备、军民融合等领域。

彭磊

工学博士，2016年加盟东兴证券研究所，从事军工行业及相关细分领域研究，重点关注武器装备建设及体制改革等方向。

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。

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。