

# 关于国睿科技的六问六答

——国睿科技（600562）事件点评

2018年11月16日

强烈推荐/维持

国睿科技

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：

我们收集了投资者关心的国睿科技各类问题，以自问自答的形式呈现，期待能一解投资者心中的困惑。我们认为国睿科技股价还没有充分反映本次重组的价值，我们对国睿科技的发展前景充满信心。

## 观点：

- **这次国睿科技资产注入的背景是什么？是电科集团管理层有什么思路变化还是 14 所的变化？包括为了这次注入，14 所做了哪些架构调整？**

首先，此次注入是 14 所积极推动的，并得到了电科集团的支持。目前国睿科技的股价与 2016 年时的增发价相比跌幅达 38.76%（后复权）。2019 年 6 月底面临 2000 万股解禁压力。

在电科集团层面，新任总经理吴曼青多次提出军民融合发展，预计未来仍将积极提升整个集团的资产证券化比例。

架构调整暂不清楚。此次注入的国睿防务可能包括天线微波等资产。

- **这次注入完成后，14 所在上市公司体外还有哪些资产？**

回顾 2009 年的借壳上市，14 所将主要从事军品配套业务的两个直属事业部——微波电路部和信息系统部注入原高淳陶瓷，相关人员根据“业务随资产走”、“人随业务走”的原则进入上市公司。

当前，14 所具有国内最全谱系的机载火控雷达，国内所有主战飞机上都装备了 14 所研制的机载火控雷达，并且完全可以与 F-35 的 APG-81 雷达、F-22 的 APG-77 雷达相匹敌。14 所已为改进型第三代战机原位换装有源雷达提供了成熟先进的解决方案。同时，在微系统、智能化雷达等方面持续攻关，为四代机雷达改进和五代机雷达研制做好了技术积累。值得重视的是，目前电子设备的成本占军机总成本的比例已上升到 30%~40%。14 所外贸型号的火控雷达 KLJ-7 是中国实现出口的第一个系列机载火控雷达产品。

毫无疑问，军品总体总装资产是 14 所体内最优质的资产。此外还有南京普洛科技、北京国睿中数、南京轨道交通系统工程公司等。

表 1: 14 所体内优质资产

企业名称	注册资本（万元）	直接持股比例	主营业务
------	----------	--------	------

南京洛普科技有限公司	3,500.00	100%	从事道路交通系统咨询、设计、实施等系统集成业务及关键设备和核心软件研发、生产等业务
南京轨道交通系统工程集团有限公司	40,000.00	44.64%	从事轨道交通工程总承包、轨道交通总承包项目设计、咨询与运营管理业务
中电科技扬州宝军电子有限公司	10,000.00	51%	从事询问机、电子对抗设备及北斗导航设备研制和销售业务
青岛国睿海洋电子科技发展有限公司	15,000.00	100%	从事海洋电子信息技术及装备的渤海科研试验保障以及相关服务
北京国睿中数科技股份有限公司	5,000.00	40.00%	从事数字集成电路的研发、销售

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

国睿集团里值得关注的优质资产有中电科技电子信息发展有限公司、南京美辰电子有限公司、南京物联网应用研究院公司。

**表 2: 国睿集团内优质资产**

企业名称	注册资本（万元）	直接持股比例	主营业务
中电科技（南京）电子信息发展有限公司	6,000.00	75.00%	电子信息一体化物流服务及供应链整体解决方案服务平台
南京美辰微电子有限公司	1,100.00	41.00%	高端射频模拟芯片和光通信芯片的研发
南京物联网应用研究院有限公司	1,000.00	36.00%	与物联网相关的机电设备的设计、开发、生产、销售和技术服务

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### ➤ 为什么大家都说这次注入“超预期”？之前为什么大家觉得注入预期不高？

此次注入了一些军工资产——国睿防务（9月份刚成立），里面有军用雷达的研制和销售，预计都是外贸产品。但由于外贸和内销在研制生产方面混线，所以具体资产界限还有待区分。

此次注入体现了 14 所的诚意。主要是如下几个方面：一是从利润角度看，注入资产 19 年净利润 3.5 亿元，而 14 所预计有 18 亿元（包括国睿约有 2 亿元），因此 14 所是将优质标的注入进来了，而且国睿自身市值 80 多亿，注入了 68 亿的资产，体量上也诚意满满。二是，注入的是军工外贸类资产，以后国睿科技不单单是国内保障雷达的供应商了，要参与国际竞争，可以说国内第一家以外贸为主的国有军工标的，对标美国雷神公司，应该有估值溢价。三是，为未来 14 所核心军工资产注入提振了预期，算是开了个头。

之前注入预期不高，主要是拖得时间较长。和四创电子 2016 年启动注入博微长安相比，14 所资本运作节奏稍慢一些。14 所最大的财富就是技术储备和科研人才，好饭不怕晚。

根据业绩承诺，如重组完成我们预计 2019 年国睿科技净利润在 5 亿元以上（现有业务 1.5 亿+注入资产 3.5 亿），经予 40 倍 PE，合理市值 200 亿元。

### ➤ 14 所和 38 所在业务结构、竞争力、管理能力方面有哪些差异？谁的长期前景更好？

——38 所是由 14 所分出去的，这两家基本上是国内军用雷达唯二的研究单位，此外还有中航 607 所也做机载火控雷达，航天二院 23 所做军用气象雷达。由于行业存在行业保护，军方不可能让一家独大，国家会给具有技术研发能力的厂商相应的经费支持。

——14 所军用雷达覆盖全军种，尤其在机载/舰载相控阵雷达方面技术领先，在机载火控、舰载火控雷达方面竞争优势明显；38 所军用雷达优势主要是机载预警雷达。

——38 所出来的吴曼青任集团总经理，38 所在集团层面是有优势的。38 所 15 年 105 亿收入（包括四创），利润 4.64 个亿；14 所 2017 年产值 185 亿，利润 15 亿。14 所规模和体量更大。

国睿和四创两家比较：

（1）四创营收是国睿近 3 倍，而国睿毛利率是四创的近 3 倍。

（2）四创营收年均增速快于净利润，而国睿则相反。过去 5 年，四创营收年均增速 32%，归母净利润为 28%；过去 4 年，国睿营收年均增速 12%，归母净利润为 34%。

（3）除了雷达业务外，两者的业务领域很不同。四创雷达业务占比 23%，低于国睿的占比 56%。；四创规模较大，但撑起其规模的不是高毛利的雷达业务，国睿规模小，更多集中在雷达和微波器件上（占比 80%）。

四创营收贡献最大的是公共安全领域，2016 年营收占比 30%，此外还有电源业务（14%）和能源业务（13%）；国睿雷达业务营收最多，此外还涉足微波器件（24%），轨道交通信号（11%）和特种电源（9%）。

#### ➤ 14 所的未来收入利润增速中枢应该怎么给？

14 所 2017 年产值 185 亿，利润 15 亿。参考航天电器、中航光电电子类军品的增速，14 所未来 3 年营收年均增速在 20%，利润水平随着新品的推出有望维持。考虑军机、舰艇的绝大部分新型号都已量产，雷达电子类市场格局较为固定，据此推测 18 年、19 年、20 年 14 所产值为 222 亿元、266 亿元、320 亿元，净利润分别为 18 亿元、22 亿元、26 亿元。

#### ➤ 今年上半年信息化类公司的毛利率普遍不好，这也和去年以来军品压价的预期相符合，对 14 所会不会有很大影响？

军工信息化公司毛利率不好原因有以下两点：

首先，军工信息化公司产品涉及核心主战装备的比例不高，保障类的居多，波动幅度大；其次，电子类公司由于订单周期短，军方订单释放受军改影响较大。

如果从产业链角度分析军工行业的，中上游企业有两点注意：一是航空工业在“压两金”，会影响中上游的，尤其是上游的零部件公司收入确认；二是军品定价机制改革，下游总装类企业会将降价压力向上游传导。

对于 14 所而言，属于系统级总装类公司，处在产业链的中上游，降价压力有传导空间。同时公司在雷达技术处于绝对优势地位，议价能力强，而且雷达产品不断更新，向系统整合方向发展（如此次航展上推出的“五大作战预警体系”），预计短期 14 所毛利水平不会明显下滑。

**结论：**

**不考虑注入资产**，我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 1.46 亿元、1.96 亿、2.56 亿元，同比下降 13.9%、增长 34.4%、30.5%，EPS 分别为 0.23 元、0.31 元、0.41 元，对应 PE 分别为 56X、42X、32X。

**考虑资产注入**，我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 4.76 亿元、5.45 亿、6.53 亿元，EPS 分别为 0.36 元、0.41 元、0.49 元，对应 PE 分别为 37X、32X、27X，维持公司“强烈推荐”投资评级。

**风险提示：**资产注入进度不及预期，雷达订单恢复不及预期。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	2253	2500	2865	3309	3918	<b>营业收入</b>	1258	1154	1249	1538	1833
货币资金	552	694	831	799	953	<b>营业成本</b>	828	803	927	1125	1303
应收账款	505	503	544	670	799	营业税金及附加	9	8	9	11	13
其他应收款	12	17	18	22	26	营业费用	27	29	20	25	29
预付款项	16	11	4	-3	-12	管理费用	133	130	112	138	165
存货	902	1009	1165	1414	1638	财务费用	5	5	0	-5	5
其他流动资产	14	0	13	51	90	资产减值损失	-2.70	-1.42	-1.42	-1.42	-1.42
<b>非流动资产合计</b>	192	188	167	150	133	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	1.41	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	137.31	126.75	112.81	98.86	84.92	<b>营业利润</b>	261	193	182	245	320
无形资产	38	32	29	26	23	营业外收入	9.02	0.05	0.05	0.05	0.05
其他非流动资产	0	4	0	0	0	营业外支出	0.10	0.14	0.14	0.14	0.14
<b>资产总计</b>	2445	2688	3032	3459	4051	<b>利润总额</b>	270	193	182	245	320
<b>流动负债合计</b>	732	875	979	1275	1695	所得税	41	23	36	49	64
短期借款	0	0	0	104	348	<b>净利润</b>	228	169	146	196	256
应付账款	340	552	629	763	884	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	85	98	111	129	149	归属母公司净利润	228	169	146	196	256
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	320	247	199	257	341
<b>非流动负债合计</b>	25	24	23	23	23	<b>EPS (元)</b>	0.49	0.35	0.23	0.31	0.41
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	758	899	1002	1297	1718	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	15.22%	-8.24%	8.23%	23.07%	19.23%
实收资本(或股	479	479	622	622	622	营业利润增长	24.20%	-25.99%	-5.49%	34.34%	30.47%
资本公积	495	495	495	495	495	归属于母公司净利润	22.27%	-25.84%	-13.91%	34.36%	30.49%
未分配利润	628	713	740	775	821	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1688	1789	2030	2161	2332	毛利率(%)	34.19%	30.38%	25.78%	26.81%	28.92%
<b>负债和所有者权</b>	2445	2688	3032	3459	4051	净利率(%)	18.15%	14.67%	11.67%	12.74%	13.94%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	9.34%	6.30%	4.81%	5.66%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	13.53%	9.47%	7.18%	9.06%	10.96%
<b>经营活动现金流</b>	-47	231	37	-78	-2	<b>偿债能力</b>					
净利润	228	169	146	196	256	资产负债率(%)	31%	33%	33%	38%	42%
折旧摊销	53.70	49.08	0.00	13.94	13.94	流动比率	3.08	2.86	2.93	2.60	2.31
财务费用	5	5	0	-5	5	速动比率	1.85	1.70	1.74	1.49	1.34
应收账款减少	0	0	-41	-126	-129	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	14	17	20	总资产周转率	0.59	0.45	0.44	0.47	0.49
<b>投资活动现金流</b>	-39	-20	5	1	1	应收账款周转率	3	2	2	3	2
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.14	2.59	2.12	2.21	2.23
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	1	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.49	0.35	0.23	0.31	0.41
<b>筹资活动现金流</b>	266	-78	95	44	155	每股净现金流(最新	0.38	0.28	0.22	-0.05	0.25
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.53	3.74	3.26	3.47	3.75
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	222	0	144	0	0	P/E	26.92	37.69	56.30	41.90	32.11
资本公积增加	474	0	0	0	0	P/B	3.74	3.53	4.04	3.80	3.52
<b>现金净增加额</b>	180	133	138	-32	154	EV/EBITDA	18.02	22.78	36.98	29.26	22.30

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。