



中航证券金融研究所

分析师：张超

证券执业证书号：S0640519070001

分析师：梁晨

证券执业证书号：S0640519080001

邮箱：liangc@avicsec.com

国睿科技（600562）2019 年半年报点评： 订单有望回暖向好，资产注入获批复

行业分类：国防军工

2019 年 8 月 26 日

| | |
|-----------------|-------|
| 公司投资评级 | 买入 |
| 当前股价(2019.8.26) | 15.29 |

基础数据 (2019.8.26)

| | |
|-------------|---------|
| 上证指数 | 2863.57 |
| 总股本 (亿股) | 6.22 |
| 流通 A 股 (亿股) | 6.22 |
| 资产负债率 | 37.94% |
| ROE | 1.11% |
| PE (TTM) | 280.44 |
| PB (LF) | 5.37 |



➤ **事件：**公司 8 月 26 日公告，2019H1 营收 4.62 亿元 (+1.48%)，归母净利润 0.20 亿元 (-16.33%)，毛利率 19.86% (+0.31pcts)，净利率 4.29% (-0.91pcts)。

➤ **投资要点：**

● **营收小幅增长，销售、管理费用拖累业绩：**公司上半年营收增长 1.48%，毛利率小幅提升 0.31pcts，而归母净利润同比降低 16.33%。主要是销售及管理费用增长所致，分别同比增长 29.39%和 27.89%。其中销售费用主要是广告宣传费及售后费用的增加；管理费用主要是固定资产维修费用、资产重组等费用的增加。

● **各版块结构持续调整，业绩有望得到改善：**

①**雷达整机与相关系统：新签订单改善，雷达业务有望回暖。**

由于存量订单有限，雷达整机与相关系统板块收入与上年同期相比基本持平。公司进一步加强市场营销，新签订单情况有所改善，先后中标国家卫星气象中心“风云四号气象卫星地面应用系统工程数据获取和测控系统接受与发射分系统项目”、无锡硕放机场空管二次雷达等项目。

②**轨道交通系统：存量合同充足，毛利率有望改善。**

轨道交通业务存量合同充足，由于主要在执行项目处于设计联络阶段，尚未批量供货，收入较去年同期有所下降。上半年，公司积极组织项目实施，在执行项目按计划有序推进。中标了南昌、福州、广州、无锡等地的交轨地铁相关项目。此外公司全自主化有人驾驶 CBTC 系统开通运营并获得安全认证，无人驾驶 CBTC 系统也在积极进展。随着自主化产品的市场应用，预计板块毛利率将得到提升。

③**微波器件：军品订单改善，民品持续发展。**

由于军品配套器件业务订单改善，民品器件业务持续供货（2018 年二季度受中兴事件影响业务停滞），微波器件收入同比出现较大幅度增长。上半年，军品领域新取得组件类项目合同，将产品从器件拓展至组件领域，销售规模得到提升；民品领域公司从中兴滤波器 B 级供应商升级为 A 级供应商。公司 5G 方面已具备小型化金属滤波器成熟开发能力，并推进 5G 大阵面天线、5G 通讯用小损耗低成本环行器的研发工作。

④**特种电源：交付进入收尾阶段，加大军品市场开拓。**

由于高压电源业务批量交付进入收尾阶段，特种电源收入同比下滑。公司继续加大军品电源市场的开拓及产品研发，进一步稳定现有市场，为后续军品电源业务的发展打下基础。此外公司继续以国家医用项目特种电源及组合式能源组件项目为依托，积极开展技术研发。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539



- **资产注入获批复，驱动未来业绩增厚：**公司拟发行股份并支付现金收购国睿防务 100% 股权、国睿信维 95% 股权，交易总额超 68 亿元，另配套募资不超过 6 亿元事项目前已获得国防科工局批复。重组完成后，公司将增加国睿防务的雷达产品业务和国睿信维的工业软件业务。根据募资报告书的财务预测，预计标的资产 2019 年-2022 年有望增加公司归母净利润 3.59 亿元、3.93 亿元、4.43 亿元以及 5.10 亿元，将显著增厚公司业绩。
- **国睿子集团组建，资产注入预期增强：**5 月 16 日，公司发布公告，中电科同意以电科十四所、二十三所为基础，以十四所下属全资子公司中电国睿为平台组建子集团，将十四所所持其 100% 股权无偿划转至中电科直接持有。公司作为上市平台，随着子集团的成立，在资本运作和产业资源整合方面的功能有望进一步强化，未来资产注入预期进一步增强。
- **投资建议：**公司各版块业务持续调整，市场环境一定程度上也有所改善，同时资产重组完成后，公司业绩有望得到显著提升，我们预测，不考虑重组时，公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.10 亿元、1.34 亿元、1.62 亿元，EPS 分别为 0.18 元、0.22 元、0.26 元，当前股价对应 PE 分别为 86.68 倍、71.04 倍、58.80 倍；考虑重组时（发行股份 5.79 亿股+募资发行最高股份，即当前总股本的 20% 计算），公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.69 亿元、5.27 亿元、6.05 亿元，EPS 分别为 0.35 元、0.40 元、0.46 元，当前股价对应 PE 分别为 43.25 倍、38.47 倍、33.54 倍。给予“买入”评级。考虑重组时，我们认为给予 50 倍左右市盈率相对合理，6 个月目标价 17.5 元。
- **风险提示：**雷达业务恢复不及预期、订单不及预期、资产注入不确定性。

● **盈利预测：**

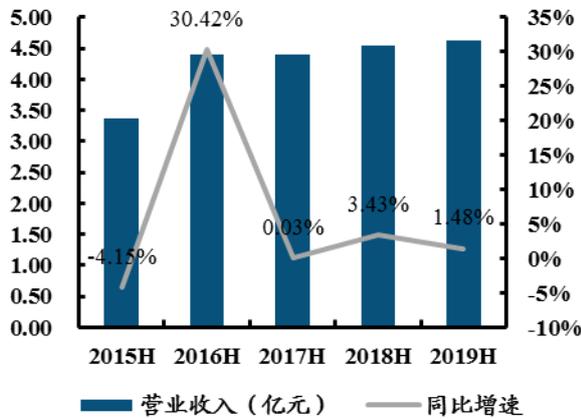
| 单位:百万元 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 1154.45 | 1043.30 | 1320.92 | 1656.43 | 2040.80 |
| 增长率 (%) | -8.24% | -9.63% | 26.61% | 25.40% | 23.20% |
| 归属母公司股东净利润 | 169.36 | 37.80 | 109.78 | 133.94 | 161.84 |
| 增长率 (%) | -25.84% | -77.68% | 190.40% | 22.01% | 20.83% |
| 每股收益 (EPS) | 0.27 | 0.06 | 0.18 | 0.22 | 0.26 |

数据来源: wind, 中航证券金融研究所

AVIC

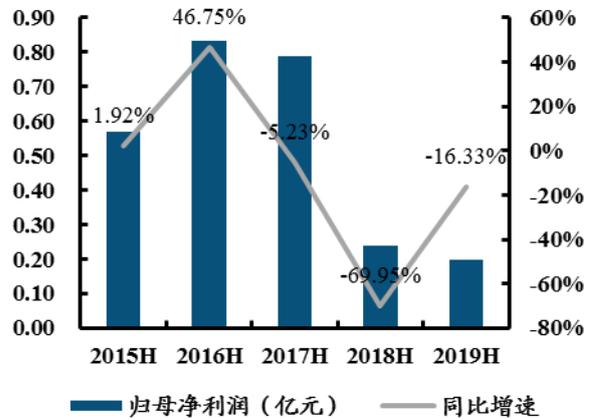
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司半年度营业收入及增速情况



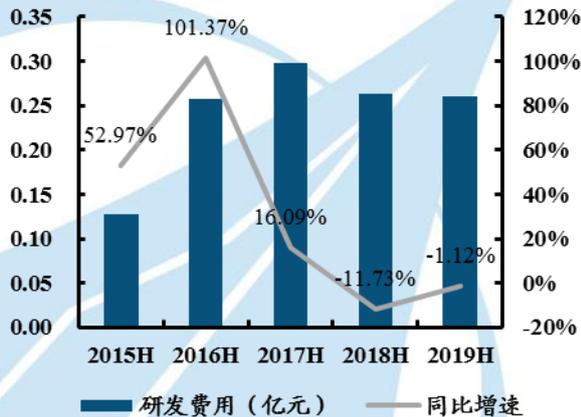
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 2: 公司半年度归母净利润及增速情况



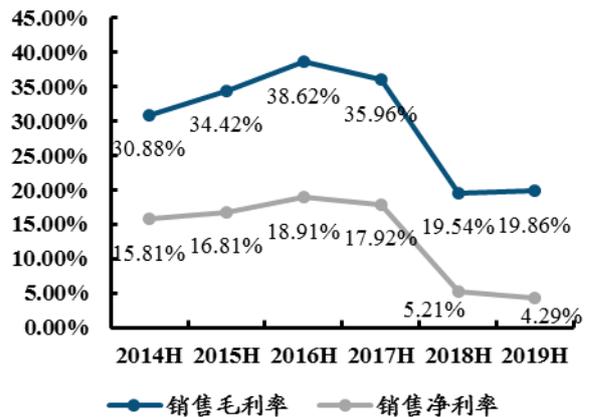
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司研发费用情况



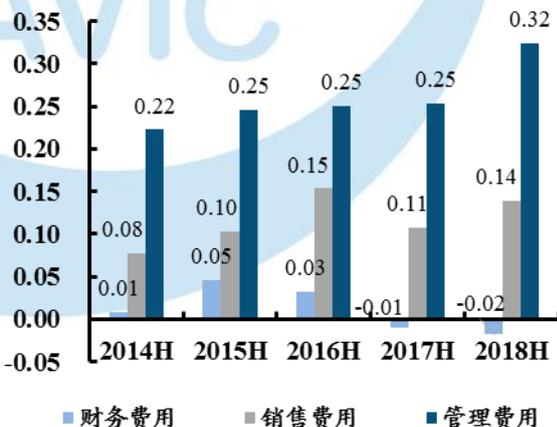
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 4: 公司半年度毛利率及净利率情况



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 5: 公司半年度三费情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

报表预测 (百万元)

| | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 利润表 | | | | | | |
| 营业收入 | 1258.11 | 1154.45 | 1043.30 | 1320.92 | 1656.43 | 2040.80 |
| 减: 营业成本 | 827.64 | 802.75 | 851.53 | 1049.68 | 1317.11 | 1623.86 |
| 营业税金及附加 | 8.74 | 8.25 | 4.24 | 7.26 | 9.10 | 11.21 |
| 营业费用 | 27.19 | 29.37 | 26.92 | 39.78 | 49.88 | 61.46 |
| 管理费用 | 132.59 | 130.30 | 58.92 | 92.67 | 116.21 | 143.18 |
| 财务费用 | 5.34 | 4.76 | -0.02 | -14.84 | -14.46 | -14.69 |
| 资产减值损失 | -2.70 | -1.42 | 4.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 260.71 | 180.44 | 28.96 | 146.37 | 178.59 | 215.78 |
| 加: 其他非经营损益 | 8.92 | 11.37 | 16.25 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 269.63 | 191.81 | 45.21 | 146.37 | 178.59 | 215.78 |
| 减: 所得税 | 41.25 | 23.24 | 2.90 | 36.59 | 44.65 | 53.95 |
| 净利润 | 228.38 | 168.57 | 42.32 | 109.78 | 133.94 | 161.84 |
| 减: 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司股东净利润 | 228.38 | 169.36 | 37.80 | 109.78 | 133.94 | 161.84 |
| 资产负债表 | | | | | | |
| 货币资金 | 551.65 | 693.75 | 778.67 | 791.68 | 808.78 | 885.04 |
| 应收和预付款项 | 786.16 | 797.43 | 823.56 | 893.74 | 1029.71 | 1113.34 |
| 存货 | 901.80 | 1008.75 | 998.83 | 1039.39 | 1119.81 | 1268.22 |
| 其他流动资产 | 13.83 | 0.15 | 56.67 | 56.67 | 56.67 | 56.67 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资性房地产 | 0.51 | 0.42 | 0.34 | 0.20 | 0.05 | -0.01 |
| 固定资产和在建工程 | 141.06 | 126.75 | 123.57 | 109.73 | 95.90 | 82.06 |
| 无形资产和开发支出 | 37.61 | 31.86 | 29.56 | 26.48 | 23.40 | 20.31 |
| 其他非流动资产 | 12.84 | 28.69 | 54.24 | 38.00 | 36.63 | 36.63 |
| 资产总计 | 2445.46 | 2687.81 | 2865.43 | 2955.88 | 3170.95 | 3462.27 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 692.70 | 824.10 | 1005.70 | 1074.61 | 1245.26 | 1482.91 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他负债 | 64.84 | 74.99 | 84.43 | 39.63 | 39.63 | 39.63 |
| 负债合计 | 757.54 | 899.08 | 1090.13 | 1114.24 | 1284.89 | 1522.54 |
| 股本 | 478.73 | 478.73 | 622.35 | 622.35 | 622.35 | 622.35 |
| 资本公积 | 495.27 | 495.27 | 351.65 | 351.65 | 351.65 | 351.65 |
| 留存收益 | 713.92 | 814.72 | 801.30 | 837.71 | 882.12 | 935.79 |
| 归属母公司股东权益 | 1687.92 | 1788.72 | 1775.30 | 1811.71 | 1856.12 | 1909.79 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股东权益合计 | 1687.92 | 1788.72 | 1775.30 | 1811.71 | 1856.12 | 1909.79 |
| 负债和股东权益合计 | 2445.46 | 2687.81 | 2865.43 | 2925.95 | 3141.01 | 3432.33 |
| 现金流量表 | | | | | | |
| 经营性现金净流量 | -46.60 | 231.48 | 138.64 | 68.73 | 88.62 | 165.37 |
| 投资性现金净流量 | -39.05 | -20.24 | -43.99 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资性现金净流量 | 265.52 | -78.24 | -65.90 | -55.71 | -71.52 | -89.11 |
| 现金流量净额 | 180.14 | 132.54 | 29.25 | 13.02 | 17.10 | 76.26 |

数据来源: wind, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券金融研究所首席分析师。

梁晨, SAC 执业证书号: S0640519080001, 北京科技大学材料硕士, 中航证券金融研究所军工行业分析师。

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, 本报告清晰、准确地反映了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: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代替行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。