



中航证券金融研究所

分析师: 张超 (S0640519070001)

分析师: 梁晨 (S0640519080001)

助理研究员: 刘琛 (S0640118040009)

邮箱: liangc@avicsec.com

国睿科技 (600562) 2019 年报点评: 各业务协同发展, 核心资产注入带动业绩增长

行业分类: 国防军工

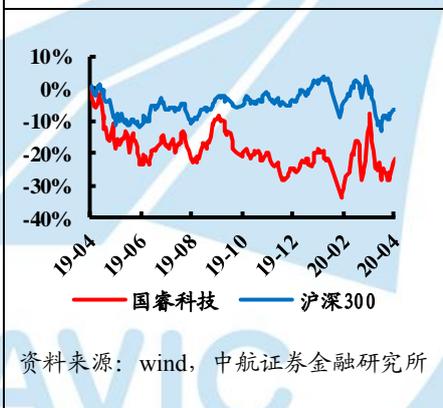
2020 年 4 月 8 日

公司投资评级	买入
当前股价(2020.4.8)	14.68
目标价	17.50

基础数据 (2020.4.8)

上证指数	2815.37
总股本 (亿股)	6.22
流通 A 股 (亿股)	6.22
资产负债率	38.56%
ROE	2.30%
PE (TTM)	219.61
PB (LF)	5.06

年初以来公司与沪深 300 走势对比图



事件: 公司 4 月 8 日公告, 2019 年营收 11.60 亿元 (+11.22%), 归母净利润 0.42 亿元 (+10.05%), 毛利率 17.86% (-0.52pcts), 净利率 3.59% (-0.04pcts)。

投资要点:

● **轨交、微波器件业务推动业绩稳定增长:** 公司 2019 年营收增长 11.22%, 归母净利润增长 10.05%, 毛利率小幅回落 0.52pcts。公司业绩稳定增长主要得益于轨交系统 (收入+13.91%) 和微波器件 (收入+34.53%) 业务。同时公司加强内部管理, 促进效率效益提升, 费用情况维持稳定, 保障 2019 年业绩增长。

● **各版块协同发展, 业绩有望进一步改善:**

① 雷达整机与相关系统: 2019 维持稳定, 集中采购有望推动板块快速增长。

2019 年板块收入与上年基本持平为 2.60 亿元 (-0.77%), 公司雷达业务主要分为气象和空管雷达两方面。气象雷达方面, 公司中标取得多个订单项目, 包括江苏省气象局、南京市气象局、国家气候中心、天津市气象台等多套雷达或系统项目。空管雷达方面, 2019 年主要客户并未集中采购, 但在已招标的 4 套民航空管二次雷达整机中, 公司中标 3 套, 市场地位稳固。未来随着军民雷达集中采购的推进, 公司雷达整机业务有望充分受益。

② 轨道交通系统: 存量合同充足, 新签合同较好。

2019 年板块收入稳定增长为 5.22 亿元 (+13.91%), 存量合同充足。江苏省内市场份额稳固, 中标多个项目, 包括南京多线、无锡、徐州等轨交项目; 同时公司省外市场拓展积极, 成功中标南昌、广州和福州等轨交项目。此外, 公司技术方面成功实现公司自主化信号系统产品的项目应用、推进无人驾驶 CBTC 研发等自主化产品系统构建, 有望提高板块毛利率。

③ 微波器件: 军民品业务订单回升。

2019 年板块的军民品业务订单回升, 收入实现增长为 3.19 亿元 (+34.53%)。军品配套方面, 公司成功中标新一代机载火控雷达环隔组件项目, 促进 2019 年业绩增长, 并为获取后续订单打下基础。民用通信领域, 公司在原有 4G 业务的基础上, 积极推动 5G 业务开展, 获得了 5G 基站滤波器批产订单。技术方面, 公司 5G 介质滤波器完成了原型样机开发, 5G MIMO 天线开发工作有序推进, 取得主要客户供货资质。

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, 特种电源收入下滑为 0.59 亿元 (-31.22%)。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。与重点客户合作设计制造 VPX 电源, 可作为独立产品销售, 为公司拓宽收入来源。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中

航资本大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59562524

传真: 010-59562637

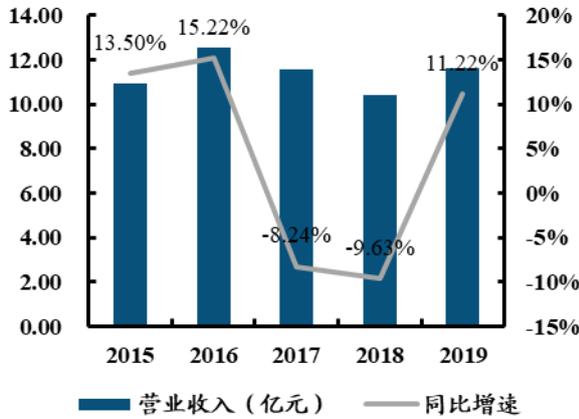
- **资产注入进展顺利，驱动未来业绩增厚：**公司拟发行股份并支付现金收购国睿防务 100%股权、国睿信维 95%股权，交易总额 68.89 亿元，本次重组是电科集团历史上规模最大的重组。重组完成后，公司将增加国睿防务的雷达产品业务和国睿信维的工业软件业务。目前重组已过会，公司正在办理相应的过户手续等。根据募资报告书的财务预测，预计标的资产 2020 年-2022 年有望增加公司归母净利润 3.93 亿元、4.43 亿元以及 5.10 亿元，将显著增厚公司业绩。
- **“十三五”收官之年，聚焦主责主业推动业绩增长：**2020 年是“十三五”规划收官之年和谋划“十四五”发展蓝图的重要之年，公司军品业务有望在此期间获得大幅增长。同时电科集团提出“聚焦主责主业”要求，将持续推进公司主营业务产业升级，加快产业链关键环节和高端价值链拓展。随着重组推进完成，公司将拓展海外项目，拓宽高质量发展新空间。
- **国睿子集团组建，资产注入预期增强：**2019 年 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。
- **投资建议：**公司各版块业务协同发展，“十三五”集中采购，市场环境改善，同时资产重组完成后，公司业绩将得到显著提升，我们预测，**不考虑重组时**，公司 2020-2022 年归母净利润分别为 0.62 亿元、0.87 亿元、1.11 亿元，EPS 分别为 0.10 元、0.14 元、0.18 元，当前股价对应 PE 分别为 148 倍、105 倍、82 倍；**考虑重组时**（发行股份 5.80 亿股+募资发行最高股份，即当前总股本的 20%计算），公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.55 亿元、5.30 亿元、6.21 亿元，EPS 分别为 0.34 元、0.40 元、0.47 元，当前股价对应 PE 分别为 43 倍、37 倍、31 倍。考虑到公司重组后业绩大幅提升以及公司原有业务的成长性，我们认为给予 50 倍左右市盈率相对合理，给予“买入”评级，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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1043.30	1160.32	1312.40	1500.23	1734.14
增长率 (%)	-9.63%	11.22%	13.11%	14.31%	15.59%
归属母公司股东净利润	27.81	33.92	61.87	87.36	110.79
增长率 (%)	-82.61%	21.99%	82.41%	41.19%	26.81%
每股收益 (EPS)	0.045	0.055	0.10	0.14	0.18

数据来源: wind, 中航证券金融研究所

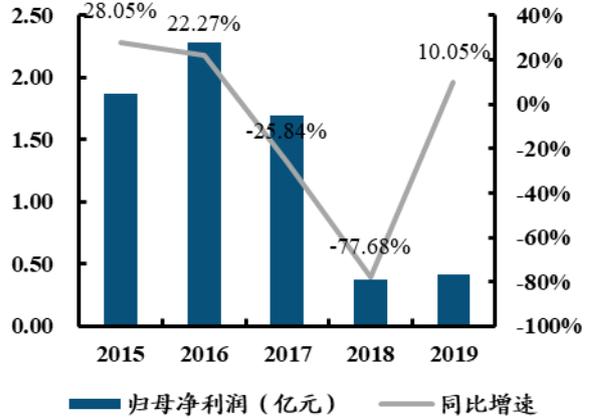
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司近 5 年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: 公司近 5 年归母净利润及增速情况



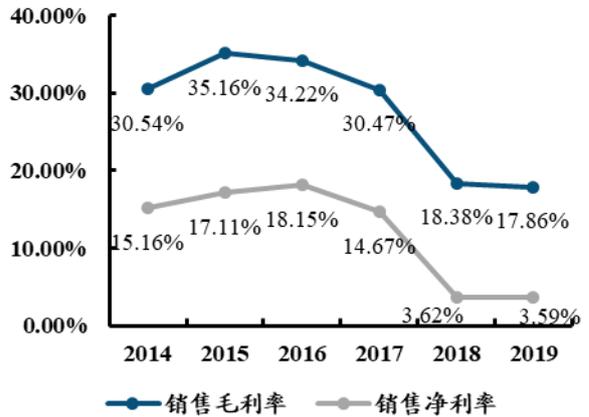
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司近 5 年研发费用情况



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 4: 公司近 5 年毛利率及净利率情况



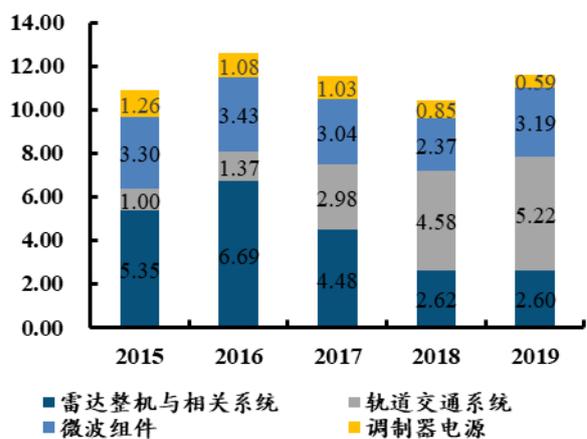
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司近 5 年三费情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 4: 公司业务板块结构情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

报表预测 (百万元)						
利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1154.45	1043.30	1160.32	1312.40	1500.23	1734.14
减: 营业成本	802.75	851.53	953.04	1046.59	1181.23	1359.87
营业税金及附加	8.25	4.24	4.09	4.63	5.29	6.11
营业费用	29.37	26.92	31.27	34.21	39.10	45.20
管理费用	130.30	58.92	59.91	67.76	77.45	89.53
财务费用	4.76	-0.02	-3.43	-4.50	-0.55	4.49
资产减值损失	-1.42	4.01	-0.85	0.58	0.58	0.58
营业利润	180.44	28.96	35.82	82.67	116.65	147.88
加: 其他非经营损益	-0.09	-0.15	-0.27	-0.17	-0.17	-0.17
利润总额	180.35	28.81	35.55	82.50	116.48	147.71
减: 所得税	20.45	1.01	1.63	20.62	29.12	36.93
净利润	159.90	27.81	33.92	61.87	87.36	110.79
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	159.90	27.81	33.92	61.87	87.36	110.79
资产负债表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	630.12	748.73	563.65	656.20	750.11	867.07
应收和预付款项	797.43	823.56	904.11	927.34	1038.74	1110.89
存货	1008.75	998.83	1009.39	1193.96	1168.50	1421.74
其他流动资产	0.15	56.67	56.18	56.18	56.18	56.18
长期股权投资	0.00	0.00	154.05	154.05	154.05	154.05
投资性房地产	0.42	0.34	0.34	0.34	0.34	0.34
固定资产和在建工程	126.75	123.57	136.05	135.47	134.89	134.31
无形资产和开发支出	31.86	29.56	30.60	30.60	30.60	30.60
其他非流动资产	28.69	54.24	59.38	50.91	50.00	50.00
资产总计	2687.81	2865.43	2941.50	3205.05	3383.41	3825.18
短期借款	0.00	0.00	50.07	136.38	211.98	334.50
应付和预收款项	824.10	1005.70	1005.97	1208.93	1290.46	1582.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	74.99	84.43	78.32	76.30	76.30	76.30
负债合计	899.08	1090.13	1134.35	1421.61	1578.74	1993.59
股本	478.73	622.35	622.35	622.35	622.35	622.35
资本公积	495.27	351.65	351.65	351.65	351.65	351.65
留存收益	814.72	801.30	833.15	848.18	869.41	896.33
归属母公司股东权益	1788.72	1775.30	1807.15	1822.18	1843.41	1870.34
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1788.72	1775.30	1807.15	1822.18	1843.41	1870.34
负债和股东权益合计	2687.81	2865.43	2941.50	3243.79	3422.15	3863.93
现金流量表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	231.48	138.64	-29.48	96.00	80.95	79.36
投资性现金净流量	-20.24	-43.99	-184.05	-50.13	-0.13	-0.13
筹资性现金净流量	-78.24	-65.90	63.04	46.67	13.09	37.72
现金流量净额	132.54	29.25	-150.47	92.55	93.91	116.96

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 : 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
- 持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
- 中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
- 减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

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。