

收入结构变化导致业绩微降，看好公司长期发展

国睿科技发布 2017 年半年报：实现营收 4.40 亿元，同比微增 0.03%；归属于上市公司股东净利润 7891 万元，同比微降 5.23%。

核心观点

- **收入结构变化导致业绩微降，预计全年保持稳定增长。**报告期内，由于收入结构发生变化，毛利率较低的轨交收入占比提升，毛利率较高的军品微波组件业务受行业订单采购进度影响有所降低，导致报告期内毛利率略低于去年同期。预计下半年军品采购有望持续好转，高毛利军用微波组件新拓展用户带来增量，公司主业雷达业务稳定增长，在手轨交订单收入确认，全年有望继续保持稳定增长。
- **军民用雷达龙头，看好公司长期发展。**公司在微波和信息技术积累深厚，在空管雷达、气象雷达等多领域的国产厂商中优势明显。（1）空管雷达国产市场市占率高，未来将逐步实现国产替代。报告期内新获民航正式许可证书，有利于进一步开拓一次雷达市场。（2）军用微波组件需求强烈，可用于民用 5G。受行业影响，上半年军用微波器件订单有所减少，但是军用相控阵雷达是主流趋势，需求强烈，预计下半年和明后将快速增长；微波组件技术可用于 5G，未来市场空间广阔。（3）气象应用系统方面取得新进展，市场开拓顺利。
- **14 所产业化整合平台，科研院所改制进展需重点关注。**公司是中电科 14 所的唯一产业化整合平台，体外优质军工资产是上市公司的十倍左右。中电科集团资产证券化率较低（2016 年仅 25%左右），未来提升空间大，后续科研院所改制进展需重点关注。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2017/2018/2019 年 EPS 为 0.56/0.68/0.82 元（上次为 0.60/0.69/0.82）。考虑到公司的雷达龙头地位和业务的稳健增长，我们维持 60 倍 PE 估值，对应目标价为 33.44 元，维持公司“买入”评级。

风险提示

军民品订单不达预期；军工科研院所改制进展不达预期；轨交收入确认不达预期；应收账款和存货较高

公司主要财务信息					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,092	1,258	1,486	1,846	2,250
同比增长	13.5%	15.2%	18.1%	24.3%	21.9%
营业利润（百万元）	210	261	305	372	454
同比增长	29.9%	24.2%	17.0%	21.9%	22.0%
归属母公司净利润（百万元）	187	228	267	323	392
同比增长	28.0%	22.3%	16.8%	21.2%	21.4%
每股收益（元）	0.39	0.48	0.56	0.68	0.82
毛利率	35.2%	34.2%	32.5%	32.4%	32.5%
净利率	17.1%	18.2%	18.0%	17.5%	17.4%
净资产收益率	19.6%	16.8%	14.9%	16.2%	17.3%
市盈率（倍）	69.2	56.6	48.4	40.0	32.9
市净率（倍）	12.6	7.7	6.9	6.1	5.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

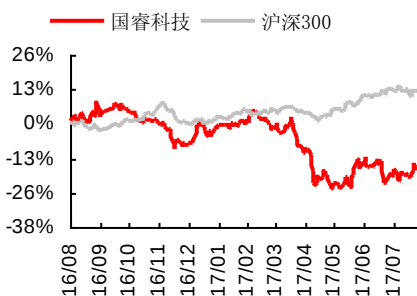


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2017 年 08 月 23 日）	27.03 元
目标价格	33.44 元
52 周最高价/最低价	35.60/24.83 元
总股本/流通 A 股（万股）	47,873/32,765
A 股市值（百万元）	12,940
国家/地区	中国
行业	军工
报告发布日期	2017 年 08 月 25 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	0.1	4.3	8.9	-18.1
相对表现 (%)	-1.4	3.5	-0.8	-30.5
沪深 300 (%)	1.5	0.7	9.7	12.4



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 王天一
021-63325888*6126
wangtianyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860510120021

联系人 罗楠
021-63325888-4036
luonan@orientsec.com.cn
冯定成
010-66210570
fengdingcheng@orientsec.com.cn

相关报告
军民协同发展的雷达龙头股 2017-06-28

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	325	552	716	753	781	营业收入	1,092	1,258	1,486	1,846	2,250
应收账款	498	505	594	738	900	营业成本	708	828	1,002	1,247	1,518
预付账款	49	16	30	37	45	营业税金及附加	6	9	9	11	13
存货	632	902	902	1,123	1,366	营业费用	25	27	31	39	47
其他	124	279	317	393	477	管理费用	126	133	149	185	225
流动资产合计	1,629	2,253	2,559	3,044	3,570	财务费用	2	5	(6)	(7)	(8)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	15	(3)	(4)	0	0
固定资产	132	137	127	113	99	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	2	4	4	4	4	投资净收益	0	1	0	0	0
无形资产	26	38	32	27	21	其他	0	0	0	0	0
其他	16	13	1	1	1	营业利润	210	261	305	372	454
非流动资产合计	176	192	164	145	125	营业外收入	11	9	11	11	11
资产总计	1,805	2,445	2,723	3,189	3,695	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	120	0	0	0	0	利润总额	221	270	316	383	464
应付账款	268	340	376	484	594	所得税	34	41	49	59	72
其他	365	392	436	564	662	净利润	187	228	267	323	392
流动负债合计	753	732	812	1,048	1,256	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	187	228	267	323	392
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.39	0.48	0.56	0.68	0.82
其他	26	25	25	25	25	主要财务比率					
非流动负债合计	26	25	25	25	25		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	779	758	837	1,073	1,281	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	13.5%	15.2%	18.1%	24.3%	21.9%
股本	257	479	479	479	479	营业利润	29.9%	24.2%	17.0%	21.9%	22.0%
资本公积	21	495	495	495	495	归属于母公司净利润	28.0%	22.3%	16.8%	21.2%	21.4%
留存收益	747	714	912	1,142	1,440	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	35.2%	34.2%	32.5%	32.4%	32.5%
股东权益合计	1,026	1,688	1,886	2,116	2,414	净利率	17.1%	18.2%	18.0%	17.5%	17.4%
负债和股东权益	1,805	2,445	2,723	3,189	3,695	ROE	19.6%	16.8%	14.9%	16.2%	17.3%
现金流量表						ROIC	17.7%	15.9%	14.1%	15.4%	16.6%
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
净利润	187	228	267	323	392	资产负债率	43.2%	31.0%	30.7%	33.7%	34.7%
折旧摊销	16	21	19	19	19	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	2	5	(6)	(7)	(8)	流动比率	2.16	3.08	3.15	2.90	2.84
投资损失	0	(1)	0	0	0	速动比率	1.32	1.85	2.04	1.83	1.75
营运资金变动	(211)	(299)	(61)	(212)	(290)	营运能力					
其它	(2)	(1)	7	0	0	应收账款周转率	2.8	2.5	2.7	2.8	2.7
经营活动现金流	(8)	(47)	226	124	114	存货周转率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
资本支出	(32)	(34)	0	0	0	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
长期投资	(1)	0	1	0	0	每股指标（元）					
其他	(0)	(5)	0	0	0	每股收益	0.39	0.48	0.56	0.68	0.82
投资活动现金流	(34)	(39)	1	0	0	每股经营现金流	-0.02	-0.10	0.47	0.26	0.24
债权融资	0	(0)	0	0	0	每股净资产	2.15	3.53	3.95	4.43	5.05
股权融资	0	696	0	0	0	估值比率					
其他	66	(430)	(62)	(86)	(86)	市盈率	69.2	56.6	48.4	40.0	32.9
筹资活动现金流	66	266	(62)	(86)	(86)	市净率	12.6	7.7	6.9	6.1	5.4
汇率变动影响	(0)	0	0	0	0	EV/EBITDA	54.7	43.4	39.2	32.5	26.8
现金净增加额	25	180	164	37	28	EV/EBIT	58.8	46.9	41.8	34.2	28.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

