



国睿科技

雷达业务持续向好，战略转型引领未来发展

业绩回顾

业绩符合预期

公司 2015 年上半年实现营业收入 3.38 亿元，同比下降 4.2%；实现净利润 0.57 亿元，同比增长 1.9%。公司盈利能力有较大提升，毛利率同比上升 3.5%至 34.4%，同时公司已经为各业务下半年的业绩突破奠定了良好的基础，预计公司全年业绩能够达到预期。

营收小幅下滑主要是由于轨道交通部分业务因客户原因执行延期，导致收入减少约 700 万元；同时调制器电源业务上游需求略有下降，收入较去年同期减少约 400 万元，但是毛利率随着调制器电源常规产品的升级提升了 3.66%至 52.57%。

发展趋势

雷达业务持续向好，毛利率大幅提升。公司在军事气象雷达和民用公共、环境、航空气象雷达市场的业务规模不断扩大，大额高毛利率雷达合同占比显著提高，使得雷达业务整体毛利率较去年同期大幅提升 10.28%至 35.14%，雷达业务盈利水平显著提高。

多个业务实现重大突破，为下半年业绩奠定了坚实的基础。上半年公司顺利完成了多个军用雷达产品方案的评审、获得了民航雷达使用许可证的延期换证、轨道交通信号系统部分产品实现了进口替代和国内首次应用，均为下半年业绩突破奠定了坚实的基础。

战略转型引领未来发展。公司正在由设备供应商向整体解决方案供应商转变；市场战略正在由国内市场为主，向国内、国际市场并重转变；地位正在由行业领先向行业引领转变；发展方向正在由内增式发展向内增式、外延式发展并重转变。我们认为公司战略转型方向契合行业发展特点，有利于公司持续健康发展。

盈利预测调整

维持盈利预测不变。

估值与建议

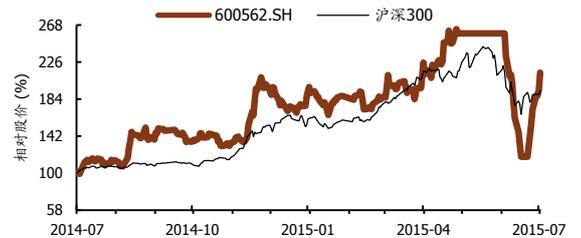
预计公司 2015~16 年 EPS 分别为 0.75 元、1.05 元，当前股价对应 2015~16 年 P/E 分别为 78.6x、55.8x。公司在雷达领域具备绝对的领先实力，我们维持“推荐”评级，目标价 75 元，对应 2016 年 P/E 71x，仍低于可比公司 86x 的平均估值。

风险

军工资产证券化进程的不确定性；市场竞争日趋激烈。

维持推荐

股票代码	600562.SH
评级	推荐
最新收盘价	人民币 58.58
目标价	人民币 75.00
52 周最高价/最低价	人民币 73.50~26.81
总市值(亿)	人民币 151
30 日日均成交额(百万)	人民币 334.41
发行股数(百万)	257
其中：自由流通股(%)	39
30 日日均成交量(百万股)	6.84
主营行业	航空航天军工



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	904	962	1,278	1,680
增速	230.9%	6.4%	32.8%	31.5%
归属母公司净利润	95	146	192	270
增速	588.1%	54.3%	31.4%	40.8%
每股净利润	0.37	0.57	0.75	1.05
每股净资产	3.02	3.43	4.01	4.87
每股股利	0.15	0.17	0.19	0.19
每股经营现金流	0.34	0.10	0.96	1.03
市盈率	159.3	103.2	78.6	55.8
市净率	19.4	17.1	14.6	12.0
EV/EBITDA	104.6	77.0	62.7	45.6
股息收益率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
平均总资产收益率	9.8%	10.9%	12.3%	13.7%
平均净资产收益率	16.8%	17.6%	20.0%	23.6%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

王宇飞

分析员
yufei3.wang@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080514090001
SFC CE Ref: BEE831

吴慧敏

分析员
huimin.wu@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080511030004
SFC CE Ref: AUZ699



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	904	962	1,278	1,680	营业收入	230.9%	6.4%	32.8%	31.5%
营业成本	640	668	905	1,185	营业利润	989.1%	58.2%	33.0%	42.7%
营业税金及附加	5	5	7	9	EBITDA	184.1%	36.2%	21.2%	35.6%
营业费用	31	16	21	28	净利润	588.1%	54.3%	31.4%	40.8%
管理费用	113	102	128	160	盈利能力				
财务费用	5	-4	-12	-24	毛利率	29.3%	30.5%	29.2%	29.5%
其他	8	14	15	16	营业利润率	11.3%	16.8%	16.8%	18.3%
营业利润	102	162	215	307	EBITDA 利润率	15.6%	19.9%	18.2%	18.8%
营业外收支	12	12	13	15	净利润率	10.5%	15.2%	15.0%	16.1%
利润总额	113	174	228	322	偿债能力				
所得税	21	28	37	52	流动比率	2.33	2.63	2.28	2.19
少数股东损益	-2	0	0	0	速动比率	1.37	1.48	1.28	1.33
归属母公司净利润	95	146	192	270	现金比率	0.67	0.64	0.69	0.75
EBITDA	141	192	232	315	资产负债率	40.2%	35.6%	41.0%	42.9%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	334	295	479	688	回报率分析				
应收账款及票据	347	382	394	518	总资产收益率	9.8%	10.9%	12.3%	13.7%
预付款项	47	21	28	36	净资产收益率	16.8%	17.6%	20.0%	23.6%
存货	478	533	696	790	每股指标				
其他流动资产	-47	-12	-18	-26	每股净利润 (元)	0.37	0.57	0.75	1.05
流动资产合计	1,158	1,219	1,578	2,006	每股净资产 (元)	3.02	3.43	4.01	4.87
固定资产及在建工程	88	116	128	141	每股股利 (元)	0.15	0.17	0.19	0.19
无形资产及其他长期资产	20	19	19	19	每股经营现金流 (元)	0.34	0.10	0.96	1.03
非流动资产合计	139	152	168	186	估值分析				
资产合计	1,297	1,371	1,746	2,192	市盈率	159.3	103.2	78.6	55.8
短期借款	0	0	0	0	市净率	19.4	17.1	14.6	12.0
应付账款及票据	497	463	691	915	EV/EBITDA	104.6	77.0	62.7	45.6
其他流动负债	0	0	0	0	股息收益率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
流动负债合计	497	463	691	915					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	25	24	24	24					
负债合计	521	488	716	939					
股东权益合计	775	883	1,031	1,252					
少数股东权益	0	0	0	0					
负债及股东权益合计	1,297	1,371	1,746	2,192					
现金流量表									
净利润	95	146	192	270					
折旧和摊销	22	22	17	18					
营运资本变动	134	124	-53	-6					
其他	101	-16	-3	-4					
经营活动现金流	87	25	246	266					
投资活动现金流入	1	0	0	0					
投资活动现金流出	-49	-29	-30	-33					
投资活动现金流	-48	-29	-30	-33					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	-18	0	0	0					
其他	125	5	0	0					
筹资活动现金流	101	-33	-32	-23					
汇率变动对现金的影响	-1	0	0	0					
现金净增加额	139	-38	184	209					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

国睿科技股份有限公司是中国电子科技集团第十四研究所控股的一家上市公司，于2013年7月通过资产置换在上交所上市。公司下辖南京恩瑞特实业、芜湖国睿兆伏电子和南京国睿微波器件三家子公司，立足微波与信息技术领域，专注微波电子产品、交通电子系统和信息系统集成三大业务，主要产品包括雷达整机系统和子系统、大功率脉冲电源、微波组件、微波铁氧体器件、轨道交通控制系统等。



图表 1：半年业绩回顾

(人民币百万元)	1H15A	YoY	HoH	2015E	1H as % of FY
收入	338	-4.2%	-44.6%	1,278	26.4%
毛利	116	6.8%	-37.2%	366	31.7%
营业利润	67	6.1%	-32.8%	215	30.9%
净利润	57	1.9%	-37.1%	192	29.6%
全面摊薄每股收益 (元)	0.22	1.9%	-37.1%	0.75	29.6%
毛利率	34.4%	3.5ppt	4.1ppt	28.7%	
营业利润率	19.7%	1.9ppt	3.5ppt	16.8%	
净利润率	16.8%	1ppt	2ppt	15.0%	

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：单季度财务信息

(人民币百万元)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15
营业收入	64	312	220	307	114	239	234	376	97	241
(YoY growth)	3.2%	245.3%	259.8%	418.9%	76.5%	-23.6%	6.4%	22.2%	-14.7%	0.9%
(QoQ growth)	8.6%	385.4%	-29.7%	39.9%	-63.1%	110.0%	-2.0%	60.7%	-74.2%	148.5%
营业成本	-42	-206	-165	-226	-74	-169	-171	-254	-61	-160
主营业务税金及附加	-0.44	-2.02	-1.15	-1.51	-0.47	-0.83	-1.24	-2.75	-0.52	-0.79
毛利	22	104	53	80	39	69	62	119	35	80
(YoY growth)	-22.2%	215.3%	130.4%	339.5%	78.9%	-34.2%	16.9%	48.2%	-9.0%	15.9%
(QoQ growth)	18.8%	380.6%	-49.1%	51.0%	-51.6%	76.9%	-9.6%	91.6%	-70.3%	125.3%
销售费用	10	16	2	4	2	3	3	7	3	5
管理费用	18	50	17	26	13	16	21	52	12	23
财务费用	4	3	-1	-1	-1	-1	-1	-1	1	0
投资收益	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	7	3	-2	3	10	0	0	3	2
营业利润	-11	29	31	53	21	42	38	61	16	50
(YoY growth)	-1007.8%	545.2%	-1430.8%	782.9%	-289.7%	45.1%	22.5%	13.8%	-22.3%	20.4%
(QoQ growth)	-283.5%	-359.0%	8.5%	71.1%	-60.6%	98.0%	-8.4%	59.0%	-73.1%	206.8%
归属于母公司所有者的净利润	-9	26	26	52	17	39	34	57	14	43
(YoY growth)	-736.6%	505.0%	-1527.0%	430.0%	-286.0%	48.5%	31.8%	8.9%	-17.9%	10.5%
(QoQ growth)	-192.4%	-389.1%	-2.4%	103.4%	-67.6%	130.9%	-13.4%	68.0%	-75.6%	210.7%
扣除非经常性损益后的净利润	-11	-23	68	5	17	36	33	50	14	41
(YoY growth)	-1410.4%	-880.0%	-2802.4%	-24.0%	-256.7%	-257.5%	-51.5%	831.6%	-16.9%	15.0%
(QoQ growth)	-249.8%	112.8%	-400.4%	-92.1%	208.7%	113.8%	-7.5%	52.5%	-72.5%	195.8%
扣非后净利润(累计)	-11	-33	35	40	17	52	85	136	14	55

资料来源：公司公告，中金公司研究部

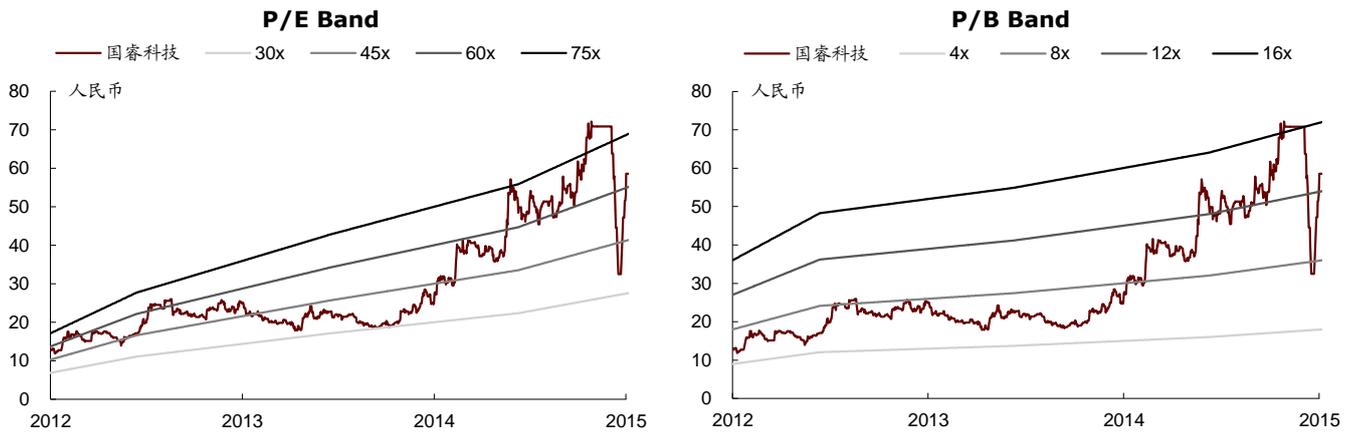
图表 3：可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (本地货币)	市值 (本地货币 百万)	EPS			P/E			P/B		
				14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	16E
海格通信*	002465.SZ	36.5	36,380	0.44	0.56	0.80	82.2	64.9	45.8	7.4	6.6	5.9
长城信息	000748.SZ	34.9	28,421	0.11	0.17	0.24	312.9	202.6	146.0	12.2	11.5	10.6
高德红外	002414.SZ	39.4	23,616	0.11	0.20	0.30	347.5	201.0	132.8	9.7	9.2	8.7
国睿科技*	600562.SH	58.6	15,059	0.57	0.75	1.05	103.2	78.6	55.8	17.1	14.5	12.0
振芯科技*	300101.SZ	59.0	16,396	0.19	0.45	0.70	318.3	130.0	84.2	20.5	17.8	14.9
华力创通*	300045.SZ	19.9	11,030	0.09	0.13	0.21	231.5	151.0	92.7	12.9	11.4	10.3
海兰信*	300065.SZ	36.3	7,639	0.09	0.30	0.59	422.7	120.7	61.3	12.7	11.6	10.0
四创电子	600990.SH	87.7	11,983	0.59	0.88	1.27	149.5	99.6	69.2	13.1	11.6	9.9
平均值							246.0	131.0	86.0	13.2	11.8	10.3
中值							272.2	125.3	76.7	12.8	11.5	10.1

资料来源：万得资讯，公司公告，中金公司研究部 注：*为中金公司覆盖股票



图表4: 历史P/E和P/B Band



资料来源: 万得资讯, 公司公告, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL），星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

