



十四所优质资产重组完成, 公司规模上新台阶

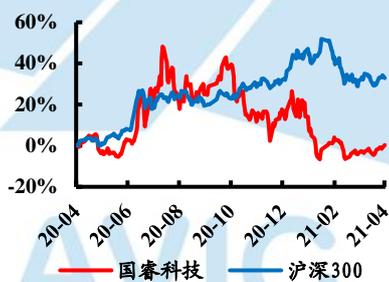
中航证券研究所
分析师: 张超
证券执业证书号: S0640519070001
电话: 010-59562516
邮箱: liangc@avicsec.com

行业分类: 军工

2021 年 4 月 27 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.4.26)	14.58 元
目标价格	19.35 元
基础数据 (2021.4.26)	
上证指数	3441.17
总市值 (亿元)	181.06
总股本 (亿股)	12.42
流通 A 股 (亿股)	6.61
资产负债率 (2020)	44.40%
ROE (平均) (2020)	15.24%
PE (TTM)	66.89
PB (LF)	4.41

近一年公司与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券研究所

➤ **事件:** 公司 4 月 27 日公告, 2020 营收 36.06 亿元 (+6.54%), 归母净利润 4.66 亿元 (+13.72%), 毛利率 24.83% (+6.97pcts), 净利率 12.92% (+9.33pcts)。2021 年 Q1 营收 8.34 亿元(+227.14%), 归母净利润 0.75 亿元(+973.23%), 毛利率 19.45% (-8.72pcts), 净利率 8.97% (+11.83pcts)。

➤ **投资要点:**

● **整合十四所优质资产, 盈利规模和质量上新台阶:** 公司背靠十四所及国睿子集团, 2020 年完成重大资产重组, 在原有业务基础上增加了防务雷达和工业软件业务, 调整前, 2020 年营收、归母净利润同比增长 210.74%、1021.30%, 公司收入和盈利规模大幅提升。调整后, 2020 年营收、归母净利润同比增长 6.54%、13.72%, 在疫情冲击下依然实现稳健增长。公司综合实力和核心竞争力实现大幅跃升, 毛利率 (+6.97pcts)、净利率 (+9.33pcts) 对比 2019 年未完成重组时大幅提升, 三费占营收比方面 (4.16%) 也大幅下降 3.41pcts。总体来看, 公司在整合资产后, 盈利规模和质量均出现大幅提升。具体业务来看:

1、**雷达装备及相关系统:** 实现收入 22.85 亿元(-5.99%), 毛利率 26.62%(-1.03pcts)。公司重组后, 该业务板块收入占比 (63.37%) 超六成, 一方面是加入了收入规模较大的防务雷达板块, 拓展了军民用雷达产品谱系、丰富了国内外市场资源; 另一方面是将公司原有相关的微波组件及特种电源产品纳入该板块, 成为 **A 股市场雷达技术最为先进、产品品类最为齐全的上市公司**, 产品包括机载火控、机载预警、武器定位、武器制导、靶场测控、反隐身情报等**防务雷达**; 近程及远程一、二次雷达等**空管雷达**; 测风、测雨、测云等**气象雷达及气象应用系统**; **微波器件与射频组件**以及**特种高低压电源**等分系统产品。总体来看, 公司雷达业务市场份额稳定, 内销产品交付良好, 而外销军贸产品因疫情影响交付延迟, 一定程度影响了雷达业务板块收入增长。**我们认为随着疫情影响的减小, 公司雷达装备业务有望持续增厚公司业绩。**

2、**智慧轨交:** 实现收入 8.92 亿元 (+70.93%), 毛利率为 13.22% (+2.01pcts)。产品包括具有自主知识产权的基础 CBTC 系统、全自动运行系统以及与 CBTC 系统配套的智能运维系统、列车障碍物探测系统等智能化产品。2020 年轨交业务的大幅增长主要系多个地铁项目进入批量供货和安装调试阶段, 同时随着南昌地铁 3 号线项目自主化信号产品的应用, 板块盈利能力明显提高。此外公司 2020 年中标福州地铁 5 号线 ATS 系统、嘉兴有轨电车、南通地铁 1 号线 PIS 系统等多个新项目, 其中嘉兴有轨电车项目是公司有轨电车业务取得的省外市场新突破。**我们认为公司凭借雄厚的技术能力, 研发具有智能化和自主化的产品, 提升公司的核心竞争力, 有望持续提升公司轨交业务的份额及产品毛利率。**

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: 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

3、工业软件及智能制造：实现收入 3.77 亿元（+1.58%），毛利率为 36.98%（+1.74pts）。该业务为公司并购国睿信维新增业务板块，具体包括 REACH.PLM、REACH.IDS、REACH.MPM 以及 REACH.IETM 等多个自主工业软件产品。2020 年公司自主工业软件业务发展迅速，合同额同比增长 30%以上，毛利水平稳步提升。此外，十三五期间，公司团队突破了多个领域的智能制造关键技术，通过在军工电子、船舶、航空、航天等诸多高端客户的智能制造转型实践和示范应用中积累了丰富的经验，已成为国内军工行业智能制造信息化领域的重要供应商，为公司智能制造产业发展奠定了良好基础。

- **疫情影响消散，一季度业绩同比大幅增长：**2021Q1 公司营收（8.34 亿元）、归母净利润（0.75 亿元）同比大幅增长 227.14%、973.23%，主要系 2020 年疫情影响，收入、盈利低于正常水平。整体来看公司 2021 年一季度业绩快速恢复为公司全年收入及盈利增长奠定了良好的基础。
 - **并购子公司超额完成业绩承诺，轨交子公司收入利润贡献增加：**2020 年 5 月 31 日，公司完成对国睿防务（实现净利润 3.13 亿元，+12.61%）及国睿信维（0.54 亿元，+15.66%）的并表，超额完成了 2020 年业绩承诺的合计 3.43 亿净利润的贡献，两家子公司利润稳步增长，整体提升公司盈利能力，同时 2021-2022 年两家子公司业绩承诺合计净利润分别为 3.82 亿元、4.44 亿元，有望持续增厚公司盈利。此外公司轨交业务主体子公司南京恩瑞特业务稳定增长，自主信号产品商用项目顺利推进，促使子公司净利润贡献（0.27 亿元，+180.39%）大幅提升。
 - **持续加大产品研发投入，科技创新成果显著：**公司以关键核心技术自主可控为使命，加大各板块科技创新力度，2020 年研发投入 1.75 亿元（+23.79%）。**雷达装备方面**，完成了多型军贸新产品的研发，空管、气象雷达产品等也取得多项研发成果；**智慧轨交方面**，公司自主信号系统技术更趋成熟，实现部分核心应用的上线运行；**工业软件及智能制造方面**，完成自主产品 REACH.PLM V4R20 版本发布，产品成熟度和竞争力大幅提升，完成了自主工业软件产品体系的初步整合，成功中标工信部智能制造系统解决方案供应商项目等。公司 2020 年科技创新成果显著，有望给公司业绩增长持续提供新动能。
 - **增资国睿信维，加快经营规模和经济效益提升：**2021 年 4 月 21 日，公司向子公司国睿信维增资 2,850 万元，此举是公司抓住市场机遇加快发展智能制造业务的重要举措，有利于国睿信维提升企业资信和综合实力，增强承接业务的能力，加快国睿信维经营规模和经济效益提升，从而促进上市公司智能制造业务高质量快速发展。
- **投资建议：**①公司背靠中电科 14 所以及国睿子集团，技术实力雄厚；②成功完成 14 所优质防务雷达资产重组，成为 A 股市场雷达技术最为先进、产品品类最为齐全的上市公司，盈利规模和质量上新台阶；③科技创新成果显著，有望给公司业绩增长持续提供新动能；④2021 年一季度业绩快速恢复为公司全年收入及盈利增长奠定了良好的基础。我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 47.39 亿元、54.64 亿元和 62.54 亿元，归母净利润分别为 5.95 亿元、7.01 亿元和 8.01 亿元，EPS 分别为 0.48 元、0.56 元和 0.65 元。我们给予“买入”评级，目标价 19.35 元，对应 2021-2023 年预测 EPS 的 40 倍、34 倍及 30 倍 PE。
- **风险提示：**海外疫情影响雷达交付、订单不及预期、业绩承诺无法兑现等风险。
- **盈利预测：**

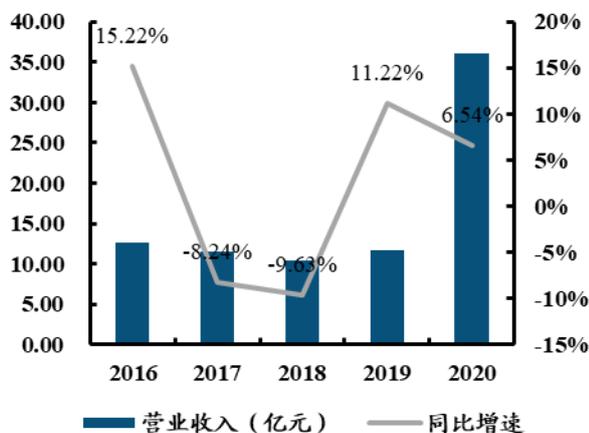
单位: 百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1160.32	3605.53	4739.39	5463.63	6254.36
增长率 (%)	11.22%	6.54%	31.45%	15.28%	14.47%
归属母公司股东净利润	41.60	466.47	594.65	700.72	801.34
增长率 (%)	10.05%	13.72%	27.48%	17.84%	14.36%
销售毛利率	17.86%	24.83%	24.09%	24.22%	23.86%
每股收益 (EPS)	0.07	0.38	0.48	0.56	0.65

数据来源: WIND, 中航证券研究所



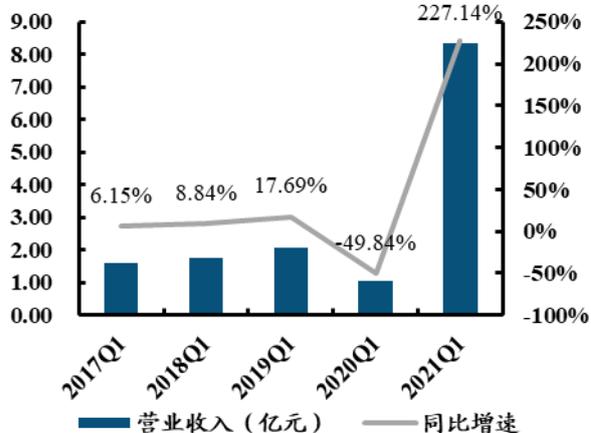
◆ 公司主要财务数据 (同比增速追溯调整同一控制下企业合并后数据)

图 1: 公司近 5 年营业收入及增速情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近 5 年 Q1 营业收入及增速情况



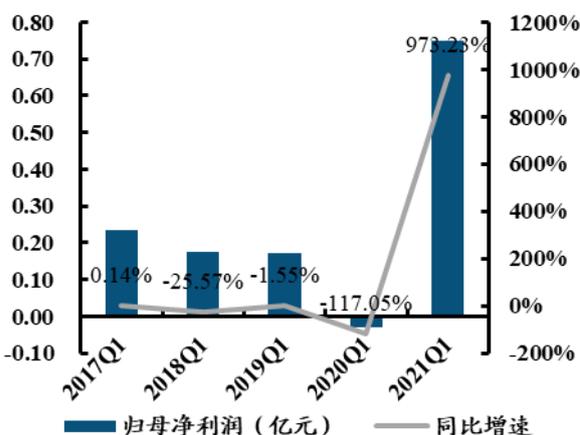
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近 5 年归母净利润及增速情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司近 5 年 Q1 归母净利润及增速情况



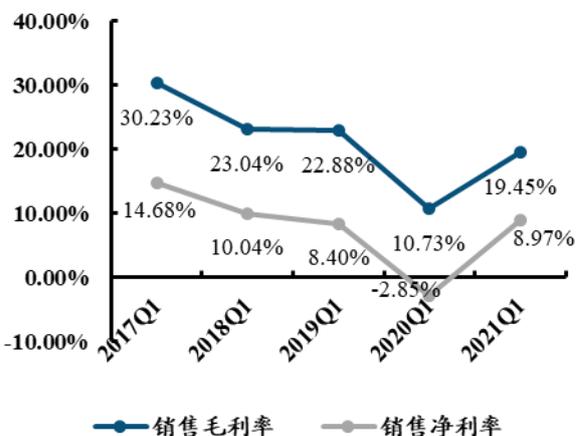
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司近 5 年毛利率及净利率情况



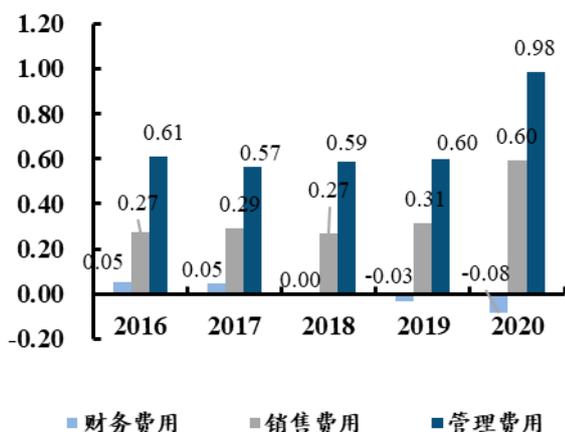
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 6: 公司近 5 年 Q1 毛利率及净利率情况



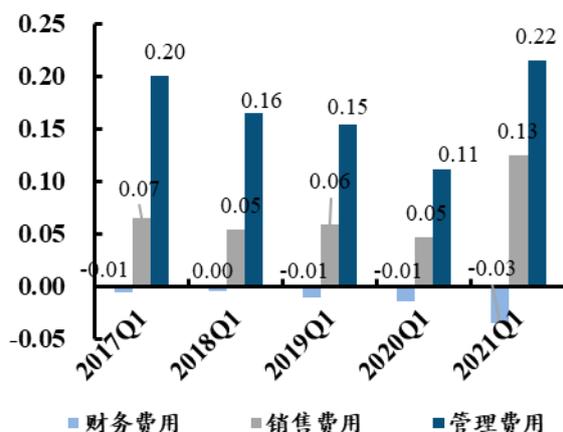
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 7: 公司近 5 年三费情况 (亿元)



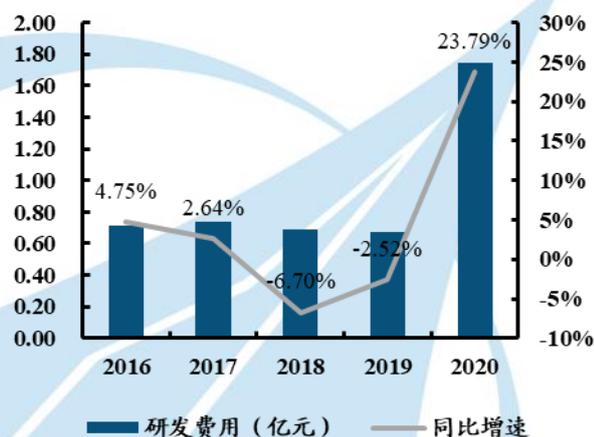
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 8: 公司近 5 年 Q1 三费情况 (亿元)



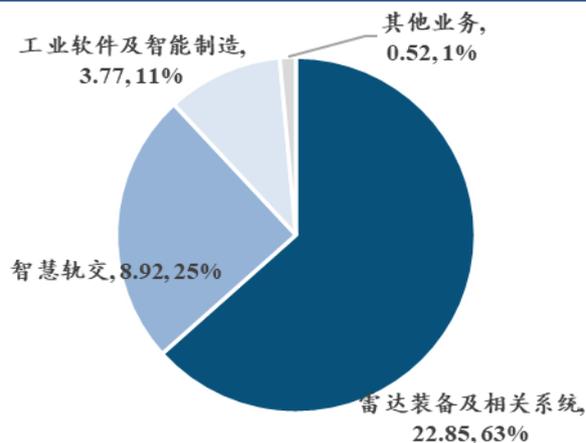
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 9: 公司近 5 年研发费用情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 10: 公司 2020 产品结构 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所



报表预测 (百万元)						
	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表						
营业收入	1043.30	1160.32	3605.53	4739.39	5463.63	6254.36
减: 营业成本	851.53	953.04	2710.13	3597.60	4140.13	4761.90
营业税金及附加	4.24	4.09	11.26	14.80	17.06	19.53
营业费用	26.92	31.27	59.59	78.33	90.30	103.37
管理费用	58.92	59.91	98.40	129.35	149.12	170.70
财务费用	-0.02	-3.43	-8.13	-9.24	-12.72	-16.39
资产减值损失	-4.01	-0.85	-1.31	-1.31	-1.31	-1.31
营业利润	40.26	44.57	578.16	731.24	862.56	987.16
加: 其他非经营损益	-0.15	-0.27	-0.57	7.69	7.69	7.69
利润总额	40.11	44.30	577.59	738.93	870.26	994.85
减: 所得税	2.31	2.70	111.77	142.49	167.90	192.01
净利润	37.80	41.60	465.82	596.44	702.35	802.84
减: 少数股东损益	0.00	0.00	-0.65	-0.83	-0.98	-1.12
归属母公司股东净利润	37.80	41.60	466.47	594.65	700.72	801.34
资产负债表						
货币资金	778.67	591.40	1070.83	1619.01	2066.69	2668.31
应收和预付款项	823.56	904.11	3150.54	4095.70	4710.06	5181.06
存货	998.83	1009.39	2086.04	2190.34	2299.86	2414.85
其他流动资产	56.67	56.18	348.32	374.15	428.98	461.87
长期股权投资	0.00	154.05	513.51	513.51	513.51	513.51
投资性房地产	0.34	0.34	268.91	268.91	268.91	268.91
固定资产和在建工程	123.57	136.05	217.25	218.56	219.87	221.18
无形资产和开发支出	29.56	30.60	33.26	33.26	33.26	33.26
其他非流动资产	54.24	59.38	84.83	87.59	95.87	105.45
资产总计	2865.43	2941.50	7773.49	9401.03	10636.99	11868.41
短期借款	0.00	50.07	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1005.70	1005.97	2653.44	3179.41	3652.78	4015.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	84.43	78.32	798.13	836.62	919.10	1009.84
负债合计	1090.13	1134.35	3451.57	4016.03	4571.89	5025.54
股本	622.35	622.35	1241.86	1241.86	1241.86	1241.86
资本公积	351.65	351.65	1804.70	1804.70	1804.70	1804.70
留存收益	801.30	833.15	1268.14	1846.13	2527.22	3306.11
归属母公司股东权益	1775.30	1807.15	4314.70	4892.69	5573.78	6352.67
少数股东权益	0.00	0.00	7.22	6.38	5.40	4.27
股东权益合计	1775.30	1807.15	4321.92	4899.08	5579.18	6356.94
负债和股东权益合计	2865.43	2941.50	7773.49	8915.10	10151.06	11382.48
现金流量表						
经营性现金净流量	138.64	-29.48	383.99	631.84	456.92	610.89
投资性现金净流量	-43.99	-184.05	-493.08	-76.41	-2.51	-3.38
筹资性现金净流量	-65.90	63.04	441.89	-7.25	-6.73	-5.88
现金流量净额	29.25	-150.47	332.82	548.18	447.68	601.63

数据来源: WIND, 中航证券研究所

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, 中航证券研究所首席分析师。

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。