



中航证券金融研究所

分析师：张超

证券执业证书号：S0640519070001

研究助理：宋博

证券执业证书号：S0640118080024

电话：010-59562534

邮箱：songbo@avicsec.com

研究助理：王宏涛

证券执业证书号：S0640118100010

电话：010-59562519

邮箱：wanght@avicsec.com

雷科防务（002413）2019 年年报，2020 年一季报点评：内生外延稳步发展，军工电子布局显成效

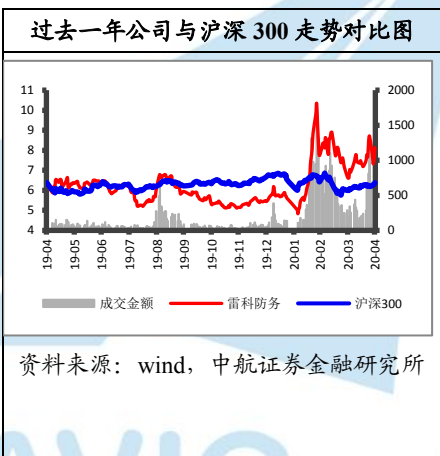
行业分类：国防军工

2020 年 5 月 6 日

公司投资评级	持有
当前股价(2020.4.30)	8.13

基础数据（2020.4.30）

上证指数	2860.08
总股本（亿股）	11.02
流通 A 股（亿股）	10.31
资产负债率	19.46%
ROE（摊薄）	3.79%
PE（TTM）	62.7
PB（LF）	2.47



- **事件：**公司 4 月 30 日发布 2019 年年报和 2020 年一季报，2019 年公司实现营收 11.25 亿（+13.16%），归母净利润 1.37 亿（+0.19%），毛利率 44.09%（+0.29pcts），净利率 13.49%（-1.45pcts）。2020Q1 公司实现营收 1.33 亿（-23.25%），实现归母净利 0.18 亿（+14.07%），毛利率为 52.43%（+6.32pct）。
- **投资要点：**
 - **五大业务群稳步发展，军民双线发展：**雷科防务拥有完全的自主知识产权，覆盖雷达系统、智能弹药、卫星应用、安全存储、智能网联等产业方向。公司主要产品可分为五大业务群：①雷达系统，②智能弹药，③卫星应用，④安全存储，⑤智慧网联。**分产品来看：**2019 年，雷达系统（子公司理工雷科）实现营收 2.68 亿（+3.27%），业务占比 23.85%；卫星应用（子公司理工雷科，成都爱科特）实现营收 4.67 亿（+22.31%），业务占比 41.54%；智能弹药（子公司西安奇维科技）实现营收 1.91 亿（+30.80%），业务占比 17.01%；安全存储（子公司西安奇维科技）实现营收 1.86 亿（-7.47%），业务占比 16.52%。2019 年军工产业将进入装备升级的关键时期，军民结合格局迎来了持续深化之年，创新驱动发展的国家战略也更加深入，公司秉承军民双线发展思路，其中，雷达系统、卫星应用、安全存储业务群已完成军用、民用核心产品研发并投入市场；智能弹药在国内、国外双线市场取得进展；智能网联业务群获得多项示范项目逐步展开。
 - **毛利率基本稳定，研发投入逐年提高：**经营端来看，2019 年公司综合毛利率 44.09%（+0.29pcts），分产品来看，雷达系统毛利率 42.33%（-2.94pcts）；卫星应用毛利率 47.28%（+1.13pcts）；智能弹药毛利率 67.84%（-4.22pcts）；安全存储毛利率 16.79%（-1.24pcts），整体来看，毛利率基本保持稳定。费用端来看，2019 年，公司销售费用 2696.77 万（+8.94%）；管理费用 1.61 亿（+1.21%）；财务费用 1398.73 万（+4710.90%），财务费用大幅增长主要是授信使用增加导致利息费用增加以及公司理财产品收益减少所致。公司高度重视技术和产品研发创新，研发投入占公司营业收入的比例逐年提高，2019 年公司研发投入 1.22 亿，占营业收入比例为 10.84%。
 - **雷达业务军品深化，民品实现批量供货：**军品方面，公司雷达在军品市场不断深化，特种雷达型号投入批量生产，重点型号取得技术突破，其中，某军用高分辨特种毫米波雷达，经过多年不断的持续研发与更新，成功完成定型，并在本年度开始批量交付。**民品方面，**公司雷达产品在多个国民经济的重点行业进行拓展，在灾害、国土、交通、汽车等领域都切入市场。汽车领域：77GHz 车载高精度毫米波雷达于 2019 年初实现产品的批量生产及批量供货，与比亚迪、长安、北汽等多个车企开展合作。国土领域：公司参股公司苏州理工雷科传感技术有限公司地质灾害监测雷达是国内首款自主研发的地质灾害监测雷达，目前产品已上市销售，部署于 10 余个省市/自治区的露天矿山及地质灾害监测点。交通领域：苏州理工雷科作为核心雷达传感器的供应商，参与了民航二所在大兴机场的 FOD（机场跑道外来物）探测系统的建设工作。

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



- **智能弹药外贸版定型, 瞄准海外市场:** 在智能弹药领域, 公司国内和国际市场双线出击。**系统级方面**, 遥控武器站产品技术进一步升级并完成定型, 已持续批量装备客户, 后续将根据客户需求研发系列化产品, 同时, 外贸版本完成定型, 开始开拓海外市场; **分系统方面**, 毫米波导引头完成了科研定型, 并实现批量交付, 公司与兵器集团所属研究所深度合作, 瞄准军贸市场与内装市场 开展了巡飞弹、毫米波导引头等项目的联合研制; **核心组件方面**, 公司研制的巡飞弹捷联式图像导引头指标国内领先, 产品实现批量交付, 各类核心组件产品, 全年批量交付合计近百款, 合计 5000 多套。
- **首颗星载抗辐照 SAR 芯片研制成功, 北斗导航业务稳步发展:** 2019 年, 公司继续保持了在星上实时处理领域的领先地位, **在星上实时处理领域**, 公司拥有传统优势, 研发的首颗星载抗辐照 SAR 芯片研制成功, 填补国内空白。**地面遥感领域**, 公司参与建设多个大型地面遥感测控站建设, 涉及国防、航天、空间基础设施等多个领域; 某海外地面站项目顺利完成验收交付, 为我公司第一个交付的海外遥感地面产品; 嵌入式卫星遥感数据处理设备, 在我国南极极地科考船“雪龙号”上装备应用。**在北斗导航领域**, 公司主要围绕高精度北斗卫星导航应用, 提供核心基带芯片、模块、整机及应用系统等产品和服务。2019 年公司取得军用领域 10 余款型号项目, 并在民品领域实现产品技术转移转化, 融合雷达技术进入智能无人矿山领域。
- **军工信息化持续推进, 安全存储产品自主可控:** 中国当前已进入国产替代, 安可为标志的信息化发展新阶段, 公司自主研发国产化自主可控存储阵列成功纳入军方自主可控名录, 拥有覆盖高、中、低端军工级的存储产品, 2019 年, 公司正式流片 28nm 自主可控 PCIe SSD 控制器芯片, 标志公司进军千亿级自主可控市场。
- **2020Q1 营收下滑, 外延收购标的完成业绩承诺:** 2020Q1 公司实现营收 1.33 亿 (-23.25%), 实现归母净利 0.18 亿 (+14.07%), 毛利率为 52.43% (+6.32pct)。2020Q1 存货 5.84 亿, 环比上升 22.90%, 在营收下滑背景下存货继续上升, 预计是交付延迟所致, 伴随疫情好转预计存货可以兑现到业绩。根据公司一季报披露, 2019 年公司通过向交易对方发行股份、可转换债券及支付现金相结合的方式以 6.25 亿的对价购买西安恒达及江苏恒达 100% 股权, 同时, 公司拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份及可转换债券募集配套资金不超过 3.97 亿元, 根据报告书, 标的资产 2019 年、2020 年和 2021 年实现净利润不低于人民币 4000 万, 5200 万和 6500 万, 从实际完成情况来看, 公司收购的标的资产 2019 年度实现扣除股份支付费用影响后的净利润为 4803.20 万, 完成 2019 年业绩承诺。我们认为公司收购恒达微波将扩充现有业务, 完善公司军工电子产业链布局, 未来将对公司业绩实现增厚。
- **投资建议:** 我们认为, 军工产业将进入装备升级的关键时期, “十三五”即将进入收官之年, 自主可控和军工信息化趋势较为明确。世界军贸市场近年来保持总体上升趋势, 可能会促进公司智能弹药收入成为增长点。公司五大业务群稳健发展, 同时公司积极进行外延式并购, 切入微波器件领域, 不断完善上下游产业链, 且收购标的 2019 年业绩完成度较好。我们预测公司 2020、2021、2022 年归母净利润分别 2.34 亿元, 3.32 亿元和 3.76 亿元, EPS 分别为 0.21 元, 0.30 元和 0.34 元, 当前股价对应 PE 分别为 38.25 倍, 27.01 倍和 23.81 倍, 维持“持有”评级
- **风险提示:** 军工订单不及预期; 疫情导致复工延后; 收购标的未来业绩完成情况不及预期。

● 盈利预测:

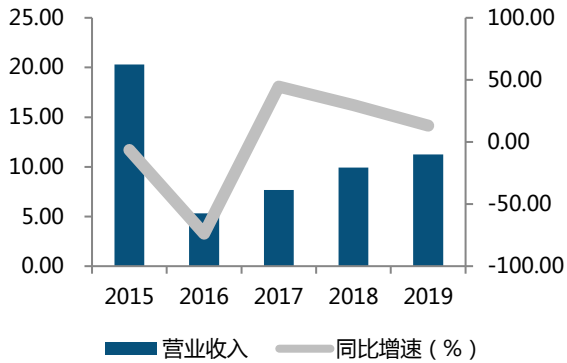
单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1124.77	1351.07	1628.85	1971.23
增长率 (%)	13.16	20.12	20.56	21.02
归属母公司股东净利润	136.54	234.23	331.70	376.20
增长率 (%)	0.19	71.55	41.61	13.42
每股收益 (EPS)	0.13	0.21	0.30	0.34

数据来源: wind, 中航证券金融研究所 (注: 业绩预测不包括西安恒达及江苏恒达)



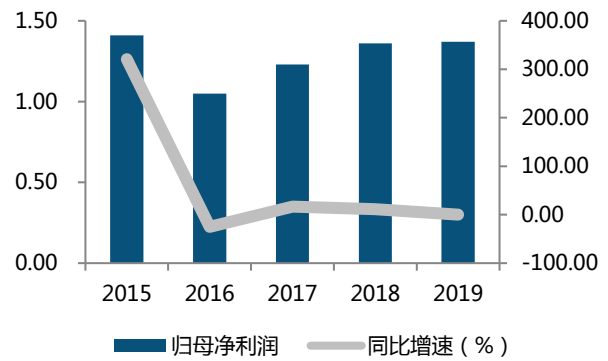
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司近五年营业收入及增速情况 (亿, %)



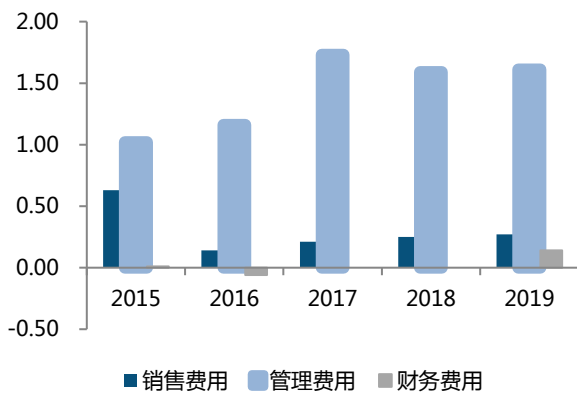
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 2: 公司近五年归母净利润及增速情况 (亿, %)



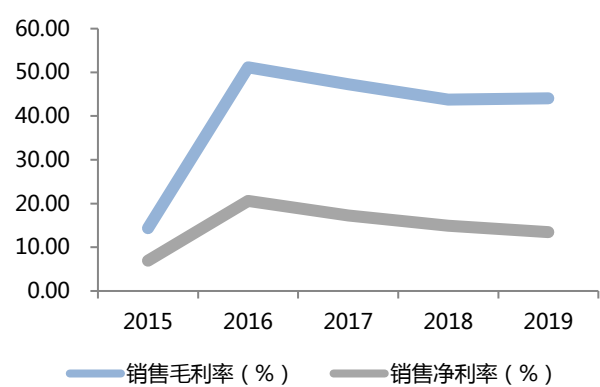
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司三费情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 4: 公司近五年毛利率及净利率情况 (%)



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

◆ 公司财务模型 (百万元)

利润表	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1124.77	1351.07	1628.85	1971.23
营业成本	628.81	747.55	897.66	1075.31
营业税金及附加	5.47	7.08	8.33	10.17
销售费用	26.97	33.61	40.04	48.45
管理费用	160.72	199.09	220.29	293.08
财务费用	13.99	6.44	-8.27	-18.49
资产减值损失	-0.97	2.23	2.23	2.23
投资收益	18.66	11.67	15.23	15.19
公允价值变动损益	0.02	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	190.91	234.01	336.95	380.29
其他非经营损益	-0.12	0.00	-0.12	-0.08
利润总额	190.80	234.01	336.83	380.21
所得税	39.08	39.78	57.13	69.00
净利润	151.71	194.23	279.70	311.20
少数股东损益	15.17	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	136.54	234.23	331.70	376.20
资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	298.72	551.09	1415.20	2182.25
应收和预付款项	1203.45	1404.71	1676.86	2052.23
存货	476.38	574.05	679.13	818.03
其他流动资产	88.80	310.32	455.41	352.06
长期股权投资	38.91	38.91	38.91	38.91
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	0.00	367.50	716.25	673.13
无形资产和开发支出	2006.02	1989.00	1971.99	1954.97
其他非流动资产	472.12	471.74	466.50	453.72
资产总计	4584.41	5707.32	7420.26	8525.31
短期借款	245.02	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	571.04	571.62	709.60	865.11
长期借款	29.24	29.24	29.24	29.24
其他负债	46.62	36.50	23.77	17.48
负债合计	891.92	637.36	762.61	911.82
股本	1081.17	1101.85	1101.85	1101.85
资本公积	1845.64	1845.64	1845.64	1845.64
留存收益	798.98	1006.16	1300.32	1636.89
归属母公司股东权益	3602.70	3793.65	4087.80	4424.37
少数股东权益	89.79	89.79	89.79	89.79
股东权益合计	3692.49	3883.44	4177.59	4514.17
负债和股东权益合计	4584.41	4520.80	4940.20	5425.99
现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流净额	104.70	445.03	685.41	770.82
投资性现金流净额	266.98	108.79	217.43	24.26
筹资性现金流净额	-411.39	-301.46	-38.72	-28.03
现金流量净额	-39.98	252.37	864.12	767.05

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。

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。