

2020年03月08日

雷科防务 (002413.SZ)

公司快报

证券研究报告

国防军工

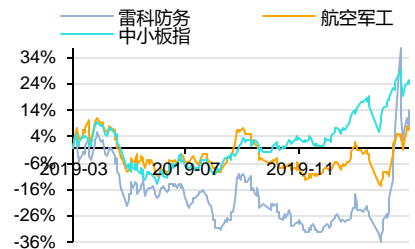
投资评级 **买入-B**
维持评级

股价 (2020-03-06) **8.63 元**

交易数据

总市值 (百万元)	9,508.96
流通市值 (百万元)	8,895.66
总股本 (百万股)	1,101.85
流通股本 (百万股)	1,030.78
12 个月价格区间	4.83/10.35 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	63.43	42.53	-3.44
绝对收益	71.57	62.83	17.74

冯福章

分析师
SAC 执业证书编号: S1450517040002
fengfz@essence.com.cn

张傲

分析师
SAC 执业证书编号: S1450517120004
zhangao@essence.com.cn

相关报告

雷科防务: 智能弹药等军品放量在即, 77GHz 汽车毫米波雷达等民品应用可期/冯福章
2020-02-26

77GHz 毫米波雷达具备量产出货能力, 拟在重庆两江新区达到年产百万台整机产能

■公司毫米波雷达具备量产能力, 持续关注产能扩张及客户推进

公司依托北京理工大学和毛二可院士创新团队共同出资设立的科技成果转化平台理工雷科, 在雷达等领域积累深厚, 并自 2016 年即开始研制车用 77GHz 毫米波防撞雷达系统。根据互动易, 目前国内用于汽车前向防撞的中远距毫米波雷达, 因功能和性能要求偏高、技术难度相对偏大, 至今没有官方的国产毫米波前防撞雷达前装案例报道, 前防撞雷达中的角分辨率、虚警率、漏检率等关键技术指标, 是很多国产汽车雷达零部件厂商待攻克的难题。公司的汽车毫米波雷达, 在上述指标上达到了与某国际品牌雷达性能对等的程度, 在远距目标跟踪稳定性上略优。

目前公司 77GHz 汽车毫米波雷达采用了进口芯片和国产芯片两种方案进行产品设计, 并已基本具备量产出货的能力。根据 2019 年半年报, 公司已被百度阿波罗计划、比亚迪 Dlink 计划相继列为国内唯一合作厂商, 其中 804T6 型毫米波汽车前防撞雷达和 SRR402T6 型角雷达, 目前已经获得数万套批量订单, 同时与多个车厂进行深度对接。而且公司毫米波交通雷达在积极参与各地智慧城市路网监控系统的建设工作。目前公司毫米波雷达订单额军品占比大, 民用产品占比小, 公司将会进一步提升民用汽车毫米波雷达的产能。目前主要拓展如下:

1、根据互动易, 全资孙公司理工雷科电子(天津)有限公司已于 2019 年通过德国莱茵(TUV)的 IATF16949 汽车质量体系认证。

2、根据公司公众号, 3 月 7 日理工雷科持股 78.26% 的子公司理工睿行在线完成重庆两江新区“新基建&智能网联云签约”。理工睿行拟在重庆两江新区设立车载毫米波雷达公司, 研发生产车载毫米波雷达芯片和雷达系统, 主要产品包括车载前防撞雷达产品、车载四维高分辨点云雷达、车载自动泊车雷达、路面交通场景雷达, 建设 SMT 生产、包装、测试全环节汽车雷达产品生产线, 达到年产百万台整机产能。同时, 理工睿行计划在两江新区积极参与车联网先导区建设。

3、根据资产重组报告书, 子公司恒达微波已与国内近十家汽车毫米波雷达前装、后装厂商建立了合作业务, 能提供 28GHz、77GHz、94GHz、217GHz 毫米波雷达天线产品的设计、生产、测试、验证等服务, 并可为公司汽车毫米波防撞雷达提供天线系统。

我们此前发布《军用技术民用化系列报告 1: 关注毫米波雷达、惯性

导航等技术在智能汽车的应用拓展，进一步打开相关公司成长空间》，先进传感器作为感知层是智能汽车的重要硬件基础，汽车电子或将是继消费电子之后的又一场盛宴。而公司作为国内高性能毫米波雷达的先行者，布局已初见成效，或将充分受益于智能汽车的发展。根据OFweek数据，国内毫米波雷达行业市场规模2018年达到41.4亿元，CAGR为23%，出货量达到358.8万颗，CAGR为44.6%。

■投资建议：公司围绕军工电子信息技术，经过几年产业链的整合，业务板块已见成效，不仅军用市场雷达系统、智能弹药、卫星应用等放量在即，而且民品毫米波雷达、安全存储等领域市场空间可期。我们预计公司2019-2021年净利润分别为1.42、2.21、3.10亿元，对应估值分别为70、43、31倍，维持“买入-B”评级。

■风险提示：业务进一步整合节奏慢；订单低于预期；商誉占比高

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	767.2	994.0	1,132.8	1,465.8	1,910.9
净利润	122.6	136.3	142.2	220.9	310.3
每股收益(元)	0.11	0.12	0.12	0.20	0.28
每股净资产(元)	3.28	3.54	3.56	3.82	4.07

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	77.6	69.8	69.2	43.0	30.6
市净率(倍)	2.6	2.4	2.4	2.3	2.1
净利润率	16.0%	13.7%	12.6%	15.1%	16.2%
净资产收益率	3.4%	3.5%	3.5%	5.2%	6.9%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%
ROIC	4.1%	5.1%	4.4%	5.7%	10.1%

数据来源：Wind资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	767.2	994.0	1,132.8	1,465.8	1,910.9	成长性					
减:营业成本	404.7	558.7	654.6	832.5	1,090.1	营业收入增长率	44.6%	29.6%	14.0%	29.4%	30.4%
营业税费	6.0	6.0	8.2	10.3	12.9	营业利润增长率	24.5%	9.2%	9.8%	58.0%	40.9%
销售费用	21.1	24.8	28.3	36.6	47.8	净利润增长率	16.4%	11.2%	4.3%	55.4%	40.5%
管理费用	173.2	158.8	234.5	278.5	305.7	EBITDA 增长率	32.5%	68.7%	-15.9%	40.0%	42.0%
财务费用	-0.3	-0.3	17.3	9.6	36.3	EBIT 增长率	23.5%	66.5%	-17.1%	49.3%	48.4%
资产减值损失	15.3	14.9	10.0	12.0	11.0	NOPLAT 增长率	27.5%	14.1%	11.0%	49.3%	48.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-8.9%	27.7%	16.1%	-16.8%	52.5%
投资和汇兑收益	1.0	15.4	7.0	9.0	9.0	净资产增长率	5.3%	8.3%	4.0%	4.2%	6.9%
营业利润	156.0	170.2	186.9	295.3	416.1	利润率					
加:营业外净收支	3.5	1.2	2.9	2.6	2.2	毛利率	47.3%	43.8%	42.2%	43.2%	43.0%
利润总额	159.5	171.4	189.8	297.8	418.3	营业利润率	20.3%	17.1%	16.5%	20.1%	21.8%
减:所得税	27.3	23.0	38.0	59.6	83.7	净利润率	16.0%	13.7%	12.6%	15.1%	16.2%
净利润	122.6	136.3	142.2	220.9	310.3	EBITDA/营业收入	23.1%	30.1%	22.2%	24.0%	26.1%
						EBIT/营业收入	19.3%	24.8%	18.0%	20.8%	23.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	41	51	55	38	25
						流动资产周转天数	534	447	595	457	468
						流动资产周转天数	896	765	818	688	692
						应收帐款周转天数	394	240	372	286	298
						存货周转天数	136	138	137	140	139
						总资产周转天数	1,837	1,564	1,534	1,227	1,097
						投资资本周转天数	1,423	1,192	1,268	964	848
						投资回报率					
						ROE	3.4%	3.5%	3.5%	5.2%	6.9%
						ROA	3.2%	3.3%	3.0%	4.9%	4.9%
						ROIC	4.1%	5.1%	4.4%	5.7%	10.1%
						费用率					
						销售费用率	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
						管理费用率	22.6%	16.0%	20.7%	19.0%	16.0%
						财务费用率	0.0%	0.0%	1.5%	0.7%	1.9%
						三费/营业收入	25.3%	18.4%	24.7%	22.2%	20.4%
						偿债能力					
						资产负债率	10.1%	12.2%	18.9%	11.4%	31.8%
						负债权益比	11.3%	13.9%	23.3%	12.9%	46.6%
						流动比率	5.43	4.30	4.09	5.26	7.45
						速动比率	4.44	3.53	3.44	3.93	6.17
						利息保障倍数	-484.81	-812.04	11.79	31.90	12.46
						分红指标					
						DPS(元)	0.03	-	0.02	0.03	0.03
						分红比率	28.3%	0.0%	19.8%	16.0%	11.9%
						股息收益率	0.4%	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	797.8	338.5	385.2	662.3	649.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	621.0	704.2	1,636.9	688.8	2,475.7
应收票据	144.8	175.4	85.3	301.1	218.6
预付帐款	32.6	86.0	75.6	96.1	145.7
存货	361.9	402.1	462.9	680.4	795.6
其他流动资产	22.7	537.3	256.1	272.0	355.2
可供出售金融资产	51.0	61.6	44.2	52.3	52.7
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	12.8	12.8	12.8	12.8
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	101.1	181.9	162.8	143.7	124.6
在建工程	37.3	71.6	71.6	71.6	71.6
无形资产	135.9	160.5	132.5	104.5	76.6
其他非流动资产	1,790.4	1,810.9	1,786.9	1,789.2	1,788.0
资产总额	4,096.4	4,542.8	5,112.8	4,874.9	6,766.8
短期债务	98.6	165.7	391.1	-	73.0
应付帐款	131.6	210.1	200.1	314.0	360.3
应付票据	40.4	53.2	33.7	82.4	77.4
其他流动负债	94.2	92.4	85.2	117.3	112.5
长期借款	-	-	214.6	-	1,487.1
其他非流动负债	50.8	33.7	42.1	42.2	39.4
负债总额	415.7	555.2	966.8	555.9	2,149.7
少数股东权益	69.5	82.9	92.6	110.0	134.5
股本	1,102.6	1,139.7	1,139.7	1,101.8	1,101.8
留存收益	2,508.6	2,817.1	2,913.7	3,107.2	3,380.8
股东权益	3,680.7	3,987.6	4,146.0	4,319.1	4,617.1

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	132.2	148.5	142.2	220.9	310.3
加:折旧和摊销	32.6	56.7	47.1	47.1	47.1
资产减值准备	15.3	14.9	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	0.2	8.6	17.3	9.6	36.3
投资损失	-1.0	-15.4	-7.0	-9.0	-9.0
少数股东损益	9.6	12.2	9.7	17.4	24.4
营运资金的变动	-143.8	-770.1	-616.2	670.8	-1,917.4
经营活动产生现金流量	-159.8	25.1	-406.9	956.7	-1,508.3
投资活动产生现金流量	575.0	-702.4	24.4	0.9	8.6
融资活动产生现金流量	97.3	215.9	429.2	-680.4	1,487.1

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.11	0.12	0.12	0.20	0.28
BVPS(元)	3.28	3.54	3.56	3.82	4.07
PE(X)	77.6	69.8	69.2	43.0	30.6
PB(X)	2.6	2.4	2.4	2.3	2.1
P/FCF	18.9	-15.9	-890.9	28.4	-8,323.0
P/S	12.4	9.6	8.7	6.5	5.0
EV/EBITDA	58.2	19.7	40.1	25.2	20.9
CAGR(%)	21.7%	31.1%	11.6%	21.7%	31.1%
PEG	3.6	2.2	6.0	2.0	1.0
ROIC/WACC	0.4	0.5	0.4	0.6	1.0
REP	8.9	3.2	5.4	4.4	1.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

冯福章、张傲声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzhi1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034