

公司研究/中报点评

2019年08月30日

航天军工/航天军工 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 5.68  
合理价格区间(元): 7.00~7.60

**王宗超** 执业证书编号: S0570516100002  
研究员 010-63211166  
wangzongchao@htsc.com

**何亮** 执业证书编号: S0570517110001  
研究员 heliang@htsc.com

**金榜** 执业证书编号: S0570517070008  
研究员 021-28972092  
jinbox@htsc.com

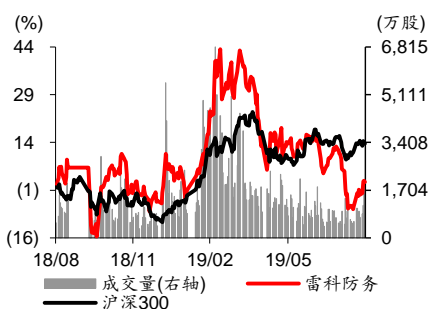
**王维** 01056793945  
联系人 wangwei011620@htsc.com

**尹会伟** +86 10 56793930  
联系人 yinhuiwei@htsc.com

相关研究

- 1 《雷科防务(002413,买入): 管理能力提升, 业绩有望加速增长》2019.04
- 2 《雷科防务(002413,买入): 拟收购恒达微波, 布局雷达产业链》2019.01
- 3 《雷科防务(002413,增持): 立足军工电子, 雷达技术领先》2018.12

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 民品获得突破, 业务协同发展

## 雷科防务(002413)

**营收增长 19.22%, 利润增长 1.61%, 成长逻辑未变, 维持“买入”评级**  
2019年8月29日, 公司发布2019半年报, 实现营收4.69亿元(YOY +19.22%); 实现归母净利润0.69亿元(YOY +1.61%); 基本每股收益0.06元。业绩平稳, 符合市场预期。我们预计2019~2021年公司EPS分别是0.20元、0.28元、0.35元。公司处于快速发展期, 成长空间大, 维持“买入”评级。

### 研发投入加大, 收购资产稳步推进

公司2019H1研发投入2420万, 18H1为2176万, 同比增长11.21%, 公司不断加大研发投入。2019年1月26日, 公司发布收购资产预案, 拟通过发行可转债、股份及支付现金相结合的方式, 以6.25亿元购买西安恒达及江苏恒达100%股权。恒达微波在毫米波天线暗室、阵列天线测试解决方案等方面具有核心竞争力, 为上市公司汽车雷达业务的发展提供有效支持。7月28日, 公司收到深交所许可类重组问询函并进行回复, 目前收购工作稳步推进。

### 军品业务围绕电子信息化领域, 创新能力突出

公司业务板块分为雷达系统、智能弹药、卫星应用、安全存储、智能网联五个板块。公司部分军品步入定型上量期, 根据19半年报, 公司相继定型了两种特种雷达进入小批量生产; 卫星应用领域, 公司实现国内首次星载雷达在轨成像处理; 在安全存储领域, 公司成为国内首批进入《军用关键软硬件自主可控产品名录》的企业。军品进入定型阶段后, 开始进入上量期, 此部分业绩有望快速增长。2019年4月1日, 公司公告副董事长刘升入选国家“万人计划”领军人才, 显示出公司具有突出的创新能力。

### 智能网联业务正在积极进行市场推广, 有望成为公司未来新的业绩增长点

公司基于自己领先的军用雷达技术, 推出了77G毫米波汽车雷达等一系列民用雷达产品, 其毫米波汽车雷达是百度无人驾驶方案的国内唯一合作厂商, 并积极参与各地智慧城市路网监控系统的建设工作。毫米波雷达与高精度定位解决方案一并参与比亚迪D-link计划。公司自主研发的804T6型毫米波汽车前防撞雷达和SRR402T6型角雷达, 目前已获数万套批量订单。公司研制的汽车自动紧急制动系统(AEBS)正在进行市场推广工作, 有望实现快速增长。

### 体制灵活, 雷达技术领先, 军民品业务发展顺利, 维持“买入”评级

公司技术领先, 在细分行业领域具有较高知名度, 雷达、智能弹药类产品逐步进入批产上量期, 智能网联业务在进行市场推广。我们预计2019~2021年归母净利润分别为2.22亿、3.03亿、3.76亿元, 对应EPS分别是0.20元、0.28元、0.35元。可比公司wind一致预测2019年PE为53.71倍, 我们考虑公司市场拓展仍需一定时间, 给予公司2019年PE为35~38倍, 目标价格为7.0~7.6元, 维持“买入”评级。

风险提示: 军费增长低于预期、民品需求低于预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,081
流通A股(百万股)	1,031
52周内股价区间(元)	4.72-8.01
总市值(百万元)	6,141
总资产(百万元)	4,282
每股净资产(元)	3.27

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	767.18	994.01	1,219	1,595	2,002
+/-%	44.61	29.57	22.67	30.78	25.53
归属母公司净利润(百万元)	122.56	136.28	221.56	302.72	375.57
+/-%	16.38	11.19	62.58	36.64	24.06
EPS(元, 最新摊薄)	0.11	0.13	0.20	0.28	0.35
PE(倍)	50.11	45.06	27.72	20.29	16.35

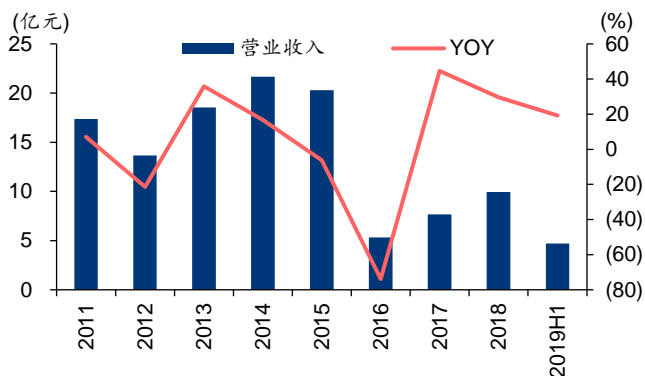
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：可比上市公司估值一览表（可比公司估值参考Wind一致预测，雷科防务为华泰预测）

股票代码	股票简称	股价/元	市值/亿元	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600372	中航电子	14.71	258.83	0.27	0.33	0.38	0.43	42.10	44.96	38.82	34.30
600562	国睿科技	15.60	97.09	0.06	0.23	0.27	0.34	47.29	68.39	57.37	46.39
600990	四创电子	50.55	80.47	1.62	1.72	2.01	2.34	27.11	29.40	25.16	21.57
300474	景嘉微	44.80	135.01	0.53	0.62	0.84	1.04	91.72	72.10	53.50	43.21
平均值								<b>52.06</b>	<b>53.71</b>	<b>43.71</b>	<b>36.37</b>
002413	雷科防务	5.68	61.41	0.13	0.20	0.28	0.35	45.06	27.72	20.29	16.35

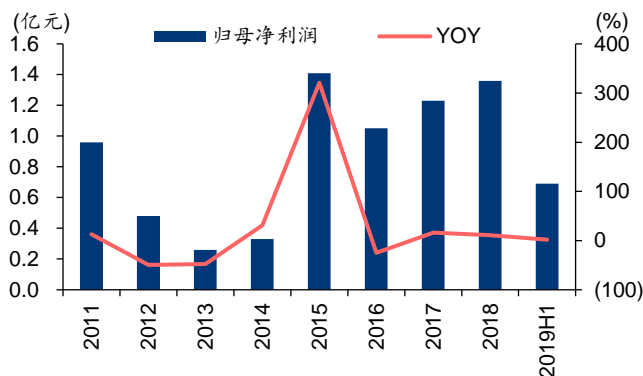
资料来源：Wind，华泰证券研究所；数据日期：2019年8月29日

图表2：2011-2019H1 公司营收及增速



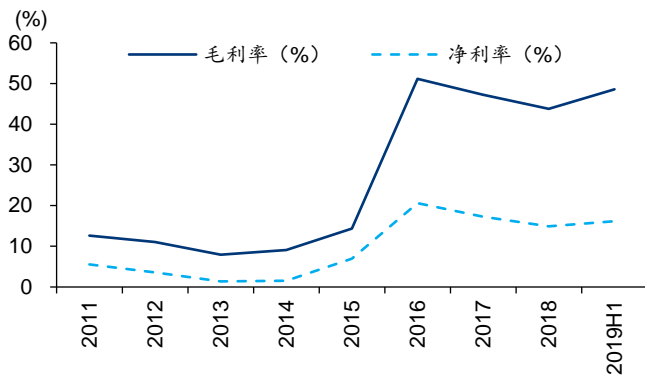
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：2011-2019H1 公司归母净利润及增速



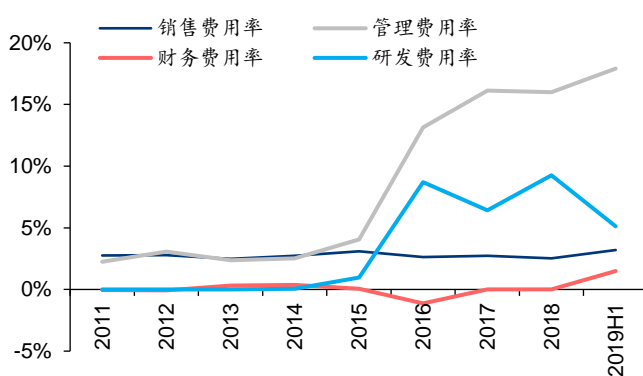
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：2011-2019H1 公司毛利率和净利率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

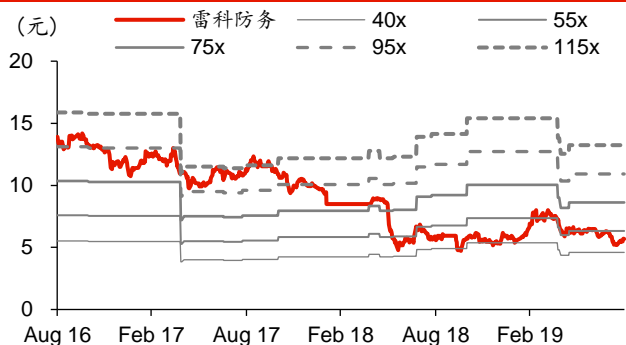
图表5：2011-2019H1 公司期间费用率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

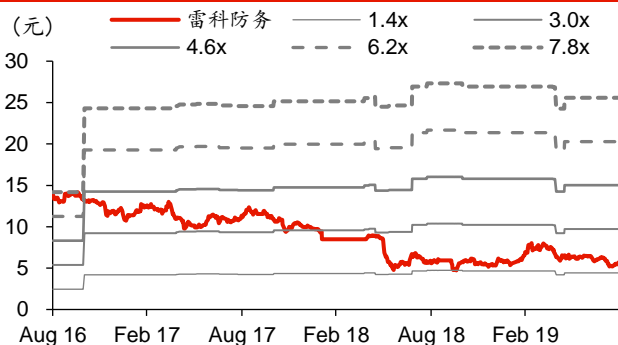
PE/PB - Bands

图表6：雷科防务历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：雷科防务历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,981	2,244	3,265	3,800	4,685
现金	797.76	338.51	780.59	1,074	1,104
应收账款	611.07	695.81	932.65	1,194	1,539
其他应收账款	9.94	13.52	479.39	224.53	367.45
预付账款	32.62	86.00	75.12	112.87	132.91
存货	361.89	402.12	516.93	635.42	825.36
其他流动资产	167.46	707.55	480.11	558.77	716.47
非流动资产	2,116	2,299	2,271	2,281	2,264
长期投资	0.00	12.75	6.38	9.56	7.97
固定投资	101.09	181.93	208.38	210.35	198.69
无形资产	126.00	160.47	171.87	181.89	192.61
其他非流动资产	1,889	1,944	1,885	1,879	1,865
资产总计	4,096	4,543	5,536	6,080	6,949
流动负债	364.84	521.46	1,272	1,518	1,997
短期借款	98.62	165.70	884.84	1,026	1,402
应付账款	157.93	254.65	270.97	365.76	453.28
其他流动负债	108.29	101.12	115.83	126.27	141.56
非流动负债	50.84	33.74	41.39	39.04	39.53
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	50.84	33.74	41.39	39.04	39.53
负债合计	415.68	555.20	1,313	1,557	2,037
少数股东权益	69.46	82.95	103.25	130.66	164.86
股本	1,103	1,140	1,081	1,081	1,081
资本公积	1,948	2,155	2,155	2,155	2,155
留存公积	560.83	662.44	884.00	1,157	1,512
归属母公司股东权益	3,611	3,905	4,120	4,393	4,748
负债和股东权益	4,096	4,543	5,536	6,080	6,949

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(159.80)	25.10	(226.58)	235.84	(279.77)
净利润	132.20	148.47	241.86	330.13	409.77
折旧摊销	32.55	56.69	54.36	63.40	66.84
财务费用	(0.31)	(0.30)	(0.31)	0.19	0.42
投资损失	(0.99)	(15.37)	(5.45)	(7.27)	(9.36)
营运资金变动	(335.19)	(201.06)	(534.70)	(137.59)	(746.90)
其他经营现金	11.94	36.66	17.66	(13.03)	(0.55)
投资活动现金	575.02	(702.38)	(44.20)	(53.59)	(45.89)
资本支出	72.14	137.01	20.00	20.00	20.00
长期投资	(602.40)	76.61	(11.68)	5.84	(2.92)
其他投资现金	44.76	(488.75)	(35.89)	(27.75)	(28.82)
筹资活动现金	97.31	215.93	712.86	111.22	355.43
短期借款	97.52	67.08	719.15	141.22	376.32
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	9.46	37.10	(58.58)	0.00	0.00
资本公积增加	52.77	206.89	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(62.43)	(95.15)	52.30	(30.00)	(20.90)
现金净增加额	511.26	(462.12)	442.08	293.46	29.76

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	767.18	994.01	1,219	1,595	2,002
营业成本	404.66	558.66	640.53	832.34	1,051
营业税金及附加	6.01	5.96	7.31	9.57	12.01
营业费用	21.12	24.75	31.96	40.76	51.82
管理费用	123.92	158.80	231.68	318.94	400.36
财务费用	(0.31)	(0.30)	(0.31)	0.19	0.42
资产减值损失	15.29	14.86	30.62	16.61	16.61
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.99	15.37	5.45	7.27	9.36
营业利润	155.96	170.24	283.03	383.55	478.83
营业外收入	3.70	1.97	2.84	2.40	2.62
营业外支出	0.16	0.77	0.46	0.62	0.54
利润总额	159.50	171.44	285.40	385.34	480.91
所得税	27.30	22.97	43.54	55.20	71.13
净利润	132.20	148.47	241.86	330.13	409.77
少数股东损益	9.64	12.19	20.30	27.41	34.21
归属母公司净利润	122.56	136.28	221.56	302.72	375.57
EBITDA	188.20	226.63	337.08	447.14	546.10
EPS (元, 基本)	0.11	0.12	0.20	0.28	0.35

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	44.61	29.57	22.67	30.78	25.53
营业利润	24.48	9.16	66.25	35.52	24.84
归属母公司净利润	16.38	11.19	62.58	36.64	24.06
获利能力 (%)					
毛利率	47.25	43.80	47.47	47.81	47.49
净利率	15.98	13.71	18.17	18.98	18.76
ROE	3.39	3.49	5.38	6.89	7.91
ROIC	4.36	3.94	5.64	7.48	7.96
偿债能力					
资产负债率 (%)	10.15	12.22	23.72	25.61	29.31
净负债比率 (%)	23.72	29.84	67.39	65.89	68.85
流动比率	5.43	4.30	2.57	2.50	2.35
速动比率	4.43	3.53	2.16	2.08	1.93
营运能力					
总资产周转率	0.20	0.23	0.24	0.27	0.31
应收账款周转率	1.35	1.41	1.40	1.43	1.41
应付账款周转率	3.11	2.71	2.44	2.61	2.57
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.13	0.20	0.28	0.35
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.15)	0.02	(0.21)	0.22	(0.26)
每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.61	3.81	4.06	4.39
估值比率					
PE (倍)	50.11	45.06	27.72	20.29	16.35
PB (倍)	1.70	1.57	1.49	1.40	1.29
EV_EBITDA (倍)	31.60	26.24	17.64	13.30	10.89

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com