



雷科防务(002413.SZ)

持续外延并购，全力部署“军工电子信息化”大战略

2016年09月09日

投资要点

买入(首次评级)

当前价：13.6元
目标价：18-20元

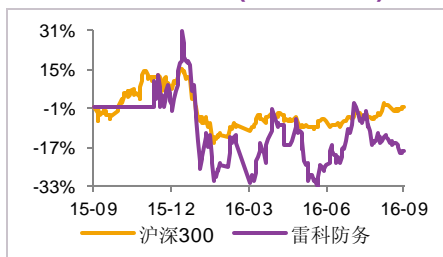
分析师：王风华

执业编号：S0300516060001
电话：010-64408937
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：余平

电话：021-51782232
邮箱：yuping@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：wind，联讯证券研究院

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	2028.5	456.93	638.74	866.86
(+/-)	-6.3%	-78%	39.8%	35.7%
净利润	140.55	158.33	198.58	243.75
(+/-)	321%	12.7%	25.4%	22.7%
EPS(元)	0.13	0.15	0.18	0.22
P/E	110.13	97.71	78.06	63.45

资料来源：联讯证券研究院

◇ 中报业绩符合市场预期。

公司于2016年8月30日发布半年报。报告期内，公司实现营业收入1.68亿元(-84.41%)，营业收入大幅下降是主营业务发生变化，不具有可比性；归母净利润4361万元(+37.19%)，符合市场预期；EPS 0.04元。

◇ 并购三公司，置出传统制冷业务，全面转型军工电子信息产业。

2015年以来，公司陆续并购理工雷科、爱科特、奇维科技，并置出传统制冷业务，聚焦军工电子信息产业，全面实现业务升级转型。三家公司合计16-17年承诺净利润不低于1.55亿元和2.01亿元。

理工雷科是一家以嵌入式实时信息处理、电磁仿真、卫星导航及雷达为主营业务的高科技研发型公司，整体技术实力领先国内同行。爱科特专业从事微波信号分配管理及接收处理业务，核心产品占国内80%以上的高端市场份额。奇维科技是军用嵌入式计算机、固态存储设备领域的领军企业，于2014年1月在新三板挂牌。三家子公司布局有利于深化军工电子信息产业链布局，协同实施“军工电子信息化”大战略。

◇ 产业链协同发展，存外延并购预期。

公司完善军工电子信息产业链的发展战略明晰，三家子公司研发体系整合将提升军品技术研发能力，市场渠道和客户资源共享将实现优势互补，业务协同效应将凸显。

置出传统业务使公司现金流充足，将为公司实施外延并购战略添薪加火。2016年6月理工雷科以1亿元资金设立军工产业基金，另考虑公司“人无我有，人有我新，人新我转”的拓展精神以及资本运作能力，看好公司在军工电子信息产业链上的外延并购预期。

◇ 军民融合加速推进，国防信息化浪潮打开成长空间。

《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》顶层设计的出台，意味着军民融合政策将加快落地。军工电子信息化作为军民融合的重点领域，将是未来“十三五”的重要投入方向。

我国整体装备体系处于机械化向信息化转变过程，公司产品是精确制导、导航定位、指挥控制、电子战等武器系统的核心技术，将在军工电子信息化浪潮中获得巨大发展空间。

◇ 盈利预测及投资建议。

关键假设：三家子公司业绩释放良好，实现承诺预期。预计公司2016-2018年归母净利润分别为：1.58亿元、1.99亿元、2.44亿元，EPS分别为：0.15



元、0.18 元、0.22 元。考虑到公司多款产品处于成长期初期，业绩将直接受益于军民融合政策落地和国防信息化建设，且存在军工电子信息产业链继续并购预期，认为公司合理价格区间为 18-20 元，首次覆盖，给以买入评级。

◇ 风险提示。

1) 军品订单的不确定性；2) 外延并购不及预期。

目 录

一、置出传统制冷业务，聚焦军工电子信息产业.....	4
(一) 家电配件龙头，积极实现业务转型升级	4
(二) 黄小平铸造公司科技创新精神	4
二、持续外延并购，部署“军工信息化”大战略.....	5
(一) 并购理工雷科，筑造“军工信息化”主平台	5
1、四大业务板块，营收结构不断完善.....	5
2、营收稳定增长，盈利能力突出.....	6
3、业务市场空间广阔，发展潜力巨大.....	7
4、核心竞争优势明显	9
(二) 并购爱科特和奇维科技，继续加码军工电子信息	11
1、爱科特：致力于雷达用微波信号分配管理及接收处理的专业公司	11
2、奇维科技：军用嵌入式计算机、固态存储设备领域的优质企业.....	11
三、未来发展战略明晰，军民融合翘楚前途无量.....	12
(一) 深化军工电子信息产业链布局	12
(二) 政策力推军民融合，军工信息化空间巨大.....	14
四、盈利预测及投资建议.....	15
五、风险提示	16

图表目录

图表 1：雷科防务发展历程	4
图表 2：雷科防务股权结构图.....	5
图表 3：理工雷科主营业务构成	5
图表 4：雷科防务业务分布及主营产品.....	5
图表 5：理工雷科营收情况	6
图表 6：理工雷科净利润情况.....	6
图表 7：理工雷科净资产收益率情况	7
图表 8：理工雷科产品毛利率.....	7
图表 9：全国嵌入式软件产值及增长情况	7
图表 10：理工雷科嵌入式实时信息处理业务营收情况.....	7
图表 11：全国计算机仿真市场总体规模.....	8
图表 12：理工雷科电磁仿真业务营收情况	8



图表 13: 全国北斗行业产值	8
图表 14: 理工雷科北斗卫星导航业务营收情况	8
图表 15: 全国雷达行业产值	9
图表 16: 理工雷科雷达业务营收情况	9
图表 17: 理工雷科拥有完全自主知识产权.....	9
图表 18: 理工雷科产品所处生产阶段	9
图表 19: 理工雷科核心集技术人员.....	10
图表 20: 爱科特净利润情况	11
图表 21: 奇维科技营收情况	11
图表 22: 奇维科技净利润情况.....	11
图表 23: 军工四证	12
图表 24: 奇维科技业务及产品描述.....	12
图表 25: 聚焦军工电子信息产业链的布局	13
图表 26: 聚焦军工电子信息产业链的布局	14
图表 27: 政策力推军民融合	14
图表 28: 中国历年军费及增幅.....	15
图表 29: 同类公司估值比较	15
附录: 公司财务预测表	17



一、置出传统制冷业务，聚焦军工电子信息产业

（一）家电配件龙头，积极实现业务转型升级

公司简介。雷科防务（002413），原常发股份，是国内最大的冰箱、空调用蒸发器和冷凝器生产厂家。生产的“常发”牌冰箱、空调用蒸发器和冷凝器是国内外知名品牌，在国内市场占有率一直排名第一。由于国内家电市场需求乏力，市场竞争激烈，公司积极谋求转型，于 2015 年向控股股东置出与制冷业务相关的全部资产及负债，全面转型军工信息化。

持续外延并购。自 2015 年以来，公司先后完成三项重大并购事项：1）7.37 亿元收购“理工雷科 100%股权”，切入导航雷达领域；2）3.22 亿元收购“成都爱科特 70%股权”，加码军工电子信息业务，增强微波信号分配管理及接收处理业务的能力；3）8.95 亿元收购“奇维科技 100%股权”，增强军用嵌入式技术、固态存储技术能力。

聚焦军工电子信息业务、完善军工电子信息产业链的发展战略进一步明晰。公司以理工雷科为平台，并向嵌入式实时信息处理、复杂电磁环境测试与验证及评估、北斗卫星导航、雷达等业务的上下游产业链及相关领域积极延伸。

图表1：雷科防务发展历程



资料来源：公司公告，联讯证券

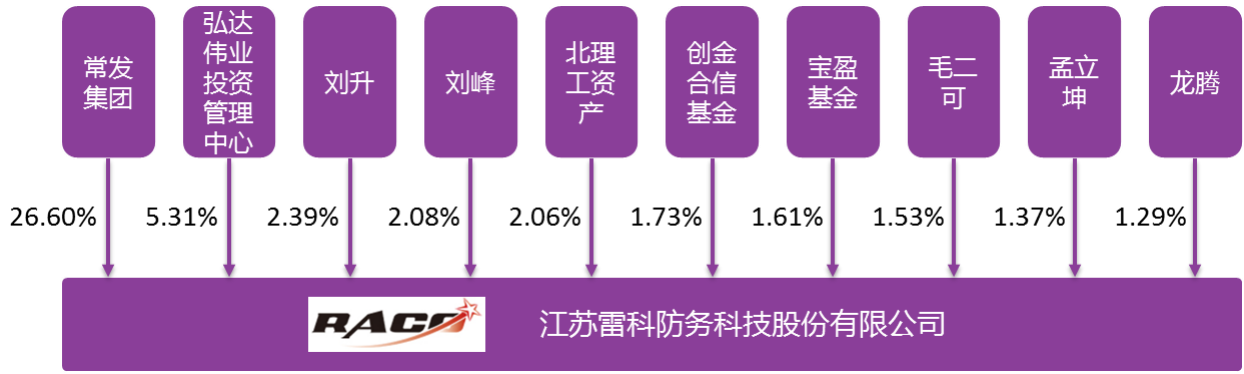
（二）黄小平铸造公司科技创新精神

公司控股股东是常发集团，实际控制人为黄小平董事长，其持有常发集团 73.45% 的股权，常发集团持有雷科防务 29.25% 股权。公司前 10 大股东中，刘升是奇维科技董事长；刘峰、毛二可、龙腾等三位是北京理工大学信息与电子学院的教授或者研究员，长期从事雷达系统与信号处理的研究工作。

黄小平自 1988 年创建礼嘉镇建东木器厂，然后用短短 20 年的时间将一简陋小厂迅速打造成如今横跨农机、制冷、房地产等多种行业的大型产业集团。2009 年，常发集团营业收入突破 80 亿元。常发的迅速发展得益于黄小平坚持在科技创新上持续且巨大地投入，得益于常发科技创新的一贯思路：“生产一代，开发一代，储备一代”、“人无我有，人有我新，人新我转”。也正是这种科技创新的企业精神，促成了常发集团积极转型布局军工电子信息产业。



图表2: 雷科防务股权结构图



资料来源: 公司公告, 联讯证券

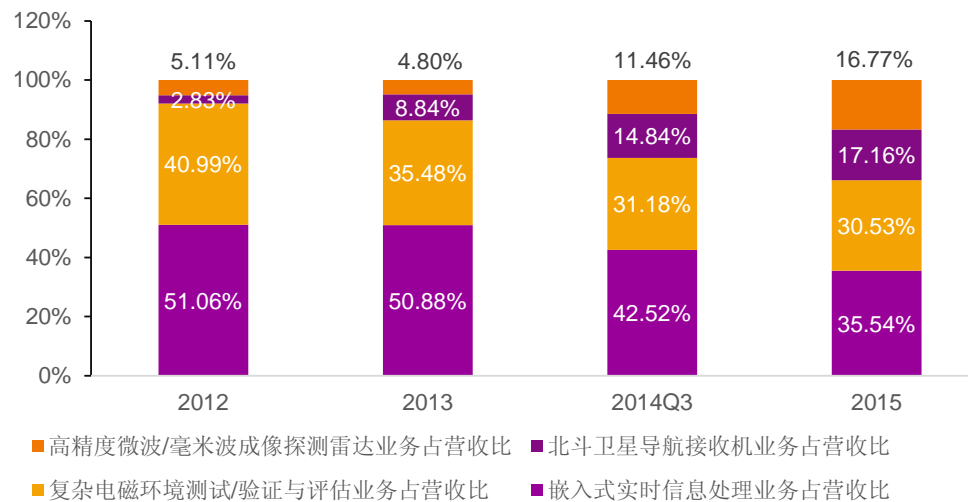
二、持续外延并购, 部署“军工信息化”大战略

(一) 并购理工雷科, 筑造“军工信息化”主平台

1、四大业务板块, 营收结构不断完善

2015年6月, 公司以7.37亿元收购理工雷科。理工雷科是一家高科技研发型公司, 产品以定制化为主, 主要为国防工业领域的科研院所及其他工业单位进行配套。业务分四大板块: 1) 嵌入式实时信息处理业务; 2) 复杂电磁环境测试/验证与评估业务; 3) 北斗卫星导航接收机业务; 4) 高精度微波/毫米波成像探测雷达业务。其中, 前两项业务是理工雷科的支柱业务。随着业务领域不断扩展, 理工雷科营收结构不断完善, 后两项业务占主营收入的比重不断提高。

图表3: 理工雷科主营业务构成



资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表4: 雷科防务业务分布及主营产品

业务板块	分产品	具体描述
嵌入式实时信息处理业务板块	雷达信息处理产品	雷达系统核心部件, 将雷达接收的电磁波信号转换为人可以使用的信息。
	图像信息处理产品	实现图像增强、预处理等功能。



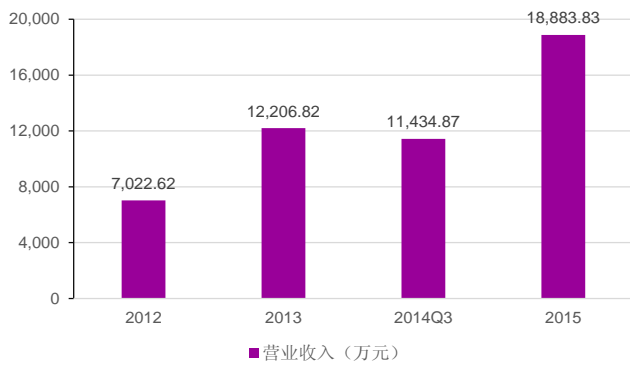
业务板块	分产品	具体描述
	遥感处理产品	采取微波、光学等谱段获取观测信息。
	数据记录产品	实现超高速多通道信号采集、实时传输、大容量高带宽存储、信号复现的仪器设备。
复杂电磁环境测试/验证与评估业务	仿真软件产品	通用的开放式软件平台，用于辅助模型设计和方案评估。
	背景及威胁仿真产品	用于组建复杂电磁环境中的背景环境。
	目标仿真产品	由理工雷科自主研发，包括雷达目标回波模拟器和卫星导航模拟器两类产品。
	电磁环境监测产品	对指定频域、空域和时域的电磁波信号进行监测、记录、存储测量分析设备。
北斗卫星导航接收机业务	芯片及模块产品	针对用户嵌入式北斗定位、导航、通信、授时等需求，基于自主研发并具有完全自主知识产权的北斗基带处理芯片，形成通用软硬件平台架构，开发系列专用和通用板卡。
	定位通信终端产品	具有北斗有源定位、指挥、短报文通信等功能，以及北斗无源定位、授时等功能。
	高精度终端产品	基于北斗卫星导航系统，利用载波相位差分技术，高精度解算基线向量，实现高精度定向及定位应用的产品。
高精度微波/毫米波成像探测雷达业务	探墙雷达产品	利用电磁波手段实现非金属介质内部结构二维高分辨透视成像的电子设备。
	机场异物探测雷达产品	主要应用于机场跑道中可能损伤航空器或系统某种外来的物质、碎屑或物体的探测工作。
	边坡雷达产品	利用微波信号工作，通过相位测量技术实现被测区域高精度形变测量的地基雷达产品。

资料来源：公司公告，联讯证券

2、营收稳定增长，盈利能力突出

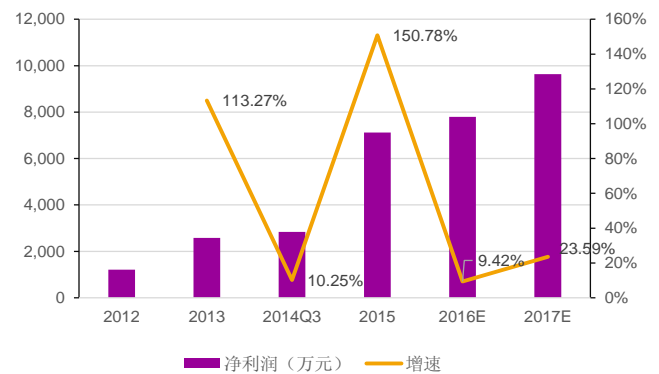
理工雷科自成立以来发展迅速，营业收入实现稳定增长，并承诺 2015-2017 年净利润分别不低于：6193.16、7795.55、9634.42 万元。2015 年实现净利润 7124.16 万元，超额完成业绩承诺的 6193.16 万元。

图表5：理工雷科营收情况



资料来源：公司公告，联讯证券

图表6：理工雷科净利润情况

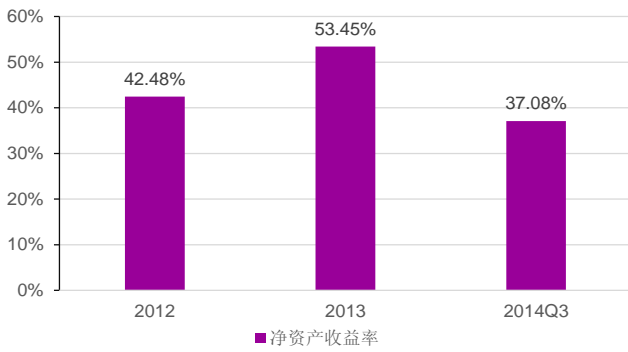


资料来源：公司公告，联讯证券

理工雷科近年来毛利率均维持在 53%以上。以技术研发为主的轻资产运营模式再加上领先的产品技术，专业且稳定的研发团队，较强的市场拓展能力铸就了理工雷科超强的盈利能力。

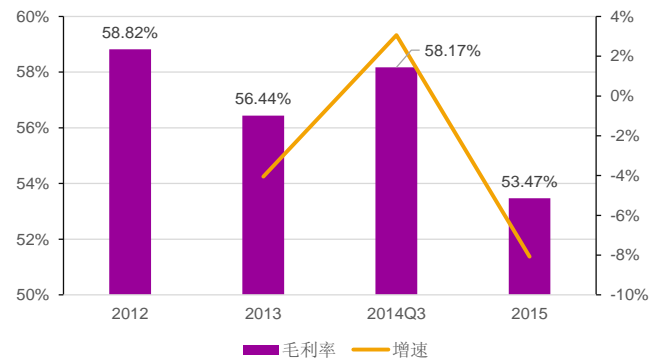


图表7: 理工雷科净资产收益率情况



资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表8: 理工雷科产品毛利率



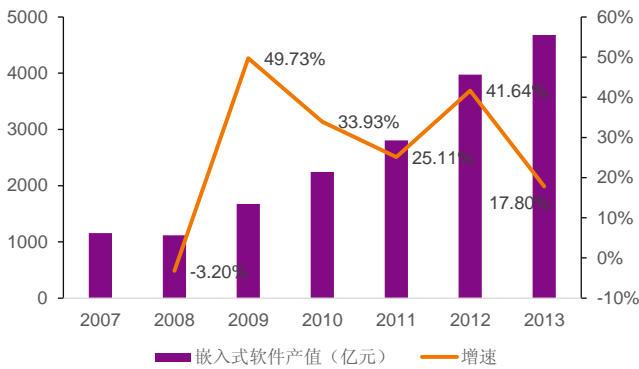
资料来源: 公司公告, 联讯证券

3、业务市场空间广阔，发展潜力巨大

1) 嵌入式实时信息处理业务: 国防信息化建设处于深入发展阶段，嵌入式系统作为信息化核心基础产业，未来发展前景广阔。

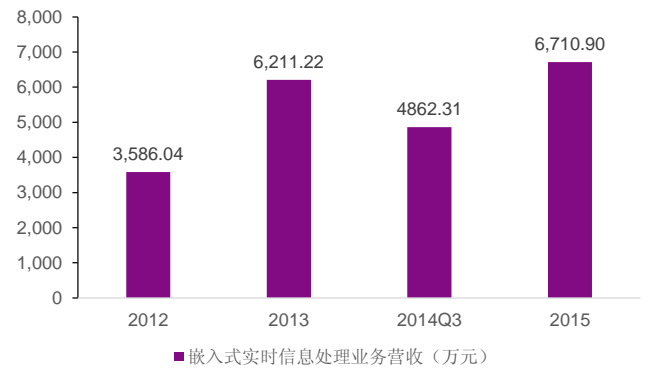
嵌入式系统，是一种完全嵌入受控器件内部，为特定应用而设计的专用计算机系统，可以用来控制或者监视机器、装置、工厂等大规模设备的系统，是物联网的重要组成部分。2013年全国嵌入式系统软件实现收入4680亿元，同比增长17.2%。随着物联网应用的快速发展，嵌入式系统将迎来更多的发展机遇。

图表9: 全国嵌入式软件产值及增长情况



资料来源: 工信部, 联讯证券

图表10: 理工雷科嵌入式实时信息处理业务营收情况



资料来源: 公司公告, 联讯证券

2) 复杂电磁环境测试/验证与评估业务: 装备信息化程度提高致使电磁环境日趋复杂，复杂电磁环境测试、验证、评估作为武器装备研制、试验的重要环节，装备的换代升级将打开业务发展空间。

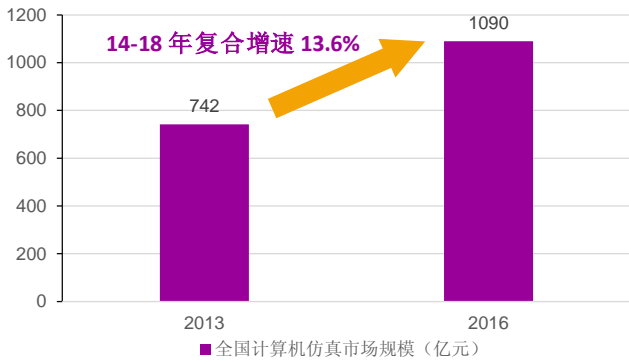
复杂电磁环境是指在一定空域、时域、频域和功率域上，多种电磁信号同时存在的电磁环境。电磁环境已成为信息化战场区别于传统战场的最突出标识，对信息化作战成败取决定性作用。计算机仿真技术可以模拟作战环境下的电磁辐射，对武器装备研制、作战模拟训练均发挥极为重要的作用。信息化战争对电磁仿真技术的强烈需求，给计算机仿真业务的发展提供了重要的战略机遇。

据产业信息网发布的《2014-2018年中国计算机零配件市场调研与投资战略研究报告



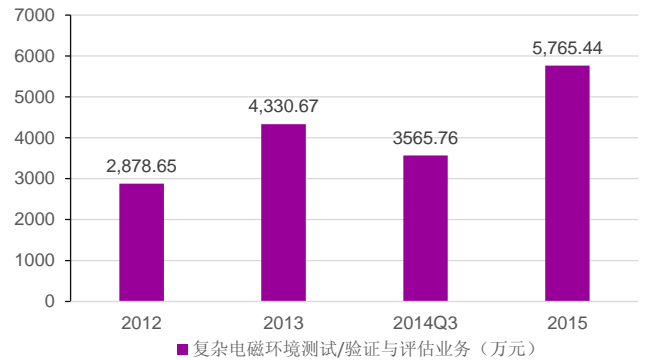
告》，2013 年我国计算机仿真市场的总体规模在 742 亿元，14-18 年可实现 13.6% 以上的复合增长率，预计 2016 年市场规模达到 1090 亿，发展潜力可观。

图表11： 全国计算机仿真市场总体规模



资料来源：产业信息网，联讯证券

图表12： 理工雷科电磁仿真业务营收情况



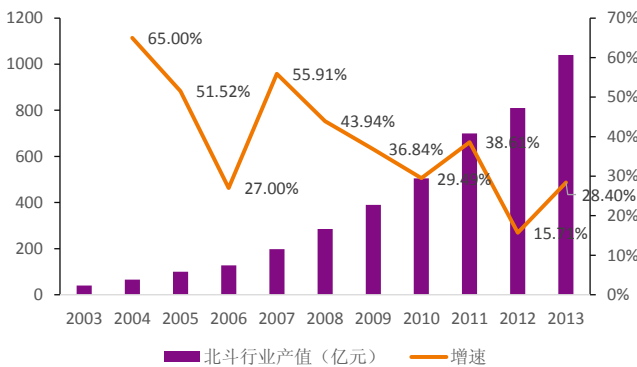
资料来源：公司公告，联讯证券

3) 北斗卫星导航接收机业务：北斗替代 GPS 在大众消费市场的推广普及加速，北斗卫星导航系统建设及应用将拉动导航接收机业务快速发展。

中国陆续颁布多个关于国家卫星导航产业的发展规划，北斗卫星导航系统及其兼容产品在国民经济重要行业和关键领域得到广泛应用。

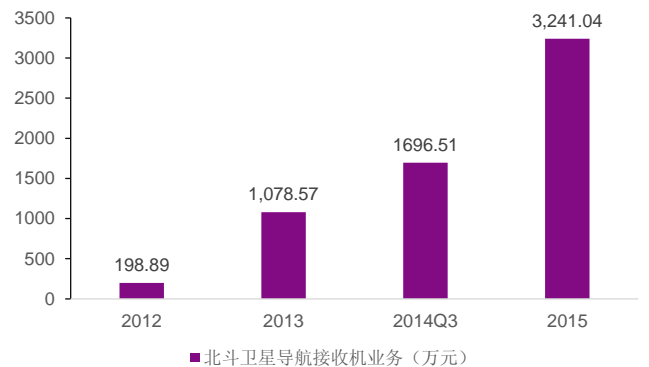
据中国卫星导航定位协会《中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》统计，2013 年中国卫星导航产业产值超过 1,040 亿元，同比增长 28.40%，导航定位终端的总销量突破 3.48 亿台，呈现出高速增长态势。

图表13： 全国北斗行业产值



资料来源：公司公告，联讯证券

图表14： 理工雷科北斗卫星导航业务营收情况



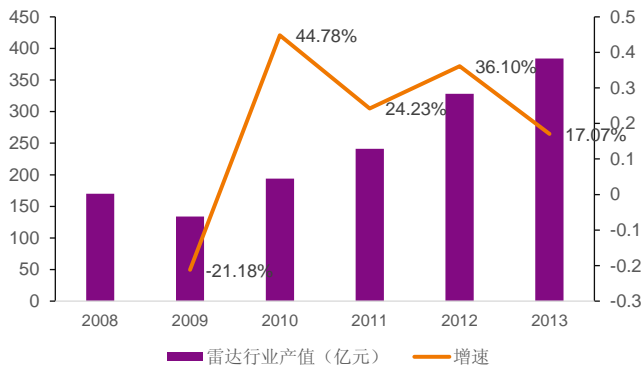
资料来源：公司公告，联讯证券

高精度微波/毫米波成像探测雷达业务：雷达是现代战争之眼，是决定能否掌握制信息权的重要装备，国防信息化建设带来雷达业务重大发展机遇期。

雷达行业产值快速增长。据《中国电子信息产业统计年鉴》统计数据，2013 年我国军用雷达和民用雷达的市场规模约为 384 亿元，2002-2013 年复合增长率为 23.51%。随着国防战略向海空军发展倾斜，作为海空军发展重要装备的军用雷达将直接受益于海空军现代化建设。民用雷达覆盖自然灾害预防、飞机导航、气象保障和气象研究等众多领域，在自然灾害预防、空管等领域发挥着重要作用，应用方向将不断趋于细分化和精准化。

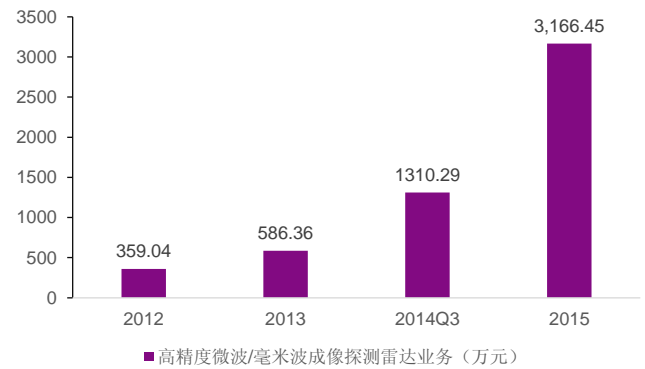


图表15: 全国雷达行业产值



资料来源: 中国电子信息产业统计年鉴, 联讯证券

图表16: 理工雷科雷达业务营收情况



资料来源: 公司公告, 联讯证券

4、核心竞争优势明显

1) 完全的自主知识产权。理工雷科的核心技术均为公司自主研发的成果, 拥有完全的自主知识产权。

图表17: 理工雷科拥有完全自主知识产权

嵌入式实时信息处理领域	理工雷科是国内少数拥有自主创新能力, 并能够提供从基础算法研究到大规模系统实现整套信息处理解决方案的嵌入式实时信息处理产品厂商。
复杂电磁环境测试/验证与评估领域	理工雷科自主研发的复杂电磁环境评估测试产品突破了西方发达国家对我国的禁运限制, 已成功被国内多家客户采用
北斗卫星导航接收机领域	理工雷科自主研发的新一代多模多频高性能基带信号处理芯片, 已成功应用于北斗卫星导航装备
雷达领域	理工雷科填补了国产雷达多项技术空白。

资料来源: 公司公告, 联讯证券

2) 领先的产品技术, 高比例的研发投入。理工雷科拥有多项自主研发的核心技术, 居于国内同行业领先水平, 形成了强有力的技术储备, 拥有很强的综合技术基础和技术整合能力。公司多款产品已经走通研发到生产的过程, 已实现小批量生产。

图表18: 理工雷科产品所处生产阶段

业务板块	分产品	生产阶段
嵌入式实时信息处理业务板块	雷达信息处理产品	小批量生产
	图像信息处理产品	小批量生产
	遥感处理产品	小批量生产
	数据记录产品	小批量生产
复杂电磁环境测试/验证与评估业务	仿真软件产品	试生产
	背景及威胁仿真产品	小批量生产



业务板块	分产品	生产阶段
	目标仿真产品	小批量生产
	电磁环境监测产品	小批量生产
北斗卫星导航及接收机业务	芯片及模块产品	小批量生产
	定位通信终端产品	小批量生产
	高精度终端产品	试生产
高精度微波/毫米波成像探测雷达业务	探墙雷达产品	试生产
	机场异物探测雷达产品	试生产
	边坡雷达产品	试生产

资料来源：公司公告，联讯证券

公司每年投入的研发费用持续增长，2013年研发费用2176万元，占营收比17.66%，同比增长19.16%。理工雷科产品均是自主研发，技术的积淀极易实现高附加值产品的复制，从而实现业绩的快速增长。

3) 专业且稳定的研发团队。公司拥有一支近300人的高素质、高学历研发人才队伍，拥有博士和硕士学位的研发人员占比超过50%，科研领军人物毛二可院士是我国著名的雷达系统和信号处理专家，高管团队均来自业务领域的技术专家，形成了一支覆盖面广、专业而稳定的研发团队。

2015年底公司成立了理工雷科雷达技术研究院，毛二可院士担任名誉院长。研究院致力于雷达、导航及集成电路等技术的前瞻性探索和研究，为公司新产品提供新的关键核心技术支撑，提升公司在雷达业务方向的核心竞争力，促进企业的可持续发展和保持长期竞争力。

图表19：理工雷科核心集技术人员

核心人员	职务职称	职责
刘峰	总经理,博士	➤ 全面负责理工雷科的运营与战略制定；长期从事高速实时信息处理、卫星导航信号处理等领域的研究工作
高立宁	副总经理，博士	➤ 分管公司日常运营；主要从事雷达信号处理，高速实时信号处理等领域的研究
曾大治	总经理助理，博士	➤ 负责协助总经理开展日常工作；主要从事通信与信息系统、信号与信息处理等领域的研究
杨柱	集成电路技术专家	➤ 主要从事集成电路等领域的设计工作
王兵	结构技术专家	➤ 主要从事结构设计等领域的设计工作
罗伟慧	软件技术专家	➤ 主要从事软件测试方面的设计工作
王长杰	信号处理产品线经理	➤ 主要从事信号处理领域的设计工作

资料来源：公司公告，联讯证券

4) 以研发为主的轻资产经营模式。公司产品主要是自主研发的高附加值产品，技术壁垒很高。采取“定制化开发+外协加工”的生产模式，以及“外购标准软件硬件+集成自主研发的平台”系统集成特点，能够有效降低生产成本，基本实现无产成品存货。

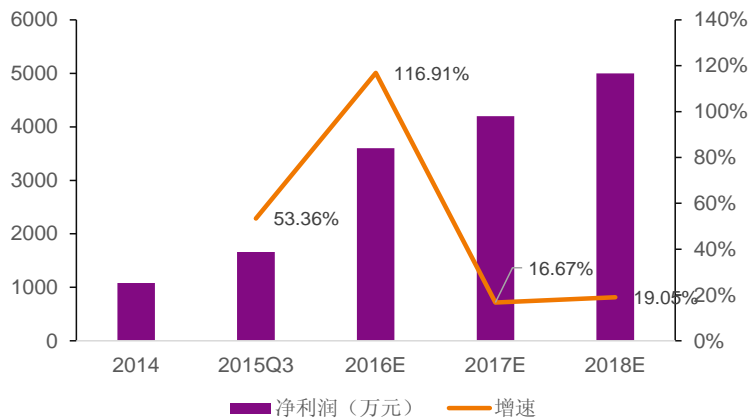


(二) 并购爱科特和奇维科技，继续加码军工电子信息

1、爱科特：致力于雷达用微波信号分配管理及接收处理的专业公司

2016年1月，公司发布公告以3.22亿元现金收购爱科特70%股权。爱科特是一家致力于射频信号分配管理和接受处理的专业公司，2014年实现净利润1082万元，并承诺2015-2018的净利润分别不低于：1000/3600/4200/5000万元。2014-2018年净利润复合增长率为46.6%。

图表20：爱科特净利润情况



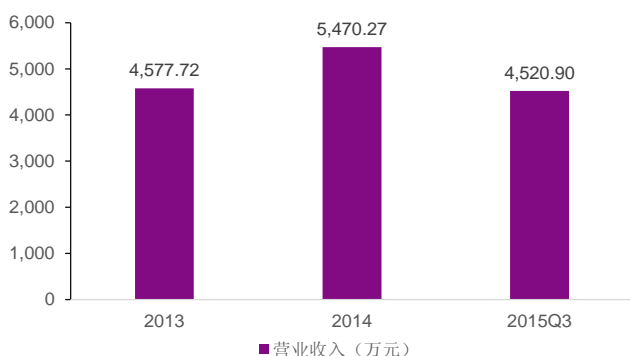
资料来源：公司公告，联讯证券

收购爱科特，公司将新增通信、雷达用微波信号分配管理及接收处理业务，有助于完善雷达信息处理业务布局。作为理工雷科嵌入式实时信息处理业务产业链的上游，成都爱科特有望与理工雷科在产品开发、市场渠道、研发体系上形成较为显著的协同效应，从而进一步提升公司整体竞争力和盈利能力。

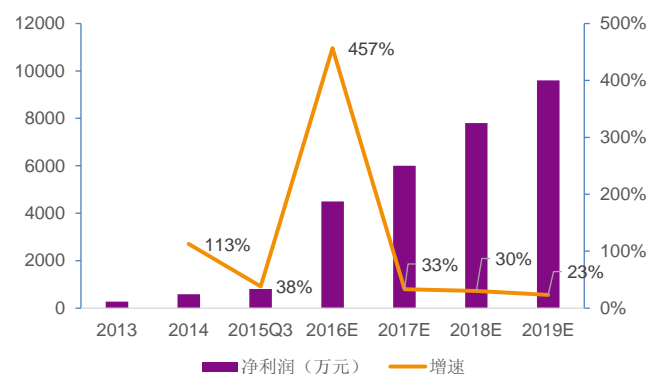
2、奇维科技：军用嵌入式计算机、固态存储设备领域的优质企业

2016年2月，公司以8.95亿元收购奇维科技100%股权。奇维科技于2014年1月在全国中小企业股份转让系统挂牌，是一家致力于实现嵌入式技术、固态存储技术在机载、舰载、弹载、车载、地面等多种武器平台上应用的军工电子企业，军品业务占比高达95%左右。奇维科技2014年实现营收5470万元，净利润585万元。并承诺2016-2019年净利润不低于：4500/6000/7800/9600万元。2014-2019年净利润复合增速为59.4%。

图表21：奇维科技营收情况



图表22：奇维科技净利润情况





资料来源：公司公告，联讯证券

资料来源：公司公告，联讯证券

奇维科技军工四证齐全。奇维科技产品包括军用嵌入式计算机，固态存储设备，主要为各种武器平台提供配套，客户主要为国内军工企业、科研院所。

图表23： 军工四证

军工四证	主管部门
武器装备质量管理体系证书【GJB 认证】	武器装备质量体系认证委员会
武器装备科研生产保密资格证书【保密认证】	国家保密局、国防科工局、总装备部
武器装备科研生产许可证书【许可证认证】	国防科工局负责，征求总装备部意见
装备承制单位资格证书【名录认证】	总装备部

资料来源：公开资料，联讯证券

产品优势明显。奇维科技多项产品和技术获得国家专利，目前拥有发明专利 10 项、计算机软件著作权 8 项，正在申请的发明专利 26 项。

奇维科技生产的特种嵌入式计算机具有体积小、重量轻、功耗低、环境适应能力强、可靠性高等特点，已有多个产品配套应用于国家重点新型武器装备中。

奇维科技生产的大容量固态存储器，可根据用户需求提供具有轻自毁、硬自毁、加密等特定功能的定制产品，其自主研发的软件擦除技术已通过解放军信息安全中心自毁认证，为业内通过该认证的少数企业之一。此外，固态存储器产品还通过了北京空军装备试验与可靠性试验中心的各项环境试验，具有高品质、高可靠性、高稳定性、高性价比的特点。

图表24： 奇维科技业务及产品描述

业务板块	具体描述	分产品
嵌入式计算机	军用嵌入式计算机作为武器装备智能核心，在武器装备智能化中具有无可替代的地位，主要用于武器控制、指挥控制和通信系统仿真等作战与保障系统中。	嵌入式模块
		板卡
		特种嵌入式计算机
		嵌入式系统解决方案
固态存储设备	固态存储设备是用固态电子存储芯片阵列而制成的，在读写速度、防震抗摔性和功耗上较传统机械硬盘有明显优势。	定制电子盘
		PATA 及 SATA 标准电子盘
		DOM 及 UDOM 电子盘
		大容量存储设备系列

资料来源：公司公告，联讯证券

三、未来发展战略明晰，军民融合翘楚前途无量

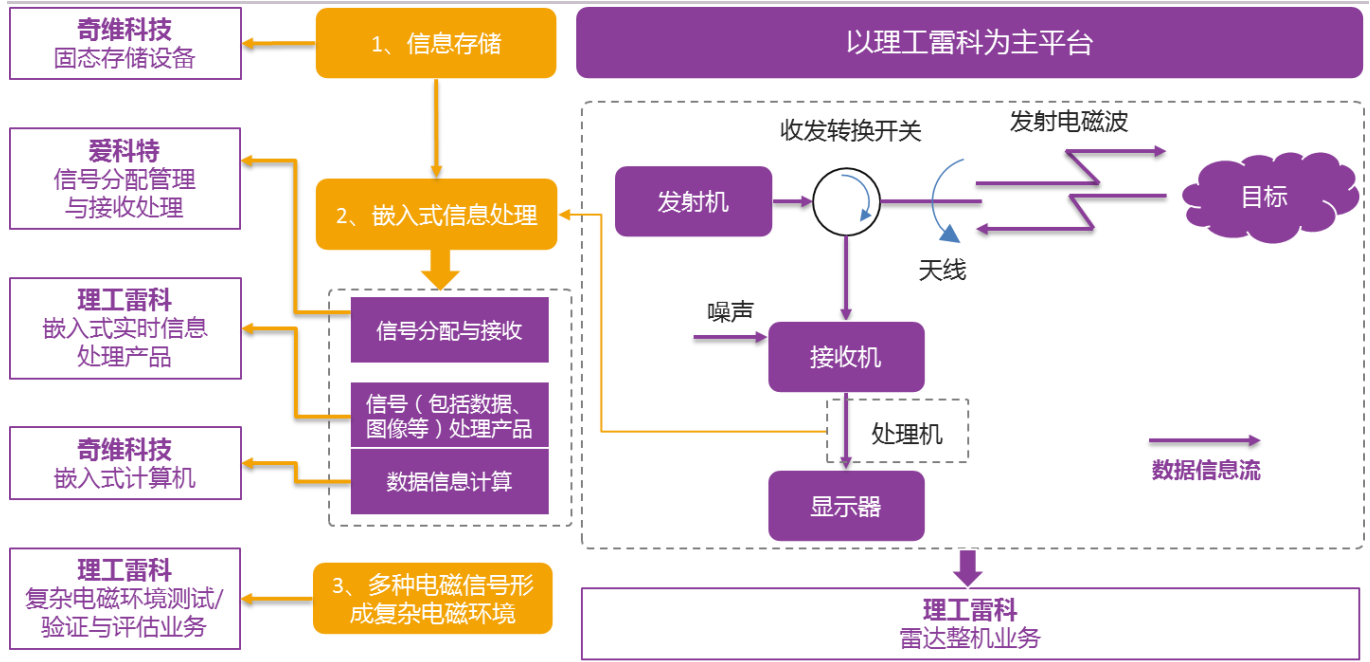
（一）深化军工电子信息产业链布局

公司通过并购三家军工信息化企业以及出售传统制冷业务，业务全面向军工电子信息产业转型。公司将以理工雷科为平台，整合各方资源，融合现有业务，积极拓展布局军民两用市场。



军工电子信息化的核心是数据信息，以数据信息为引线，可以有效梳理雷科防务布局三大子公司产品线的脉络。以雷达信息流为导向，将信号信息处理分为几大模块：1) 信息存储；2) 嵌入式信息处理，又包括信号分配与接收、信号信息处理、数据计算等；3) 多种电磁信号构成的复杂电磁环境背景，分别可以对应三大子公司的业务产品方向。

图表25： 聚焦军工电子信息产业链的布局



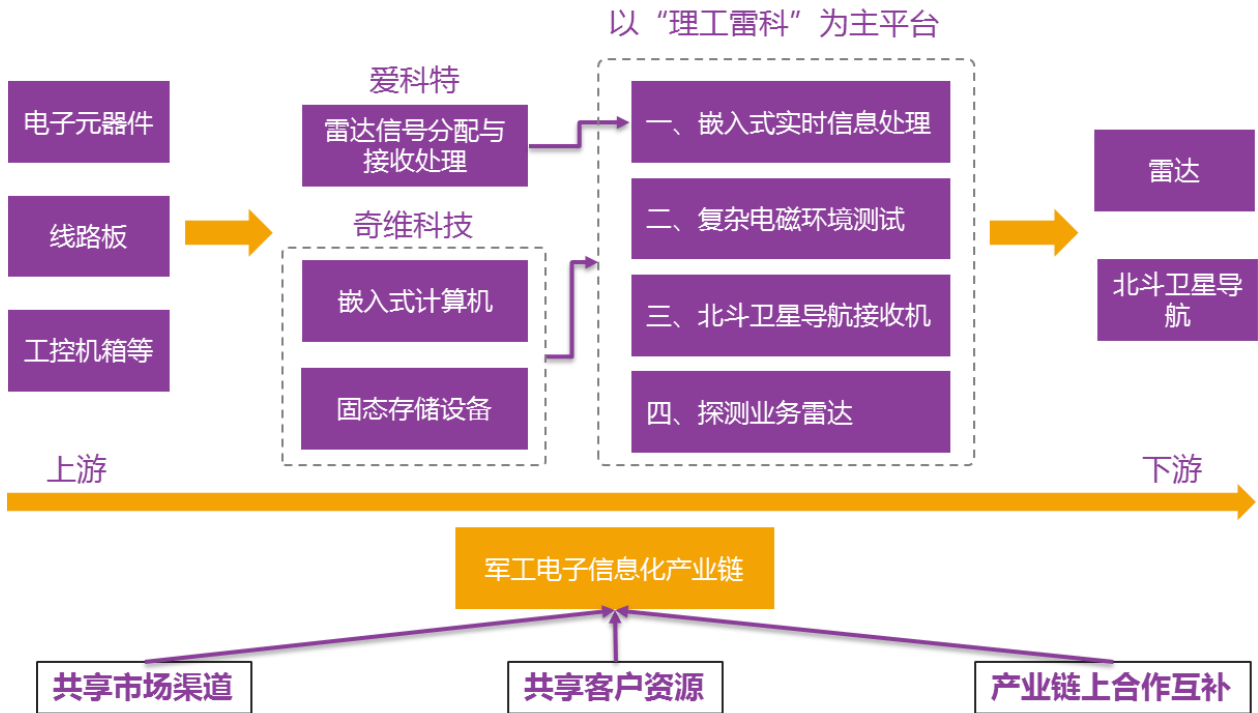
资料来源：联讯证券

理工雷科、奇维科技、成都爱科特都属于军工电子信息行业，实施重组前三者在业务上已有合作关系。公司形成三家子公司的布局，可以共享技术研发体系，分享市场渠道及客户资源，形成良好的产业链上下游合作关系，实现优势互补，发挥协同效应，提升公司整体价值。

公司产品产业链上游是电子元器件、线路板、工控机箱等电子产品，电子产品市场竞争充分，供应量充足，因此公司原材料采购价格呈下降趋势。产业链下游是雷达、北斗卫星导航和电磁仿真，市场空间广阔，公司发展前景可期。



图表26： 聚焦军工电子信息产业链的布局



资料来源：联讯证券

（二）政策力推军民融合，军工信息化空间巨大

军民融合上升为国家战略，顶层设计出台将加速政策落地。近年来，多项政策力推军民融合，习近平主席也多次强调把军民融合发展上升为国家战略，开创强军新局面，加快形成全要素、多领域、高效益的军民融合深度发展格局。2016年7月21日，中共中央、国务院、中央军委印发《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》，作为统筹推进经济建设和国防建设的纲领性文件，该顶层设计的出台将有利于多项政策细则的制定，将加速推进军民融合政策的实施。

图表27： 政策力推军民融合

会议名称	时间	相关政策
十八大	2012.11	作出“坚持走中国特色军民融合式发展路子，坚持富国与强军相统一”的战略部署。
十八大三中全会	2013.11	进一步把推动军民融合深度发展作为深化国防和军队改革的三大任务之一，把健全国防工业体系作为军民融合深度发展的重要内容。
十二届全国人大三次会议	2015.11	把军民融合发展上升为国家战略，是我们长期探索经济建设和国防建设协调发展规律的重大成果，是从国家安全和发展战略全局出发作出的重大决策。强国必须强国防，强军必须强军工，推进国防科技工业军民融合深度发展，对于实现强国梦强军梦具有十分重要而深远的意义。 审议通过《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》，会议再次明确“军民融合上升为国家战略”。
中共中央政治局会议	2016.03	会议强调，推进军民融合发展是一项利国利民的大战略，军地双方要站在党和国家事业发展全局的高度来认识思考问题，切实把思想和行动统一到党中央决策部署上来，把军民融合的理念和要求贯穿经济建设和国防建设全过程，加快形成全要素、多领域、高效益的军民深度融合发展格局。

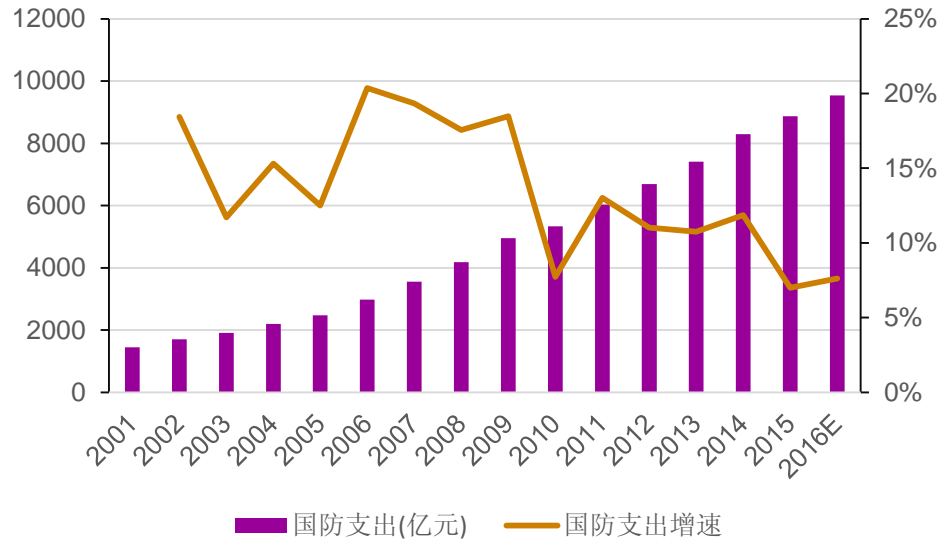
资料来源：新华网，联讯证券

我国国防军费稳定增长，2014年军费占GDP比重仅为1.25%，远远低于美（3.59%）、俄（3.32%）、印（2.13%）等国，军费增长仍有较大空间。2015年我国国防费用预算



支出为 8,890 亿元人民币，而 2015 年美国国防预算达 5,850 亿美元，是中国的 4 倍以上。我国的国防费用与我国的综合国力和国际地位不相匹配，无法满足我国日益增长的国防需要，因此我国的现代化国防工业仍然具有非常广阔的增长空间。

图表28： 中国历年军费及增幅



资料来源：国防部，联讯证券

现代战争已由机械化战争演变为信息化战争，信息化对抗是现代战争敌我双方较量的核心，而我国国防信息化基础仍相对薄弱，装备体系整体处于由机械化向信息化转变的过程。相对于美军信息化装备开支占总军费 60% 的比例，我军信息化装备开支占比不足 20%，随着未来我国军费开支提升以及国防信息化建设加速，军工电子信息化仍有很大上升空间。军工电子信息化也是军民融合的重点领域。雷科防务业务涵盖雷达和卫星导航两大国防信息化领域，将在国防信息化的浪潮中获得巨大发展空间。

四、盈利预测及投资建议

按照理工雷科、爱科特、奇维科技的业绩承诺，预计 2016-2018 年归属母公司净利润分别为：1.58 亿元、1.99 亿元、2.44 亿元，EPS 分别为：0.15 元、0.18 元、0.22 元。当前股价（按 2016 年 8 月 30 日收盘价 14.16 元）对应动态 PE 分别为：97X，78X，63X。

公司目前估值在行业平均值附近，考虑到公司多款产品处于成长期初期，业绩将直接受益于军民融合政策落地和国防信息化建设，且存在军工电子信息产业链继续并购预期，首次覆盖，给以买入评级，合理价格区间为 18-20 元。

图表29： 同类公司估值比较

上市公司	证券代码	收盘价(元)	市值(亿元)	PE		
				2016E	2017E	2018E
四创电子	600990	78.73	107.63	62.56	48.35	38.17
国睿科技	600562	33.80	161.81	66.07	50.27	39.36
华力创通	300045	17.61	97.76	169.16	93.08	70.44
振芯科技	300101	24.62	136.89	112.16	75.54	59.35
天银机电	300342	26.94	88.51	53.56	41.77	33.32



上市公司	证券代码	收盘价(元)	市值(亿元)	PE		
				2016E	2017E	2018E
天和防务	300397	11.43	116.91	43.43	36.62	31.79
平均值				88.24	61.24	47.51

资料来源: wind, 联讯证券

五、风险提示

- 1) 军品订单的不确定性;
- 2) 外延并购不及预期。



附录：公司财务预测表

资产负债表					现金流量表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1700.58	1525.19	1761.85	1928.29	经营活动现金流	748.92	61.22	73.12	211.68
现金	717.44	1225.22	1289.70	1235.26	净利润	140.55	158.33	198.58	243.75
应收账款	182.54	112.67	157.50	213.75	折旧摊销	63.05	0.00	14.62	21.04
其它应收款	620.35	139.73	195.33	265.10	财务费用	0.64	0.74	0.85	0.98
预付账款	63.58	73.59	88.53	109.96	投资损失	0.00	-10.00	-10.00	-10.00
存货	84.78	75.39	112.58	161.42	营运资金变动	871.40	-44.38	218.63	139.72
其他	1.42	-116.43	-102.80	-85.69	其它	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	643.03	891.89	958.01	1036.85	投资活动现金流	-248.55	-82.06	-101.39	-102.33
长期投资	0.00	0	0	0	资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	6.13	98.18	183.80	262.99	长期投资	0.00	-125.00	0.00	0.00
无形资产	16.54	15.16	13.78	12.41	其他	0.00	-25.00	16.67	-2.78
其他	0.00	25.00	8.33	11.11	筹资活动现金流	410.45	7.42	85.32	-26.17
资产总计	2343.61	2417.09	2719.86	2965.13	短期借款	40.50	0.00	0.00	0.00
流动负债	203.81	72.80	90.82	117.54	长期借款	0.00	157.02	157.02	157.02
短期借款	40.50	0.00	0.00	0.00	其他	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	51.38	13.82	15.77	26.09	现金净增加额	658.69	507.79	64.48	-54.44
其他	6.73	0.00	0.00	0.00					
非流动负债	13.44	157.02	314.04	471.06	主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
长期借款	0.00	157.02	314.04	471.06	成长能力				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长率	-6.30%	-77.48%	39.79%	35.72%
负债合计	217.24	229.82	404.86	588.61	营业利润增长率	83.80%	46.51%	24.92%	21.63%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	320.85%	12.65%	25.42%	22.74%
归属母公司股东权益	2126.37	2176.34	2304.07	2365.60	获利能力				
负债和股东权益	2343.61	2406.16	2708.93	2954.20	毛利率	14.36%	45.25%	41.52%	38.21%
					净利率	6.93%	34.65%	31.09%	28.12%
利润表	2015	2016E	2017E	2018E	ROE	6.61%	7.28%	8.62%	10.30%
营业收入	2028.54	456.93	638.74	866.86	ROIC	5.96%	14.01%	14.30%	14.17%
营业成本	1737.16	250.15	373.56	535.62	偿债能力				
营业税金及附加	7.49	2.13	2.98	4.05	资产负债率	9.27%	9.51%	14.89%	19.85%
营业费用	62.94	13.47	18.83	25.55	净负债比率	-31.84%	-49.08%	-42.35%	-32.30%
管理费用	102.42	29.39	41.08	55.75	流动比率	8.34	20.95	19.40	16.40
财务费用	0.64	0.74	0.85	0.98	速动比率	7.93	19.91	18.16	15.03
资产减值损失	9.70	9.69	9.86	9.75	营运能力				
公允价值变动收益	0.71	0	0	0	总资产周转率	1.03	0.19	0.25	0.30
投资净收益	1.24	10.00	10.00	10.00	应收帐款周转率	6.56	3.10	4.73	4.67
营业利润	110.14	161.36	201.58	245.17	应付帐款周转率	9.92	3.12	3.97	3.91
营业外收入	79.78	29.31	37.71	48.93	每股指标(元)				
营业外支出	9.69	4.40	5.66	7.34	每股收益	0.52	0.50	0.63	0.77
利润总额	180.22	186.27	233.63	286.76	每股经营现金	-0.45	2.36	0.15	0.19
所得税	39.67	27.94	35.04	43.01	每股净资产	6.70	6.86	5.83	5.99
净利润	140.55	158.33	198.58	243.75	估值比率				
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	110.13	97.71	78.06	63.45
归属母公司净利润	140.55	158.33	198.58	243.75	P/B	2.69	2.63	3.09	3.01
EBITDA	173.83	170.29	217.04	267.19	EV/EBITDA	29.01	125.05	28.30	23.78
EPS (元)	0.13	0.15	0.18	0.22					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com