

2017年05月22日

雷科防务 (002413)

——现金收购布局雷达产业链，优势民参军企业不断彰显

报告原因：有信息公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年05月19日

收盘价(元)	10.7
一年内最高/最低(元)	17.3/9.5
市净率	3.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	7578
上证指数/深证成指	3090.63 / 9970.96

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	3.19
资产负债率%	5.69
总股本/流通A股(百万)	1093/708
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《雷科防务(002413)点评：一季报业绩符合预期，坚定看好公司成为优势民参军企业标杆》2017/05/02

《雷科防务(002413)点评：转型第一年业绩符合预期，优势民参军企业正在崛起》2017/04/25

证券分析师

周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com

研究支持

韩强 A0230116080004
hanqiang@swsresearch.com
王贺嘉 A0230116060001
wanghj@swsresearch.com

联系人

王贺嘉
(8621)23297818×7334
wanghj@swsresearch.com



事件：

- 全资子公司理工雷科拟以现金12,790万,收购西安青石100%股权及博海创业18.16%股权。收购完成后,理工雷科将直接及间接持有博海创业51.16%的股权。本次交易的交易价款分两期支付,第一期是在本协议签署后10个工作日内,向黄勇及汪杰分别支付2,834.28万元、1,274.27万元,且款项仅限于购买雷科防务股票使用,第二期则是在本次交易完成股权交割后,向黄勇及汪杰分别支付剩余款项5,986.39万元、2,695.07万元。

点评：

- 业绩承诺及激励相容举措完备,预计本次收购将助推公司业绩水平提升。黄勇、汪杰承诺博海创业2017-2019年分别实现净利润1,600万元、2,100万元、2,600万元,三年净利润合计为6,300万元。本次收购激励相容举措完备,若未达业绩承诺,则对方需按比例承担业绩补偿义务;若累计实现净利润不低于6,880万元,则要向对方增加现金对价支付。在此业绩承诺及激励条款下,我们预计本次收购能够为公司业绩水平增长贡献力量。
- 本次收购标的与公司原有主业协同效应较好,有利于完善公司产业链布局。公司目前主业为军工电子信息业务,公司主业全部依靠旗下三家子公司开展。其中,理工雷科擅长雷达等载荷的信号处理技术,奇维科技从事弹载、机载等通信控制计算机研制,爱科特在产业链上游专攻信号接收技术。博海创业主要从事微波及毫米波器件、组件、模块及微系统的设计、生产、销售和技术服务,与公司主业协同效应明显。本次收购可为公司现有产品提供技术支持,符合公司军工电子信息产业的发展战略,有利于完善雷达产业链布局,提高公司的整体竞争实力。
- 本次收购进一步验证我们关于公司符合优势民参军企业五大标准的逻辑,公司有望在未来民参军“强者恒强”的竞争格局中争夺一席之地。我们在2016年12月22日发布深度报告《雷科防务:深耕雷达产业链,树立优势民参军企业标杆》,指出公司符合优势民参军企业的五大标准:1)在军工领域拥有丰富的经验和人脉;2)准确定位,瞄准雷达配套细分市场做精做细;3)拥有核心自主知识产权、定制化研发生产能力强;4)横向拓展配套产品体系,纵向深耕总体型号系列;5)具备军民转化能力,挖掘民用市场巨大潜力。
- 维持原有盈利预测及增持评级。我们预计,收购前公司2017-2019年EPS分别为0.17元/股、0.22元/股、0.28元/股,对应PE分别为63倍、49倍、38倍;假设今年框架协议顺利执行、完成收购,并假设18年开始全年并表,则以博海创业承诺的净利润水平计算,公司2017-2019年备考EPS分别为0.17元/股、0.23元/股、0.30元/股,对应PE分别为63倍、47倍、36倍,高于行业可比公司水平(50、37、31倍)。但是,考虑到公司作为优势民参军企业的标杆最终将被市场所认可、后续外延并购预期落地、目前股价显著低于前期定增底价以及公司当前PE回落,具有一定的安全边际,因此维持增持评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	531	118	768	1,015	1,365
同比增长率(%)	-73.85	56.23	44.76	32.16	34.48
净利润(百万元)	105	27	182	236	310
同比增长率(%)	-25.07	22.22	72.82	29.67	31.36
每股收益(元/股)	0.10	0.02	0.17	0.22	0.28
毛利率(%)	51.2	54.9	52.0	50.5	48.0
ROE(%)	3.0	0.8	5.0	6.1	7.4
市盈率	111		63	49	38

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE。

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,165	2,029	531	768	1,015	1,365
营业收入同比增长率 (yoy)	16.75%	-6.30%	-73.85%	-	-	-
减: 营业成本	1,968	1,737	259	369	503	710
毛利率 (%)	9.07%	14.36%	51.15%	52.00%	50.50%	48.00%
减: 营业税金及附加	7	7	5	8	11	14
主营业务利润	190	284	266	-	-	-
主营业务利润率 (%)	8.76%	13.99%	50.20%	-	-	-
减: 销售费用	59	63	14	31	39	49
减: 管理费用	56	102	116	119	152	187
减: 财务费用	8	1	-6	7	9	10
经营性利润	67	118	142	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	45.02%	76.89%	20.22%	-	-	-
经营性利润率 (%)	3.08%	5.81%	26.72%	-	-	-
减: 资产减值损失	10	10	16	3	3	3
加: 投资收益及其他	4	1	0	0	0	0
营业利润	60	110	125	232	299	392
加: 营业外净收入	-12	70	4	0	0	0
利润总额	48	180	129	232	299	392
减: 所得税	14	40	20	36	46	61
净利润	33	141	109	196	253	331
少数股东损益	0	0	4	14	17	21
归属于母公司所有者的净利润	33	141	105	182	236	310
净利润同比增长率 (yoy)	30.89%	320.85%	-25.07%	-	-	-
全面摊薄总股本	221	317	1,093	1,093	1,093	1,093
每股收益 (元)	0.15	0.52	0.1	0.17	0.22	0.28
归属母公司所有者净利润率 (%)	1.54%	6.93%	19.85%	-	-	-
ROE	2.77%	6.61%	3.04%	5.00%	6.10%	7.40%

资料来源: 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。