

公司研究/公告点评

2019年01月27日

航天军工/航天军工II

投资评级: 买入 (调高评级)

当前价格(元): 5.88
合理价格区间(元): 6.65~7.03

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
jintang@htsc.com

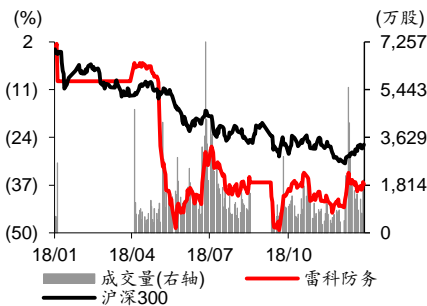
王维 01056793945
联系人 wangwei011620@htsc.com

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

相关研究

1 《雷科防务(002413,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

拟收购恒达微波, 布局雷达产业链

雷科防务(002413)

公司拟收购资产, 完善产业链布局, 股权交接落地, 上调至“买入”评级

2019年1月26日, 公司发布收购资产预案, 拟通过发行可转换债券、股份及支付现金相结合的方式, 以6.25亿元的对价购买西安恒达及江苏恒达100%股权。同时, 拟向不超过10名特定投资者非公开发行可转换债券及股份募集配套资金不超过3.97亿元。公司聚焦军工电子信息产业, 完善产业链布局, 有助于实现以军带民、军民融合的发展战略。我们暂维持公司业绩预测, 18~20年分别实现归母净利润1.64亿、2.16亿、2.90亿元, 对应EPS为0.14元、0.19元、0.25元, 但大股东交接平稳落地, 股权结构向好, 上调至“买入”评级。

聚焦军工电子信息化, 完善雷达通信产业链

本次交易前, 公司通过理工雷科、成都爱科特、西安奇维和苏州博海等相关企业的有效整合, 覆盖了雷达系统、数字系统、遥感测控、卫星导航等多个细分领域。本次拟收购的恒达微波, 与现有雷达通信产品处于同一产业链条, 是现有雷达通信产品的前端产业。西安恒达所掌握的微波技术处于行业领先水平, 产品已成功应用在国家载人航天“921工程”、国家航天“嫦娥探月工程”、中航工业“鲲龙AG600大飞机”等多项国家重点工程项目中。公司在现有产品基础上, 向上游领域继续延伸, 打通纵向产业链条, 提高公司的竞争力和持续盈利能力。

收购资产将有助于继续推进民用毫米波雷达市场

上市公司目前正在积极布局汽车雷达领域, 恒达微波已与国内近十家汽车毫米波雷达前装、后装厂建立了合作业务, 并且拥有测试频率高达110GHz的5m、9m、21m三间暗室, 提供28GHz、77GHz毫米波雷达天线产品的设计、生产、测试、验证等服务。本次交易完成后, 双方可充分发挥恒达微波长期积累的毫米波技术优势以及在毫米波天线暗室、阵列天线测试解决方案等方面的核心竞争力, 为上市公司汽车雷达业务的发展提供有效支持。恒达微波高效而成熟的硬件、机电生产工艺可助力公司相关软硬件产品的一体化生产, 恒达微波将成为上市公司产品工业化生产的基地之一。

军民布局合理, 掌握核心技术, 收购有望增厚EPS, 上调至“买入”评级

2019年1月8号, 理工雷科“一种天基在轨实时处理新技术及应用项目”获得国家科技技术发明二等奖, 说明了公司在创新研发上的雄厚技术实力。此外, 我们测算了公司收购完成后对EPS的影响, 将有10%~15%左右的增厚。我们认为公司技术领先, 军民布局合理, 产业趋势向上。暂维持此前业绩预测, 预计2018~2020年分别实现归母1.64亿元、2.16亿元、2.90亿元, 对应EPS是0.14元、0.19元、0.25元。可比上市平均估值19年PE为35.8倍, 我们给予公司19年PE为35~37倍, 目标价格6.65~7.03元, 由于大股东完全退出, 股权结构向好, 上调至“买入”评级。

风险提示: 收购尚存不确定因素, 民用市场推进低于预期, 军费增长低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,140
流通A股 (百万股)	995.29
52周内股价区间 (元)	4.72-9.49
总市值 (百万元)	6,702
总资产 (百万元)	4,496
每股净资产 (元)	3.44

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	530.53	767.18	989.70	1,219	1,595
+/-%	(73.85)	44.61	29.00	23.21	30.78
归属母公司净利润 (百万元)	105.31	122.56	164.25	215.55	290.29
+/-%	(25.07)	16.38	34.01	31.24	34.67
EPS (元, 最新摊薄)	0.09	0.11	0.14	0.19	0.25
PE (倍)	63.64	54.68	40.80	31.09	23.09

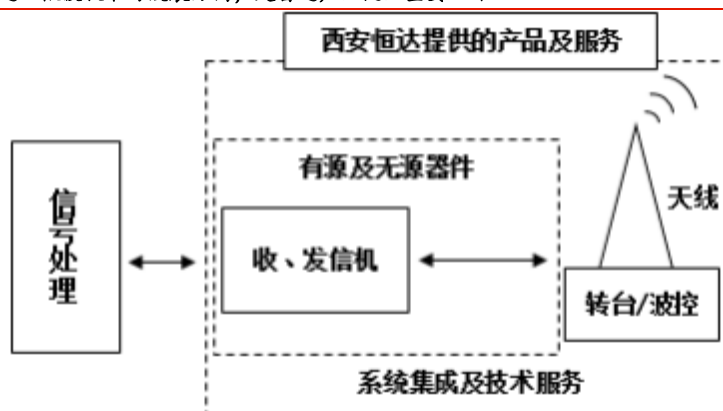
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

收购资产完善产业链布局，聚焦军工电子信息化发展

事件：2019年1月26日，公司发布收购资产预案，拟通过发行可转换债券、股份及支付现金相结合的方式，以6.25亿元的对价购买西安恒达及江苏恒达100%股权。同时，拟向不超过10名特定投资者非公开发行可转换债券及股份募集配套资金不超过3.97亿元。

业务：主要从事微波技术方向，是军工电子信息化的重要组成部分。西安恒达以微波技术为主要研发方向，专注于微波天线、微波有源及无源器件、旋转运动平台与伺服控制、微波系统集成设计、开发和生产，产品主要为雷达及其他微波通信系统提供配套或服务。江苏恒达为西安恒达配套生产相关微波产品，两者业务紧密联系，并且两者受同一实际控制人控制。因此本次交易将西安恒达与江苏恒达视作同一资产组，共同作为交易标的。

图表1：恒达以微波技术为发展方向，是雷达产业链上重要一环



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

本次拟收购的恒达微波，与现有雷达通信产品处于同一产业链条，具有上下游的依存关系。恒达微波所生产的天线、有源无源器件以及转台等微波产品，是现有雷达通信产品的前端产业。公司在现有产品基础上，向上游领域继续延伸，打通纵向产业链条，提高公司的竞争力和持续盈利能力。西安恒达所掌握的微波技术处于行业领先水平，产品已成功应用在国家载人航天“921工程”、国家航天“嫦娥探月工程”、国家气象局“新一代气象LD98DSA国产化”项目、中国航天恒星“动中通”卫星通信系统、中航工业“鲲鹏AG600大飞机”等多项国家重点工程项目中。

假设收购完成，将增厚公司业绩

根据公司《发行可转换债券、股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，西安恒达发展较为迅速，2017年净资产为6762万元，2018年为8997万元，同比增加33%。2017年西安恒达营收5812万元，2018年为7925万元，同比增长36.4%；2017年净利润1185万元，2019年为2344万元，同比增长97.8%。

图表2：西安恒达进入快速发展期（单位：万元）

项目	2018年12月31日	2017年12月31日
资产负债表		
资产总额	11762.7071	10135.8753
负债总额	2765.9866	3374.2328
所有者权益合计	8996.7205	6761.6425
利润表		
营业收入	7925.3837	5812.2588
净利润	2344.383	1185.3755

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

业绩承诺：2019 年、2020 年、2021 年标的公司（含西安恒达及江苏恒达）净利润承诺数分别不低于 4000 万元、5200 万元、6500 万元。业绩承诺期内，在利润考核过程中剔除因对西安恒达、江苏恒达高管团队及核心技术团队实施股权激励产生的股份支付费用的影响，即以股份支付费用确认前的实际净利润与承诺利润进行对比并考核，否则业绩承诺方应按照协议约定对上市公司予以补偿。

假设收购完成，测算对公司 EPS 影响

此收购交易价格为 5.5 元/股。本次拟以发行可转换债券支付交易对价 28,374.99 万元，本次发行的可转换债券按照初始转股价格转股后的股份数量为 51,590,890 股，测算发行股价为 5.5 元/股；拟以发行股份支付交易对价 11,375.00 万元，直接发行股份的数量为 20,681,817 股，测算发行价格 5.5 元/股；拟以现金支付交易对价 22,750.01 万元。本次拟发行可转换债券转股后的股份数量与本次发行股份数量两者合计为 72,272,707 股。

若收购完成，将增厚 EPS。我们按照华泰对公司收购前 2018~2020 年的盈利预测，和收购公司业绩承诺，估算公司收购资产完成后 2018~2020 年的业绩，并针对仅考虑发股和同时考虑发股及可转债转股后的股本，进行 EPS 摊销测算。2018~2019 年不考虑发行时，EPS 分别是 0.14 元、0.19 元和 0.25 元，假设收购股完成后，仅考虑发股情况下，EPS 分别是 0.14 元、0.22 元和 0.29 元，即使同时考虑发股和可转债转股后，EPS 相比未收购时，仍然得以增厚。

图表3：若此次收购完成，将增厚公司 EPS

项目	阶段	2018	2019	2020
净利润/亿元	收购前（华泰预测）	1.643	2.156	2.903
	收购资产业绩承诺		0.4	0.52
	合计	1.643	2.555	3.423
股本/亿股	交易前		11.397	11.397
	交易后（仅考虑发股）		11.604	11.604
	交易后（考虑发股并假设可转换债券全部转股）		12.120	12.120
EPS/元	EPS/收购前	0.14	0.19	0.25
	EPS/收购后（仅考虑发股）		0.22	0.29
	EPS/收购后（考虑发股并假设可转换债券全部转股）		0.21	0.28

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

大股东常发集团完全退出，股权交接顺利，上调至“买入”评级

公司目前第一大股东是公司高管团队。根据公司 2019 年 1 月 8 号公告，常发集团与北京雷科众投科技发展有限公司（有限合伙）签署了《股份转让协议》，约定以协议转让方式将其持有的 57,638,335 股雷科防务股票（占雷科防务总股本的 5.06%）转让给雷科众投。转让价格 5.1 元/股，转让价格 2.94 亿元。转让后常发集团退出股东行列，至此，公司大股东股权交接工作彻底完成。鉴于 2018 年 7 月 12 日，公司股东刘峰先生、刘升先生、高立宁先生、韩周安先生以及北京雷科投资管理中心（有限合伙）、北京科雷投资管理中心（有限合伙）签署了《一致行动协议书》成为一致行动人，目前为公司第一大股东。

我们暂维持此前业绩预测，预计 2018~2020 年分别实现归母 1.64 亿元、2.16 亿元、2.90 亿元，对应 EPS 是 0.14 元、0.19 元、0.25 元。可比上市平均估值 2019 年 PE 为 35.8 倍，我们给予公司 2019 年 PE 为 35~37 倍，目标价格 6.65~7.03 元，由于大股东完全退出，股权结构向好，上调至“买入”评级。

图表4：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）

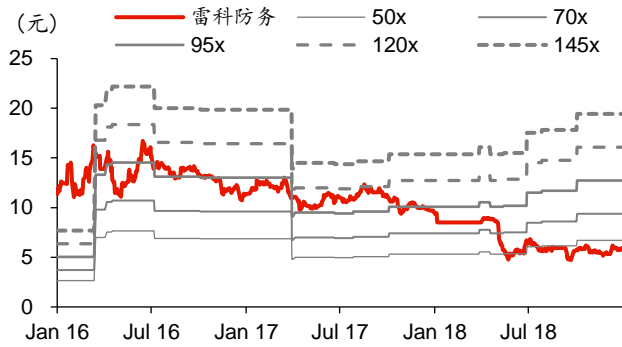
股票代码	股票简称	股价/元	市值/亿元	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600372	中航电子	13.87	244.00	0.31	0.34	0.39	0.45	52.31	41.15	35.76	30.73
600562	国睿科技	14.26	88.75	0.35	0.23	0.45	0.52	50.33	61.12	31.90	27.35
600990	四创电子	35.28	56.16	1.28	1.48	1.81	2.30	71.43	23.90	19.45	15.36
300474	景嘉微	36.59	110.28	0.44	0.48	0.65	0.85	138.48	76.20	56.16	42.52
平均值								78.14	50.59	35.82	28.99
002413	雷科防务	5.88	67.02	0.11	0.14	0.19	0.25	54.68	40.80	31.09	23.09

资料来源：Wind，华泰证券研究所；数据日期：2019年1月27日

风险提示：收购尚存不确定因素，民用市场推进低于预期，军费增长低于预期。

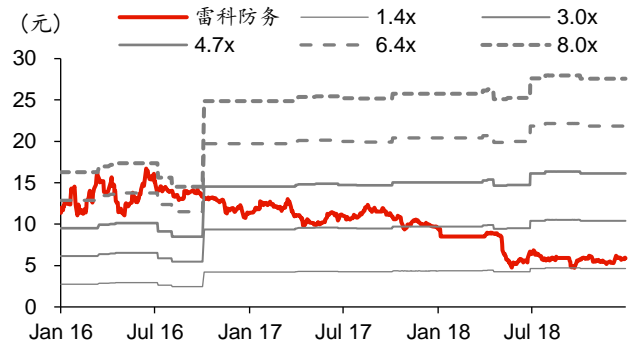
PE/PB - Bands

图表5：雷科防务历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6：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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,840	1,981	2,663	3,512	4,309
现金	286.52	797.76	637.89	904.15	1,289
应收账款	446.68	611.07	830.68	1,015	1,351
其他应收账款	610.56	9.94	484.98	673.18	562.25
预付账款	31.93	32.62	52.96	58.45	80.39
存货	217.22	361.89	450.18	563.85	726.86
其他流动资产	246.81	167.46	206.28	296.98	298.70
非流动资产	1,893	2,116	2,126	2,174	2,199
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	73.04	101.09	123.78	132.75	133.46
无形资产	95.10	126.00	168.25	196.46	231.69
其他非流动资产	1,725	1,889	1,834	1,845	1,833
资产总计	3,733	4,096	4,789	5,686	6,508
流动负债	194.78	364.84	883.26	1,593	2,162
短期借款	1.10	98.62	548.47	1,210	1,681
应付账款	102.21	117.53	177.96	202.69	274.21
其他流动负债	91.47	148.68	156.84	180.46	207.32
非流动负债	41.77	50.84	43.78	46.40	46.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	41.77	50.84	43.78	46.40	46.54
负债合计	236.56	415.68	927.05	1,640	2,209
少数股东权益	36.89	69.46	82.24	99.11	121.76
股本	1,093	1,103	1,140	1,140	1,140
资本公积	1,895	1,948	1,948	1,948	1,948
留存公积	471.07	560.83	692.00	859.81	1,090
归属母公司股东权益	3,459	3,611	3,780	3,947	4,177
负债和股东权益	3,733	4,096	4,789	5,686	6,508

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	(193.73)	(159.80)	(553.57)	(274.47)	42.38
净利润	109.30	132.20	177.03	232.42	312.94
折旧摊销	14.70	32.55	30.41	37.65	39.84
财务费用	(5.55)	(0.31)	(0.21)	0.46	0.54
投资损失	0.00	(0.99)	(0.74)	(0.58)	(0.77)
营运资金变动	(321.41)	(335.19)	(763.68)	(535.93)	(309.36)
其他经营现金	9.23	11.94	3.62	(8.49)	(0.81)
投资活动现金	(864.50)	575.02	(60.38)	(72.73)	(66.45)
资本支出	57.97	72.14	20.00	20.00	20.00
长期投资	20.00	(602.40)	(15.50)	7.75	(3.88)
其他投资现金	(786.53)	44.76	(55.88)	(44.98)	(50.32)
筹资活动现金	633.35	97.31	454.09	613.46	409.42
短期借款	(39.40)	97.52	449.85	661.65	470.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	775.78	9.46	37.10	0.00	0.00
资本公积增加	626.35	52.77	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(729.39)	(62.43)	(32.87)	(48.20)	(60.96)
现金净增加额	(424.81)	511.26	(159.87)	266.26	385.35

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	530.53	767.18	989.70	1,219	1,595
营业成本	259.14	404.66	519.68	640.53	832.34
营业税金及附加	5.08	6.01	7.75	9.55	12.49
营业费用	13.82	21.12	26.51	33.11	43.01
管理费用	116.31	173.17	197.94	243.88	318.94
财务费用	(5.55)	(0.31)	(0.21)	0.46	0.54
资产减值损失	16.44	15.29	31.05	17.04	17.04
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.99	0.74	0.58	0.77
营业利润	125.29	155.96	207.73	275.39	371.10
营业外收入	4.87	3.70	4.29	4.00	4.14
营业外支出	0.79	0.16	0.47	0.32	0.40
利润总额	129.37	159.50	211.54	279.06	374.84
所得税	20.07	27.30	34.51	46.65	61.91
净利润	109.30	132.20	177.03	232.42	312.94
少数股东损益	3.99	9.64	12.78	16.86	22.65
归属母公司净利润	105.31	122.56	164.25	215.55	290.29
EBITDA	134.44	188.20	237.92	313.50	411.48
EPS (元, 基本)	0.10	0.11	0.14	0.19	0.25

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	(73.85)	44.61	29.00	23.21	30.78
营业利润	13.75	24.48	33.19	32.57	34.76
归属母公司净利润	(25.07)	16.38	34.01	31.24	34.67
获利能力 (%)					
毛利率	51.15	47.25	47.49	47.47	47.81
净利率	19.85	15.98	16.60	17.68	18.20
ROE	3.04	3.39	4.35	5.46	6.95
ROIC	3.14	4.36	4.64	5.31	6.64
偿债能力					
资产负债率 (%)	6.34	10.15	19.36	28.84	33.94
净负债比率 (%)	0.47	23.72	59.16	73.80	76.09
流动比率	9.45	5.43	3.01	2.20	1.99
速动比率	8.33	4.43	2.50	1.85	1.66
营运能力					
总资产周转率	0.17	0.20	0.22	0.23	0.26
应收账款周转率	1.58	1.35	1.30	1.27	1.30
应付账款周转率	3.37	3.68	3.52	3.37	3.49
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.11	0.14	0.19	0.25
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.17)	(0.14)	(0.49)	(0.24)	0.04
每股净资产(最新摊薄)	3.04	3.17	3.32	3.46	3.67
估值比率					
PE (倍)	63.64	54.68	40.80	31.09	23.09
PB (倍)	1.94	1.86	1.77	1.70	1.60
EV_EBITDA (倍)	44.67	31.91	25.24	19.16	14.59

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

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