

公司研究/年报点评

2019年04月25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): 6.82  
合理价格区间(元): 7.41~7.79

**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  
jinbang@htsc.com

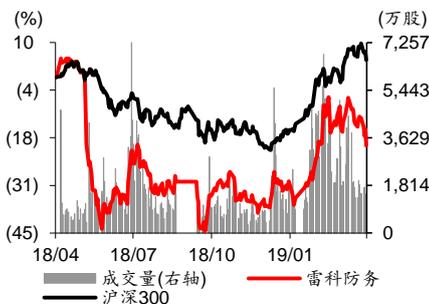
**王维** 01056793945  
联系人 wangwei011620@htsc.com

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

相关研究

- 1 《雷科防务(002413,买入): 拟收购恒达微波, 布局雷达产业链》2019.01
- 2 《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

# 管理能力提升, 业绩有望加速增长

## 雷科防务(002413)

**归母净利润同比增长 11.19%, 19 年有望增长加速, 维持“买入”评级**

2019 年 4 月 23 日, 公司发布 2018 年报, 实现营业收入 9.94 亿元 (YOY +29.57%); 实现归母净利润 1.36 亿元 (YOY +11.19%); 基本每股收益 0.12 元。营收符合预期, 归母利润低于我们预期, 主要原因是公司研发投入大幅增长。我们对业绩进行微调, 2019~2021 年 EPS 分别是 0.19/0.27/0.33 元 (调整前 19~20 年分别是 0.19/0.25 元)。公司处于快速发展期, 成长空间较大, 维持“买入”评级。

**管理能力提升, 期间费用率降低, 研发投入加大, 经营性现金流转正**

公司 2018 年期间费用率均下降, 销售费用率 2.52%, 下降 0.22pct, 管理费用率 16%, 下降 0.14pct, 公司在经营管理上能力有所提升。研发费用为 9191 万元, 同比增加 86.61%, 占当年营收 9.25%, 研发费用的大幅增长影响公司当年利润。经营性现金流净额为 2510 万元, 上年同期-1.6 亿元, 实现扭亏转正。ROE 为 3.63%, 同比提升 0.16pct, 资产周转率和权益乘数有所提升。

**业务板块重新梳理, 军品进入列装上量期, 有望切入兵器北斗产业**

公司业务板块重新梳理为雷达系统业务、智能弹药、卫星应用、安全存储、智能网联业务, 业务线条更加清晰。公司部分军品步入定型上量期, 根据 18 年报, 公司两种特种雷达进入小批量生产, 产值约 4000 万; 弹载计算机样机交付 520 套, 产值约 5000 万; 某型号雷达导引头定型, 产值约 3000 万。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 23 日, 公司公告和兵器工业下属东方联星公司在合肥设立公司, 此举是公司在北斗导航领域的重要布局, 发展前景值的期待。

**智能网联业务有望成为公司新的业绩增长点**

公司研制的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。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。国家在 2017 年推出了《机动车运行安全技术条件》的新国标, 要求在特定车型上强制安装 LKA/AEB 系统, 截至 2018 年底, 中国具有超过 3 亿辆的机动车存量, 具有较大的市场空间。公司在 77G 毫米波汽车雷达领域技术领先, 有望成为公司新的业绩增长点。

**技术领先, 军品步入放量期, 民品有望实现突破, 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。我们对公司业绩进行微调, 预计 2019~2021 年归母净利润分别为 2.22 亿、3.03 亿、3.76 亿元 (调整前 19~20 年为 2.16 亿、2.90 亿元), 对应 EPS 分别是 0.19/0.27/0.33 元 (调整前 19~20 年分别是 0.19/0.25 元)。可比公司 wind 一致预测 2019 年 PE 为 45.6 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 39~41 倍, 目标价格为 7.41~7.79 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 军费增长低于预期、新产品定型低于预期、通航发展低于预期。

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)	4.72-9.00
总市值 (百万元)	7,773
总资产 (百万元)	4,543
每股净资产 (元)	3.43

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	221.58	302.77	375.61
+/-%	16.38	11.19	62.59	36.64	24.06
EPS (元, 最新摊薄)	0.11	0.12	0.19	0.27	0.33
PE (倍)	63.42	57.04	35.08	25.67	20.69

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	16.15	284.15	0.27	0.34	0.39	0.40	42.10	47.82	41.06	39.94
600562	国睿科技	16.39	102.00	0.06	0.39	0.45	0.40	47.29	41.93	36.16	40.75
600990	四创电子	51.80	82.45	1.62	1.74	2.03	2.37	27.11	29.81	25.47	21.87
300474	景嘉微	41.00	123.58	0.53	0.65	0.87	1.07	91.72	62.74	47.20	38.30
平均值								<b>52.06</b>	<b>45.58</b>	<b>37.47</b>	<b>35.21</b>
002413	雷科防务	<b>6.82</b>	<b>77.73</b>	<b>0.12</b>	<b>0.19</b>	<b>0.27</b>	<b>0.33</b>	<b>57.04</b>	<b>35.08</b>	<b>25.67</b>	<b>20.69</b>

资料来源：Wind，华泰证券研究所；数据日期：2019年4月24日

图表2：2011-2018年公司营收及增速



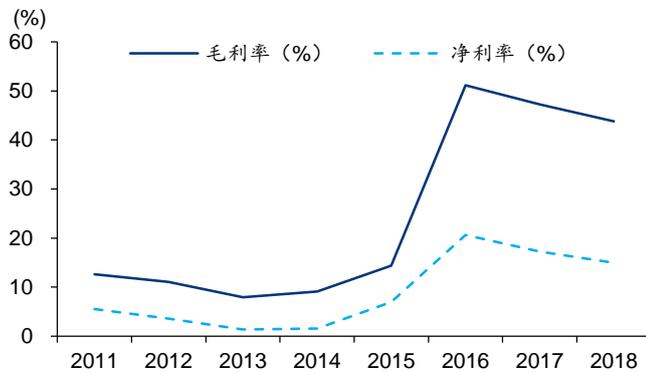
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：2011-2018年公司归母净利润及增速



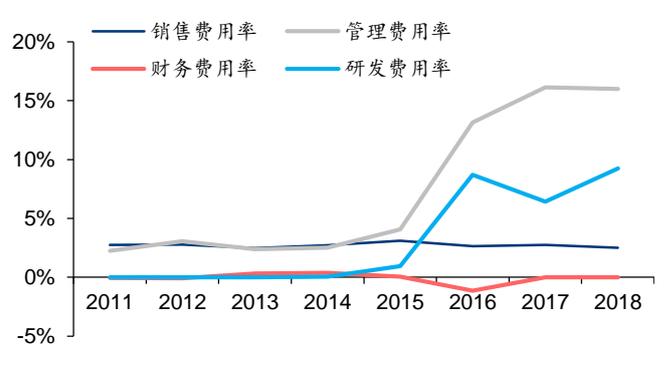
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：2011-2018年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5：2011-2018年公司期间费用率



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	1,213	1,459	1,939
短期借款	98.62	165.70	826.24	967.41	1,344
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	1,254	1,498	1,978
少数股东权益	69.46	82.95	103.25	130.66	164.87
股本	1,103	1,140	1,140	1,140	1,140
资本公积	1,948	2,155	2,155	2,155	2,155
留存公积	560.83	662.44	884.02	1,157	1,512
归属母公司股东权益	3,611	3,905	4,178	4,451	4,806
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)	235.83	(279.78)
净利润	132.20	148.47	241.88	330.18	409.82
折旧摊销	32.55	56.69	54.36	63.40	66.84
财务费用	(0.31)	(0.30)	(0.34)	0.13	0.37
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	712.87	111.23	355.44
短期借款	97.52	67.08	660.54	141.17	376.27
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	9.46	37.10	0.00	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)	52.32	(29.94)	(20.84)
现金净增加额	511.26	(462.12)	442.08	293.46	29.76

### 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)	(0.34)	0.13	0.37
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	283.06	383.61	478.89
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	285.43	385.40	480.97
所得税	27.30	22.97	43.55	55.21	71.14
净利润	132.20	148.47	241.88	330.18	409.82
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	221.58	302.77	375.61
EBITDA	188.20	226.63	337.08	447.14	546.10
EPS (元, 基本)	0.11	0.12	0.19	0.27	0.33

### 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	66.27	35.52	24.84
归属母公司净利润	16.38	11.19	62.59	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	18.99	18.76
ROE	3.39	3.49	5.30	6.80	7.81
ROIC	4.36	3.94	5.64	7.48	7.96
偿债能力					
资产负债率 (%)	10.15	12.22	22.66	24.64	28.46
净负债比率 (%)	23.72	29.84	65.87	64.56	67.93
流动比率	5.43	4.30	2.69	2.60	2.42
速动比率	4.43	3.53	2.26	2.17	1.99
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	0.12	0.19	0.27	0.33
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.14)	0.02	(0.20)	0.21	(0.25)
每股净资产(最新摊薄)	3.17	3.43	3.67	3.91	4.22
估值比率					
PE (倍)	63.42	57.04	35.08	25.67	20.69
PB (倍)	2.15	1.99	1.86	1.75	1.62
EV_EBITDA (倍)	40.27	33.45	22.49	16.95	13.88

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