

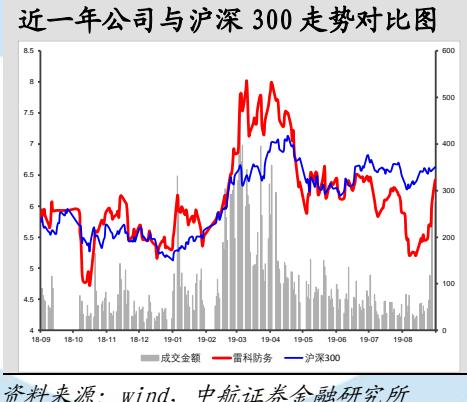
中航证券金融研究所
分析师：张超
证券执业证书号：S0640519070001
研究助理：宋博
证券执业证书号：S0640118080024
电话：010-59562534
邮箱：songbo@avicsec.com

雷科防务（002413）2019年半年报点评： 多项业务稳步发展，持续布局军工信息化

行业分类：国防军工

2019年8月30日

公司投资评级	持有
当前股价（8.30）	6.05
基础数据	
沪深300	3799.59
总股本（亿）	10.81
流通A股（亿）	10.40
流通A股市值（亿）	65.41
每股净资产（元）	3.27
PE	47.62
PB	1.85



事件：8月30日，公司公布2019年半年报，公司2019H1营收4.69亿(+19.22%)，归母净利润6903.52万(+1.61%)，毛利率48.57%(-1.00pcts)，净利率16.17%(-1.98pcts)。

投资要点：

● 聚焦军工电子，多项业务共同发展

2019H1营收4.69亿(+19.22%)，归母净利润6903.52万(+1.61%)；公司聚焦军工电子行业，业务梳理为6大类(按照营收降序)：嵌入式实时信息处理业务营收1.60亿(17.07%)，存储类产品营收0.90亿(+58.80%)，高精度微波/毫米波成像探测雷达业务营收0.80亿(+197.29%)，微波组件、射频信道设备营收0.75亿(+39.50%)，复杂电磁环境测试/验证与评估业务营收0.23亿(-18.99%)和北斗卫星导航接收机业务营收0.18亿(-34.51%)。

① 军用特种雷达小批量供货，车载毫米波成重要增长点。

军用雷达方面，公司依托子公司理工雷科在新体制雷达系统、雷达高速实时信号处理、全频段相控阵、雷达测试仿真方向均有领先的技术积累和丰富的工程经验，相继定型了两种特种雷达并进入小批量生产；在民用雷达方面，公司自主研发的毫米波汽车雷达被百度阿波罗计划、比亚迪Dlink计划相继列为国内唯一合作厂商，其中804T6型毫米波汽车前防撞雷达和SRR402T6型角雷达已经获得数万套批量订单，成为公司重要增长点。

② 军用加固存储阵列取得突破，SSD业务迎来爆发

2019H1存储类业务实现营收0.90亿(+58.80%)，子公司西安奇维基于自主研发的、支持数据加解密的SSD控制芯片，涉及军用、工业和消费类产品，为党政军的计算机提供安全数据存储解决方案，其中公司研制的全国产化自主可控光纤通道存储阵列列入《军用关键软硬件自主可控产品名录》，在某型号中取得突破，受益军工信息化持续推进，未来武器装备对军用存储器需求有望逐步提升，同时低端消费类SSD逐步实现国产替代，公司存储器业务迎来快速增长。

③ 联合东方联星，进一步拓展北斗导航业务空间

2019年4月20日公司与中国兵器工业集团有限公司下属公司北京东方联星科技有限公司以及合肥新经济产业发展投资有限公司合作，设立北方雷科卫星导航科技有限公司，本次设立子公司是公司在北斗导航领域的重要布局，标志着切入兵器北斗产业，未来公司北斗导航业务比重将继续提升。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：0755-83692635
传真：0755-83688539

- **综合毛利率 48.57%，净利润增速低于营收增速**

公司 2019H1 综合毛利率为 58.57%，整体维持合理区间(2016-2018 年综合毛利率区间为 43.80%-51.15%)。我们认为，公司综合毛利率长期维持较高水平主要原因是：公司主要产品及服务属于军工行业，产品具有高毛利率特征，同时公司通过外延式收购理工雷科、西安奇维和成都爱科特核心技术自主可控，产品拥有较强市场竞争力。

2019H1 公司归母净利润 6903.52 万(+1.61%)，增速显著低于公司 2019H1 营收增速(+19.22%)，主要是公司销售规模扩大，营业成本和销售费用提升，同时公司由于购买理财产品利息减少，贷款利息增加，2019H1 财务费用为 744.73 万(+190.12%)，较 2018H1 财务费用-826.36 万出现较大提升，一定程度上压缩了公司净利润。

- **拟收购西安恒达及江苏恒达，完善产业链布局**

2019 年 1 月 26 日，公司拟通过向交易对方发行股份、可转换债券及支付现金相结合的方式以 6.25 亿购买西安恒达及江苏恒达 100% 股权，同时，公司拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份及可转换债券募集资金不超过 3.97 亿。西安恒达主要从事微波产品的研发、生产及销售，江苏恒达为西安恒达配套生产相关微波产品，恒达微波先后参与了“天宫一号”，“天宫二号”，“货运飞船”和“嫦娥探月工程”等国家重大航空航天项目的研制生产任务，获得“神舟五号飞船重要研制配套单位”称号。根据交易预案 2019 年、2020 年、2021 年三年西安恒达及江苏恒达净利润合计承诺数分别不低于 4000 万元、5200 万元、6500 万元。公司深耕军工电子领域多年，若本次收购完成将有利于公司产业布局。

投资建议

我们认为，随着公司雷达订单放量以及军用存储硬盘需求提升，公司业绩有望持续提升。我们预计 2019-2021 年营业收入分别为 11.94 亿，14.39 亿和 17.42 亿，归母净利润分别为 1.66 亿，2.09 亿和 2.65 亿，EPS 分别为 0.15 元，0.19 元和 0.25 元，当前股价分别对应 40.33 倍，31.84 倍和 24.2 倍 PE；

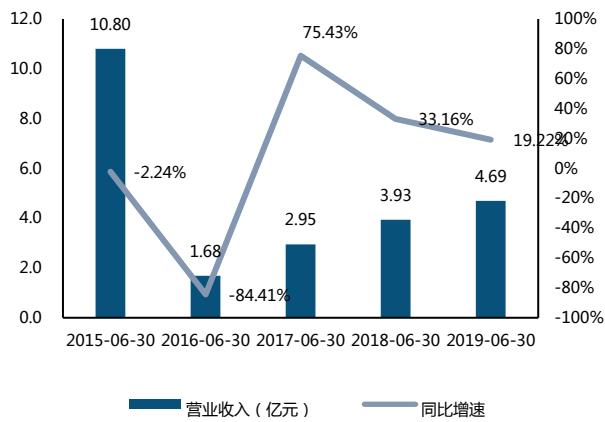
假设收购西安恒达及江苏恒达完成，将增厚公司业绩，根据雷科防务与收购标的(西安恒达及江苏恒达)的业绩承诺，2019 年、2020 年、2021 年标的公司(西安恒达及江苏恒达合并)净利润承诺数分别不低于 4000 万、5200 万、6500 万；根据公司公告，本次拟以发行股份支付交易对价 11375.00 万元，直接发行股份的数量为 20681817 股；拟以发行可转换债券支付交易对价 28374.99 万元。我们仅考虑发行股份后的股本，进行 EPS 摊销测算，2019-2021 年 EPS 为 0.19 元，0.24 元和 0.30 元，当前股价分别对应 31.84 倍，25.21 倍和 20.16 倍 PE。

- **风险提示：**收购不确定性风险，民品推进不及预期风险，业务整合风险。

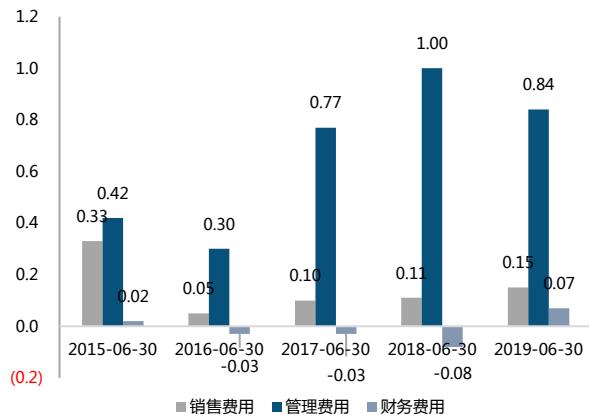
- **盈利预测**

单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	994.01	1194.00	1439.49	1742.07
增长率(%)	29.57	20.12	20.56	21.02
收购前归属母公司股东净利润(预测)	136.28	165.61	209.11	265.42
收购资产业绩承诺	40.00	52.00	65.00	
合计	205.61	261.11	330.42	
发行前股本(亿股)	10.817	10.817	10.817	
发行后股本(亿股/仅考虑发行股份)	11.024	11.024	11.024	
每股收益(EPS)/收购前	0.12	0.15	0.19	0.25
每股收益(EPS)/(考虑发行股份)	0.12	0.19	0.24	0.30

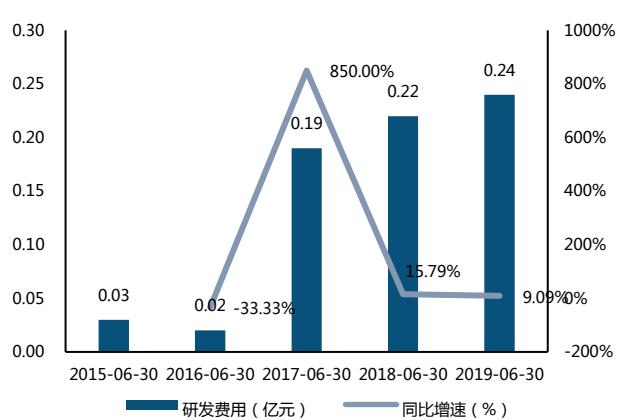
数据来源：Wind，中航证券金融研究所

公司主要财务数据
图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元；%）


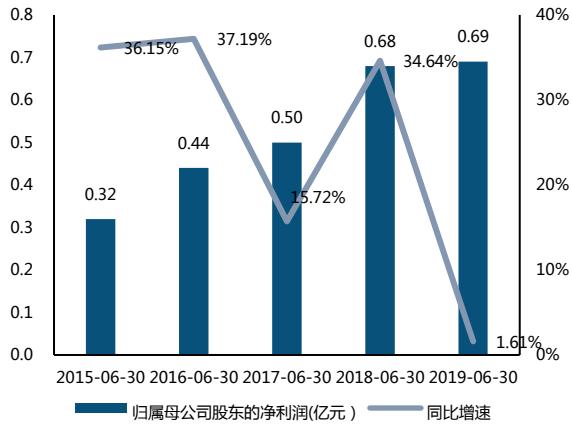
资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 3：公司营业成本：三费（单位：亿元）


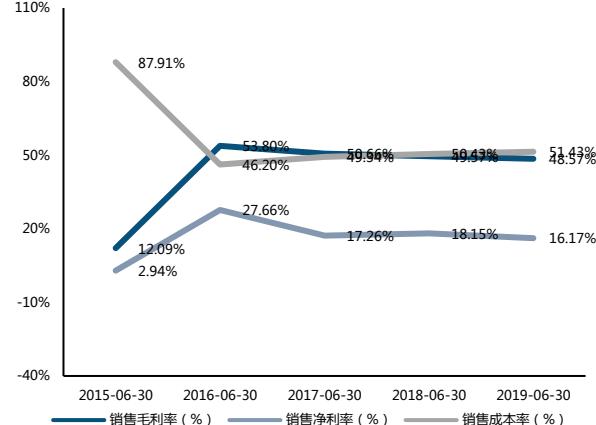
资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 5：公司研发投入情况（单位：亿元；%）


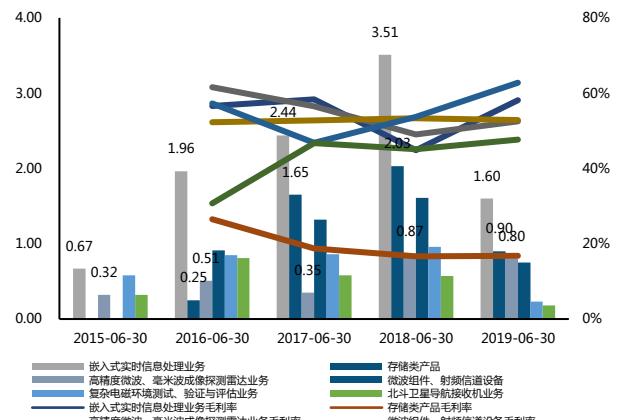
资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 2：公司净利润及增速（单位：亿元；%）


资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 4：公司毛利率、净利润率及成本率（单位：%）


资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 6：主要业务收入及毛利率（单位：亿元；%）


资料来源：wind，中航证券金融研究所

利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	994.01	1194.00	1439.49	1742.07	净利润	148.47	165.61	209.11	265.42
营业成本	558.66	651.57	788.69	894.20	折旧与摊销	56.69	50.48	71.38	89.33
营业税金及附加	5.96	7.89	9.22	11.28	财务费用	-0.30	19.29	39.54	57.48
销售费用	24.75	31.01	37.24	44.85	资产减值损失	14.86	2.23	2.23	2.23
管理费用	98.03	293.25	324.46	431.68	经营营运资本变动	-632.14	-365.54	-209.14	-576.07
财务费用	-0.30	19.29	39.54	57.48	其他	437.52	-7.96	-9.40	-11.57
资产减值损失	14.86	2.23	2.23	2.23	经营性现金流净额	25.10	-135.88	103.72	-173.19
投资收益	15.37	5.45	7.27	9.36	资本支出	-162.78	-375.00	-375.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-539.59	-10.10	-10.91	-8.91
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-702.38	-385.10	-385.91	-8.91
营业利润	170.24	194.22	245.37	309.71	短期借款	67.08	516.09	425.57	378.95
其他非经营损益	1.20	1.40	1.47	1.35	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	171.44	195.62	246.84	311.07	股权融资	243.99	-58.58	0.00	0.00
所得税	22.97	30.01	37.73	45.65	支付股利	-34.67	-83.41	-66.59	-90.41
净利润	148.47	165.61	209.11	265.42	其他	-60.48	-12.52	-39.96	-61.06
少数股东损益	12.19	0.00	0.00	0.00	筹资性现金流净额	215.93	361.57	319.01	227.48
归属母公司股东净利润	136.28	165.61	209.11	265.42	现金流量净额	-462.12	-159.41	36.82	45.39
资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	338.51	179.10	215.92	261.31	成长能力				
应收和预付款项	965.60	1445.79	1590.95	1922.50	销售收入增长率	29.57%	20.12%	20.56%	21.02%
存货	402.12	520.23	622.00	698.10	营业利润增长率	9.16%	14.09%	26.33%	26.22%
其他流动资产	537.28	383.28	427.57	672.76	净利润增长率	12.31%	11.54%	26.27%	26.93%
长期股权投资	12.75	12.75	12.75	12.75	EBITDA增长率	20.42%	16.49%	34.96%	28.13%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	253.57	600.04	925.61	858.23	毛利率	43.80%	45.43%	45.21%	48.67%
无形资产和开发支出	1911.24	1893.18	1875.12	1857.07	三费率	12.32%	28.77%	27.87%	30.65%
其他非流动资产	121.75	133.41	147.70	162.08	净利润率	14.94%	13.87%	14.53%	15.24%
资产总计	4542.83	5167.79	5817.64	6444.80	ROE	3.72%	4.13%	5.03%	6.13%
短期借款	165.70	681.78	1107.35	1486.30	ROA	3.27%	3.20%	3.59%	4.12%
应付和预收款项	346.74	408.67	491.60	567.32	ROIC	4.29%	4.30%	4.99%	5.82%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.80%	22.11%	24.75%	26.21%
其他负债	42.77	66.10	64.93	62.41	营运能力				
负债合计	555.20	1156.55	1663.88	2116.03	总资产周转率	0.23	0.25	0.26	0.28
股本	1139.75	1081.17	1081.17	1081.17	固定资产周转率	7.02	4.27	2.87	2.61
资本公积	2154.66	2154.66	2154.66	2154.66	应收账款周转率	1.52	1.47	1.42	1.46
留存收益	662.44	744.64	887.15	1062.16	存货周转率	1.46	1.41	1.38	1.35
归属母公司股东权益	3904.68	3928.30	4070.81	4245.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.04%	—	—	—
少数股东权益	82.95	82.95	82.95	82.95	资本结构				
股东权益合计	3987.63	4011.24	4153.76	4328.77	资产负债率	12.22%	22.38%	28.60%	32.83%
负债和股东权益合计	4542.83	5167.79	5817.64	6444.80	带息债务/总负债	29.84%	58.95%	66.55%	70.24%
					流动比率	4.30	2.27	1.76	1.71
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	速动比率	3.53	1.80	1.38	1.37
EBITDA	226.63	263.99	356.29	456.52	股利支付率	25.44%	50.37%	31.85%	34.06%
PE	50.60	39.50	31.28	24.64	每股指标				
PB	1.73	1.63	1.57	1.51	每股收益	0.12	0.15	0.19	0.25
PS	6.94	5.48	4.54	3.75	每股净资产	3.50	3.71	3.84	4.00
EV/EBITDA	29.178	26.206	20.457	16.657	每股经营现金	0.022	(0.126)	0.096	(0.160)
股息率	0.005	0.013	0.010	0.014	每股股利	0.030	0.077	0.062	0.084

数据来源: WIND, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。

持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。

卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。

中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。

减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券金融研究所首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。