

2019年10月22日

# 5G 建网&军工订单回暖，下游需求拉动业绩增长

## 新雷能 (300593)

### 事件

10月22日，公司发布三季报。公司2019Q1-Q3实现营收5.57亿元，YoY 67.16%；归母净利润0.50亿元，YoY 50.84%，其中，2019Q3实现营收1.95亿元，YoY 45.94%；归母净利润0.23亿元，YoY 82.63%。

### ► 通信、军工行业回暖拉动业绩增长

我们预计随着全球5G进程加快，考虑华为海外5G推广进程减缓，三星有望受益其退出市场，通信业务订单有望持续攀升；同时，在中美争端持续化过程中，我国在关键领域产品自主可控需求加大，在军工领域自主可控国产替代有望持续打开国内电源市场。考虑未来受益于“十三五”后期订单加快交付以及自主可控国产替代需求增加，军工订单有望持续回暖，保持高速增长。

### ► 公司期间费用保持稳定，其研发投入持续增长，占收比较同行业仍保持在高位水平

### ► 存货、预收账款维持高位，未来业绩确定性强

(1) 定制大模块电源以及军工厚膜电源、芯片类等高单价存货增多，公司存货自2018Q3起维持高位水平。(2) 2019年Q2以来预收账款同比快速增长，体现公司未来业绩增长确定性强。

### 盈利预测与估值

我们认为公司作为模块电源头部企业有望持续保持领先优势，并在5G及军工领域带动下持续增长，预计2019-2021年公司总营收分别为：7.5亿元、11.4亿元、16.1亿元，归母净利润分别为：0.66亿元、0.91亿元、1.21亿元，对应现价PE分别为57.1、41.4、30.9倍。首次覆盖给予“增持”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧风险；5G建网规模不及预期或国防投资不及预期导致公司未来订单不及预期；应收账款快速增长风险。

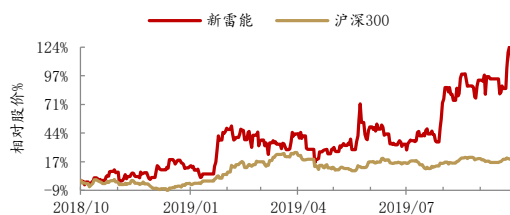
### 盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	346.23	476.57	752.98	1137.00	1608.85
YoY (%)	-0.69	37.65	58.00	51.00	41.50
归母净利润(百万元)	35.60	35.80	65.60	90.56	121.17
YoY (%)	-19.26	0.54	83.25	38.05	33.81
毛利率 (%)	45.23	42.71	41.50	42.00	42.30
每股收益(元)	0.22	0.22	0.40	0.55	0.73
ROE	6.40	6.10	10.05	12.18	14.02
市盈率	105.17	104.60	57.08	41.35	30.90

资料来源：wind，华西证券研究所

### 评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	22.67
股票代码:	300593
52周最高价/最低价:	25.4/13.58
总市值(亿)	37.44
自由流通市值(亿)	21.24
自由流通股数(百万)	93.67



分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

联系人：柳珺廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

联系电话：010-51662928

相关研究

## 1. 事件

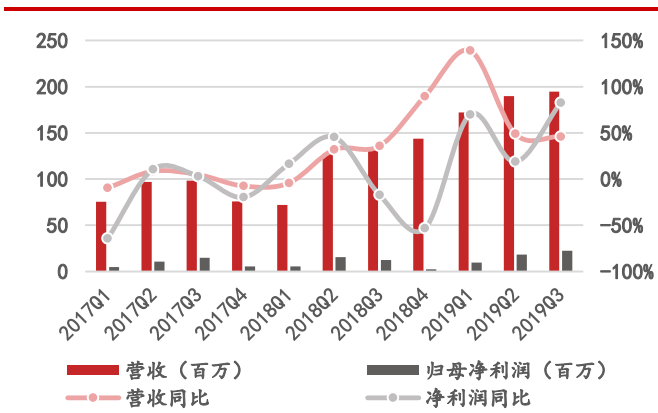
10月22日，公司发布三季报。公司2019Q1-Q3实现营收5.57亿元，YoY 67.16%；归母净利润0.50亿元，YoY 50.84%，其中，2019Q3实现营收1.95亿元，YoY 45.94%；归母净利润0.23亿元，YoY 82.63%。

## 2. 通信、军工行业回暖拉动业绩增长

2018年公司并购永力科技，9月开始并表。2019年公司前三季度业绩保持高速增长，主要系下游通信市场打开及军工订单恢复推动公司业绩稳定向好。

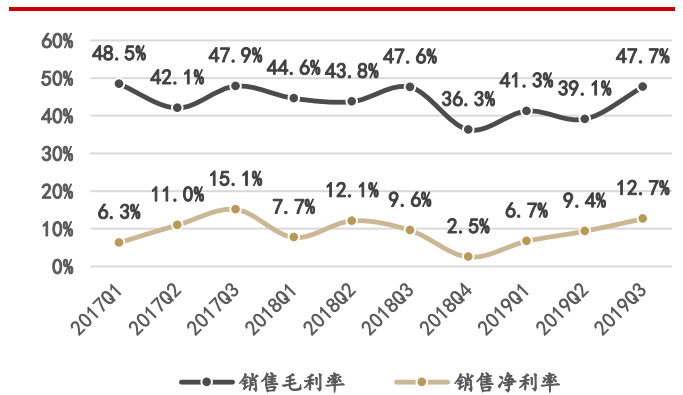
2018年Q3起，受永力科技并表影响，公司毛利率水平较历史均值有所下降。2019年以来，由于下游较高毛利的通信业务收入占比增加，公司分季度毛利率及净利率情况持续改善，2019Q3恢复到往期高位水平。

图1 分季度营收及归母净利润及同比增速（百万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图2 通信业务拉动毛利率、净利率持续改善



资料来源：wind，华西证券研究所

### 2.1. 5G建设启动，打开下游通信电源市场

子公司深圳雷能2003年成立，专注于生产、研发、销售通信用模块电源、定制电源及大功率电源及系统等。

公司深耕通信电源行业二十余年，根据公司公告，自2015年起公司就已开始5G高功率电源产品的研发，已经掌握包括高效率变换技术、有源箝位技术、数字控制等一系列核心技术。

目前，公司通信电源主要客户包括大唐移动、烽火通信、三星电子、诺基亚等。随着全球5G建网快速启动，除了传统电源模块产品供给之外，5G模块电源需求量拉动通信用模块电源业绩快速提升，尤其是海外5G建网中不具备电源生产能力的厂商三星等。

### 2.2. 军工订单逐渐恢复，自主可控国产替代持续打开未来空间

2018年9月，公司并购永力科技，其主营为军用供配电电源系统，激光器专用电源模块等。一方面由于永力科技并表；另一方面2018年起军改影响消除，订单逐渐恢复，带动军工业务增长。

我们预计，在中美争端持续化过程中，我国在关键领域产品自主可控需求加大，在军工领域自主可控国产替代有望持续打开国内电源市场。

综上所述，我们预计随着全球 5G 进程加快，考虑海外受制于中美贸易争端影响华为推广进程减缓，三星有望受益其退出市场，其带来的通信模块电源业务订单有望持续攀升，推动公司业绩稳定向上；同时，考虑未来受益于“十三五”后期订单加快交付以及自主可控国产替代需求增加，军工订单有望持续回暖，保持高速增长。

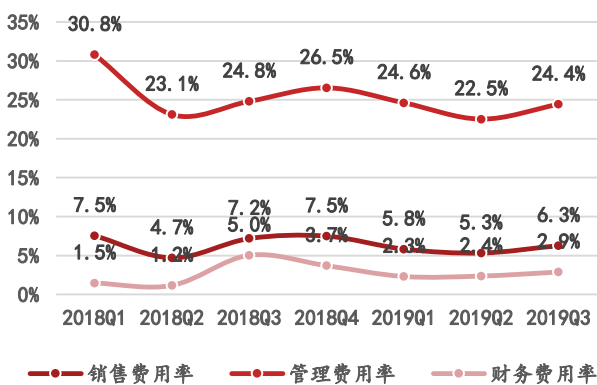
### 3. 稳控费用，持续研发

公司期间费用保持稳定，管理费用率增长主要源自研发投入增加。其研发投入持续增长，占收比较同行业仍保持在高位水平。

截止 2019 年中报，公司累计获得专利 76 项（其中发明专利 28 项），软件著作权 44 项。尤其在通信及军工领域持续可靠的专业研发实力提供坚实技术保障。

此外，公司高度重视研发，母公司研发中心作为核心部门，专注于航天航空、军工、铁路、电力等下游应用领域；深圳雷能则着重于通信用模块电源、定制电源及大功率电源等研发。目前，包括航天航空及军工高性能高可靠定制电源、5G 用移动基站电源、铁路、船舶和电力专用电源等多行业应用产品持续研发。

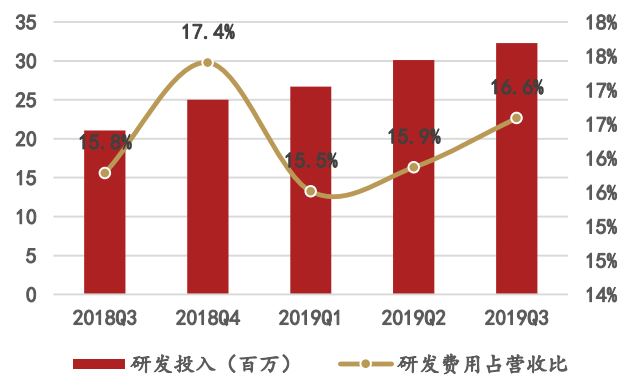
图 3 分季度期间费用率情况



\*管理费用中包含研发投入

资料来源：wind，华西证券研究所

图 4 分季度研发投入及占收比情况（百万元）



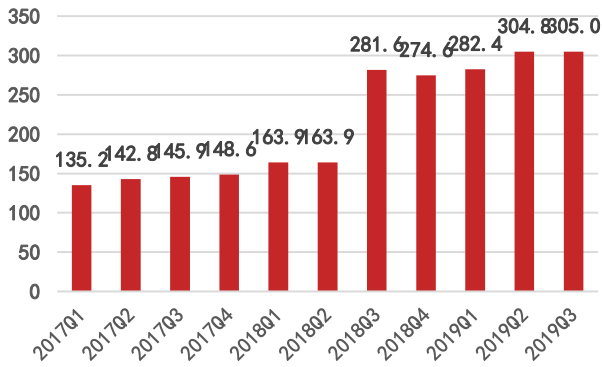
资料来源：wind，华西证券研究所

### 4. 存货、预收账款维持高位，未来业绩确定性强

由于公司产品结构改变，尤其是永力科技并表以来，定制大模块电源以及军工厚膜电源、芯片类等高单价存货增多，以及业务订单情况增多，公司存货自 2018Q3 起维持高位水平。

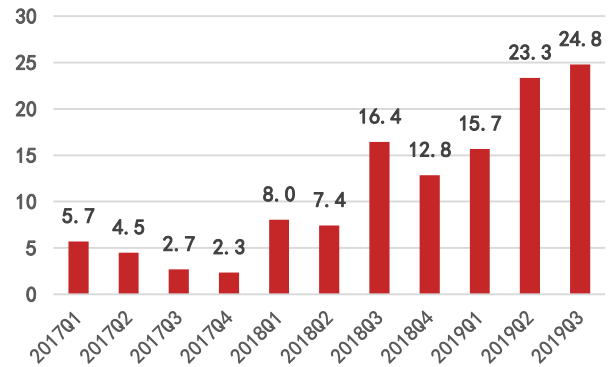
此外，2019 年 Q2 以来，公司预收账款较去年同期有较大水平增长，主要系预收货款增加所致，体现公司未来业绩稳定增长，确定性强。

图5 公司存货情况 (百万元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图6 公司预收账款情况 (百万元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

我们认为公司作为模块电源头部企业有望持续保持领先优势,并在 5G 及军工领域拉动下持续增长,预计 2019-2021 年公司总营收分别为: 7.5 亿元、11.4 亿元、16.1 亿元,归母净利润分别为: 0.66 亿元、0.91 亿元、1.21 亿元,对应现价 PE 分别为 57.1、41.4、30.9 倍。首次覆盖给予“增持”评级。

## 6. 风险提示

### (1) 行业竞争加剧风险

国内电源行业快速发展,极力追赶国际一线水平。由于电源属于平台类技术,不同应用领域之间研发门槛不高,比如通信类电源领域不断有新进入者,尤其包括华为等设备商自研电源等,行业竞争加剧风险。

### (2) 5G 建网规模不及预期或国防投资不及预期导致公司未来订单不及预期

公司电源产品广泛应用于通信、航空、航天、军工等领域,下游行业需求波动对公司业绩影响波动较大。

### (3) 应收账款快速增长风险

随着公司营收规模快速扩大,尤其军工类下游客户回款周期较长,公司面临应收账款快速增长风险。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	476.57	752.98	1137.00	1608.85	净利润	37.38	68.50	94.56	126.54
YoY (%)	37.65%	58.00%	51.00%	41.50%	折旧和摊销	18.77	0.00	0.00	0.00
营业成本	273.00	440.49	659.46	928.31	营运资金变动	21.73	-116.55	-340.24	-367.01
营业税金及附加	6.22	8.53	13.22	18.93	经营活动现金流	90.21	-34.90	-234.96	-229.76
销售费用	31.75	60.99	79.59	117.61	资本开支	-65.92	31.86	48.82	55.70
管理费用	40.44	75.30	111.43	160.89	投资	-247.56	0.00	0.00	0.00
财务费用	14.53	-39.62	-28.91	-35.19	投资活动现金流	-312.87	31.86	48.82	55.70
资产减值损失	1.67	0.00	0.00	0.00	股权募资	18.63	0.00	0.00	0.00
投资收益	2.11	0.00	0.00	0.00	债务募资	262.93	-111.97	0.00	0.00
营业利润	36.80	71.75	97.55	128.71	筹资活动现金流	265.67	-125.12	-10.71	-10.71
营业外收支	-0.34	0.00	0.00	0.00	现金净流量	43.01	-128.16	-196.86	-184.77
利润总额	36.46	71.75	97.55	128.71	<b>主要财务指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
所得税	-0.92	3.25	2.99	2.17	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	37.38	68.50	94.56	126.54	营业收入增长率	37.65%	58.00%	51.00%	41.50%
归属于母公司净利润	35.80	65.60	90.56	121.17	净利润增长率	0.54%	83.25%	38.05%	33.81%
YoY (%)	0.54%	83.25%	38.05%	33.81%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.22	0.40	0.55	0.73	毛利率	42.71%	41.50%	42.00%	42.30%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	净利率	7.84%	9.10%	8.32%	7.87%
货币资金	174.58	46.42	-150.44	-335.21	总资产收益率 ROA	2.66%	5.06%	6.03%	6.89%
预付款项	10.91	14.30	21.78	31.56	净资产收益率 ROE	6.10%	10.05%	12.18%	14.02%
存货	274.64	300.77	474.30	665.04	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	396.93	479.28	751.17	1047.87	流动比率	<b>2.55</b>	<b>3.82</b>	<b>3.30</b>	<b>3.05</b>
流动资产合计	857.05	840.77	1096.82	1409.26	速动比率	1.70	2.39	1.81	1.54
长期股权投资	23.13	23.13	23.13	23.13	现金比率	0.52	0.21	-0.45	-0.72
固定资产	279.69	279.69	279.69	279.69	资产负债率	44.95%	37.62%	39.93%	41.50%
无形资产	40.69	40.69	40.69	40.69	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	486.65	454.79	405.98	350.27	总资产周转率	0.45	0.57	0.81	0.99
资产合计	1343.70	1295.56	1502.79	1759.53	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	111.97	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.22	0.40	0.55	0.73
应付账款及票据	144.67	125.74	201.02	285.27	每股净资产	3.55	3.95	4.50	5.23
其他流动负债	79.90	94.16	131.54	177.49	每股经营现金流	0.55	-0.21	-1.42	-1.39
流动负债合计	336.54	219.90	332.56	462.76	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	246.30	246.30	246.30	246.30	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	21.18	21.18	21.18	21.18	PE	104.60	57.08	41.35	30.90
非流动负债合计	267.48	267.48	267.48	267.48	PB	4.59	5.74	5.04	4.33
负债合计	604.02	487.38	600.04	730.24					
股本	117.97	117.97	117.97	117.97					
少数股东权益	152.57	155.48	159.49	164.85					
股东权益合计	739.68	808.18	902.75	1029.29					
负债和股东权益合计	1343.70	1295.56	1502.79	1759.53					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，4年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，2年券商工作经验，主要关注5G相关产业链研究。

### 分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。