

证券研究报告—动态报告

国防军工

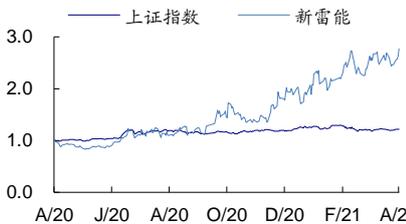
军工信息

新雷能(300593)
买入

2021年一季报点评

(维持评级)

2021年04月23日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	166/124
总市值/流通(百万元)	7,317/5,476
上证综指/深圳成指	3,465/14,209
12个月最高/最低(元)	45.41/13.10

相关研究报告:

《新雷能-300593-2020 年年报点评: 定制电源高速增长, 军品成为增长源动力》——
 2021-04-11

证券分析师: 花超

电话:
 E-MAIL: huachao1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521040001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评
一季报归母净利润增长 1187%, 超预期
●扣非净利润创历史新高, 军工电源同比大幅增长

公司 2021Q1 实现营业收入 2.83 亿元(+181.87%), 归母净利润 0.51 亿元(+1187.23%), 扣非归母净利润 0.51 亿元(+1482.16%), 由于今年航空、航天等特种应用领域电源收入同比大幅增长, 同时去年同期因疫情因素影响通信领域出口收入下滑较多, 今年一季度出口订单饱满、收入大幅增长。尤其扣非利润规模创历史新高, 呈现了行业的淡季不淡的高景气, 预计今年军工电源会大幅增长。

●期间费用大幅下降, 产品结构改善

Q1 毛利率 49.83%, 同比下降 0.39 个百分点, 环比提升 1.75%, 正常波动; 净利润率 17.70%, 同比恢复。期间费用方面, 公司内部运营管理改善, 管理费用率减少 17.26%, 财务费用率减少 2.97%; 同时研发投入继续加大, 但收入规模上升更快, 研发费用率减少 3.65%。随着产品结构调整与期间费用率改善, 盈利能力有望进一步提升。

●定制电源及大功率电源将继续成为业绩增长动力源

公司主要从事模块电源、大功率电源及系统和定制电源三大业务。定制电源和大功率电源产品多服务于较新的武器装备型号, 增速高于军工行业平均增速。伴随着下游航天、航空等领域武器装备的快速放量, 看好定制电源和大功率电源继续作为公司业绩成长主要动力的前景。

●疫情形势逐渐好转, 民用通信产品业务持续恢复。

公司民用通信产品的客户主要是国外通信设备类企业。在 2020 年由于全球疫情的爆发, 民品业务受到了极大影响。但随着疫苗接种在全球范围内展开, 公司的民品业务在近几年有望持续恢复。

●风险提示: 下游军用品需求不及预期, 研发和技术风险
●投资建议: 买入

公司处于十四五期间航空、航天及 5G 的战略机遇期, 注重研发, 可不断巩固在高端电源产业的行业地位, 扩大高端电源领域的市场占有率。预计 2021-2023 年净利润 2.11/3.05/4.23 亿元, 当前股价对应 PE=35/24/17x, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

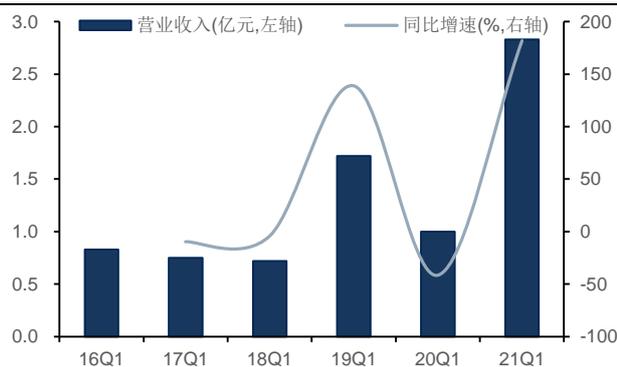
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	772	843	1,138	1,541	2,112
(+/-%)	62.1%	9.1%	35.0%	35.5%	37.0%
净利润(百万元)	62	123	211.25	304.88	422.64
(+/-%)	73.9%	98.1%	71.4%	44.3%	38.6%
每股收益(元)	0.38	0.74	1.28	1.84	2.55
EBITMargin	27.3%	34.9%	25.8%	27.9%	28.5%
净资产收益率(ROE)	9.5%	15.5%	22.0%	25.3%	27.4%
市盈率(PE)	117.6	59.4	34.6	24.0	17.3
EV/EBITDA	33.6	25.1	24.3	17.3	13.0
市净率(PB)	11.15	9.22	7.60	6.07	4.74

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

扣非净利润创历史新高，军工电源同比大幅增长。公司 2021Q1 实现营业收入 2.83 亿元 (+181.87%)，归母净利润 0.51 亿元 (+1187.23%)，扣非归母净利润 0.51 亿元 (+1482.16%)，由于今年航空、航天等特种应用领域电源收入同比大幅增长，同时去年同期因疫情因素影响通信领域出口收入下滑较多，今年一季度出口订单饱满、收入大幅增长。尤其扣非利润规模创历史新高，呈现了行业的淡季不淡的高景气，预计今年军工电源会大幅增长。

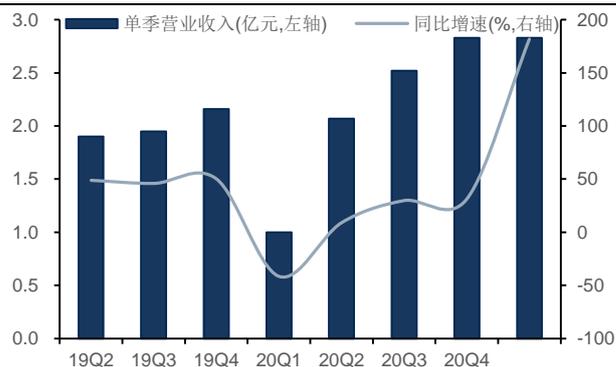
母公司报表，公司实现营收 1.51 亿元 (+151.42%)，净利润 0.42 亿元 (+227.82%)，母公司仍是利润贡献的大头，也更能直接反映公司军工模块电源产品的增长情况。伴随着子公司深圳雷能下游通信领域客户出口的不断恢复，利润恢复预计会略滞后于收入。

图 1: 新雷能营业收入及增速



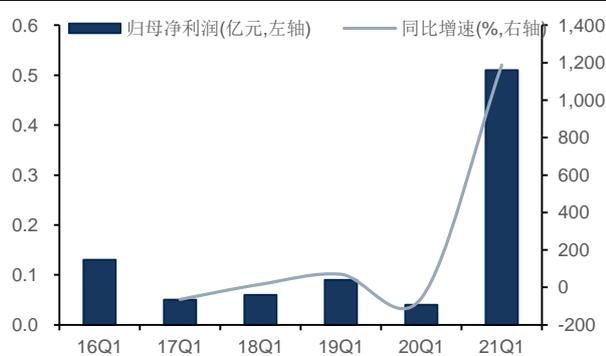
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 新雷能单季营业收入及增速



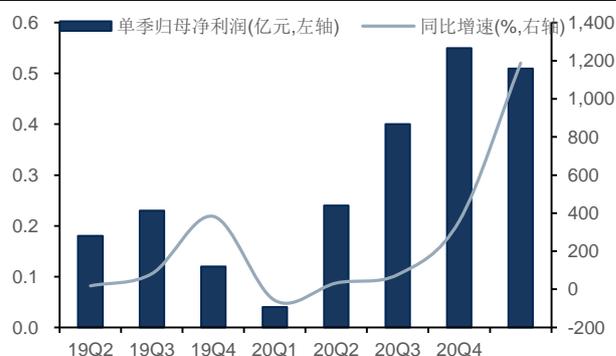
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 新雷能归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 新雷能单季归母净利润及增速

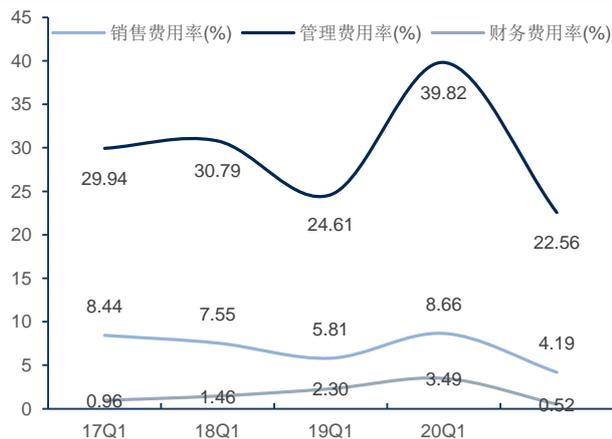


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

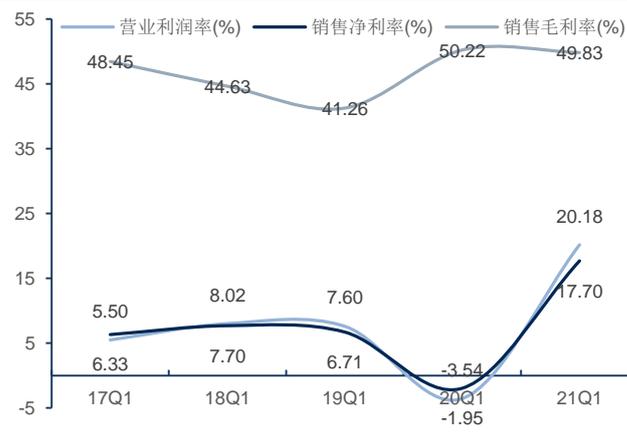
Q1 整体毛利率 49.83%，同比下降 0.39 个百分点，环比提升 1.75%，正常波动范围。净利率 17.70%，同比恢复正常。期间费用方面，报告期内公司内部运营管理改善，管理费用率减少 17.26%，财务费用率减少 2.97%；同时研发投入继续加大，但收入规模上升更快，研发费用率减少 3.65%。随着产品结构调整与期间费用率改善，盈利能力有望进一步提升。销售费用和研发费用中的部分增长还来自股权激励费用。全年股权激励约 2213.96 万元。

图 5: 新雷能三项费用率变化情况

图 6: 新雷能毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

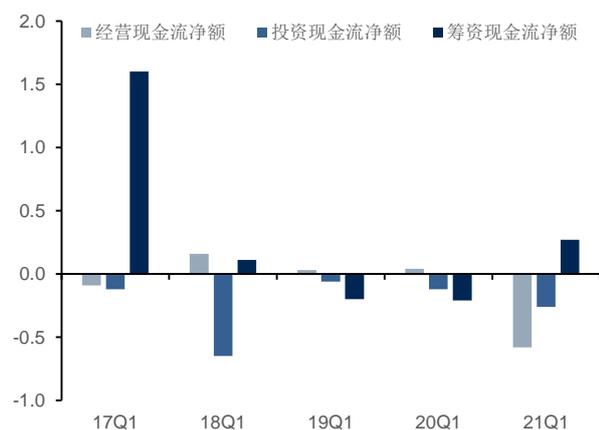


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资产负债表看，公司货币资金较期初减少-46.39%，主要是报告期订单增加备料增加原材料贷款支出增加、人员增加薪酬支出增加、公司扩产能固定资产投资支出增加、以及特种应用领域电源回款周期长、销售回款较少。应收账款4.1亿，较期初增加46.25%，收入增加导致应收账款增加，也预示合同饱满。

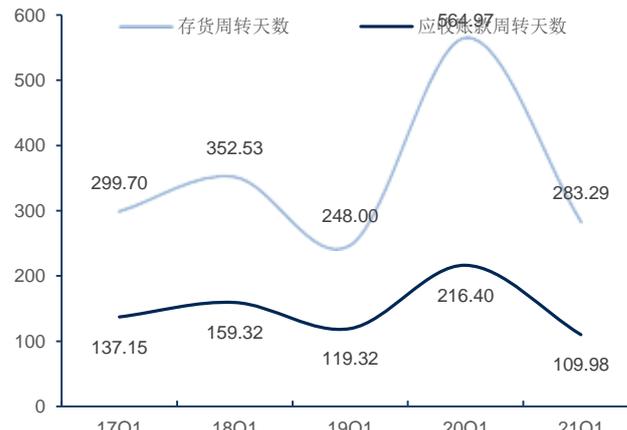
现金流量表看，由于原材料采购、固定资产投资，现金净流出加大。2021年一季度公司经营活动现金流量净额-0.58亿元（-1550.81%），主要系报告期订单增加备料增加原材料贷款支出、人员增加薪酬支出增加等。投资活动现金流量净额-0.26亿元（-118.22%），主要系报告期公司扩产能固定资产投资支出增加。筹资活动现金流量净额0.27亿元（229.12%），主要系报告期订单增加导致流动资金借款需求增加所致，同时上年同期偿还借款增加。

图 7：新雷能经营性现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：新雷能主要流动资产周转情况（天数）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

十四五期间 5G 和航空航天利好支撑公司电源产业高速发展。具体来看：

定制电源及大功率电源将继续成为业绩增长动力源。公司主要从事模块电源、大功率电源及系统和定制电源三大业务。定制电源和大功率电源产品多服务于较新的武器装备型号，增速高于军工行业平均增速。伴随着下游航天、航空等领域武器装备的快速放量，看好定制电源和大功率电源继续作为公司业绩成长主要动力的前景。

疫情形势逐渐好转，民用通信产品业务持续恢复。公司民用通信产品的客户主要是国外通信设备类企业。在 2020 年由于全球疫情的爆发，民品业务受到了极大影响。但随着疫苗接种在全球范围内展开，公司的民品业务在近几年有望持续恢复。

投资建议：公司处于十四五期间航空、航天及 5G 的战略机遇期，注重研发，可不断巩固在高端电源产业的行业地位，扩大高端电源领域的市场占有率。预计 2021-2023 年净利润 2.11/3.05/4.23 亿元，当前股价对应 PE=35/24/17x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	125	150	200	300	营业收入	843	1138	1541	2112
应收款项	494	670	849	1146	营业成本	436	569	771	1056
存货净额	416	519	647	879	营业税金及附加	8	11	15	20
其他流动资产	55	55	77	89	销售费用	40	51	65	84
流动资产合计	1090	1394	1773	2414	管理费用	65	212	261	350
固定资产	297	339	377	405	财务费用	21	17	18	20
无形资产及其他	39	37	35	33	投资收益	4	4	5	5
投资性房地产	197	197	197	197	资产减值及公允价值变动	4	4	4	4
长期股权投资	45	45	54	64	其他收入	(125)	0	0	0
资产总计	1668	2012	2437	3113	营业利润	156	285	421	590
短期借款及交易性金融负债	243	280	296	401	营业外净收支	(1)	(3)	(3)	(3)
应付款项	208	267	354	475	利润总额	155	282	417	587
其他流动负债	91	145	181	232	所得税费用	10	31	54	82
流动负债合计	543	691	830	1108	少数股东损益	22	39	58	82
长期借款及应付债券	132	132	132	132	归属于母公司净利润	123	211	305	423
其他长期负债	11	6	1	(4)					
长期负债合计	143	138	133	128	现金流量表 (百万元)				
负债合计	685	829	963	1236	净利润	123	211	305	423
少数股东权益	190	221	268	333	资产减值准备	(1)	0	0	0
股东权益	793	962	1206	1544	折旧摊销	24	41	49	58
负债和股东权益总计	1668	2012	2437	3113	公允价值变动损失	(4)	(4)	(4)	(4)
					财务费用	21	17	18	20
关键财务与估值指标					营运资本变动	(184)	(171)	(211)	(373)
每股收益	0.74	1.28	1.84	2.55	其它	18	31	46	65
每股红利	0.15	0.26	0.37	0.51	经营活动现金流	(22)	108	186	170
每股净资产	4.79	5.81	7.28	9.33	资本开支	(45)	(77)	(81)	(81)
ROIC	22%	18%	22%	25%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	16%	22%	25%	27%	投资活动现金流	(64)	(77)	(91)	(91)
毛利率	48%	50%	50%	50%	权益性融资	0	0	0	0
EBITMargin	35%	26%	28%	28%	负债净变化	(61)	0	0	0
EBITDAMargin	38%	29%	31%	31%	支付股利、利息	(25)	(42)	(61)	(85)
收入增长	9%	35%	36%	37%	其它融资现金流	213	36	16	105
净利润增长率	98%	71%	44%	39%	融资活动现金流	41	(6)	(45)	21
资产负债率	52%	52%	51%	50%	现金净变动	(45)	25	50	100
息率	0.3%	0.6%	0.8%	1.2%	货币资金的期初余额	169	125	150	200
P/E	59.4	34.6	24.0	17.3	货币资金的期末余额	125	150	200	300
P/B	9.2	7.6	6.1	4.7	企业自由现金流	71	54	132	122
EV/EBITDA	25.1	24.3	17.3	13.0	权益自由现金流	223	75	132	210

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032