

公司研究/事件点评

2018年12月10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): 19.74
合理价格区间(元): 22.08~23.00

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

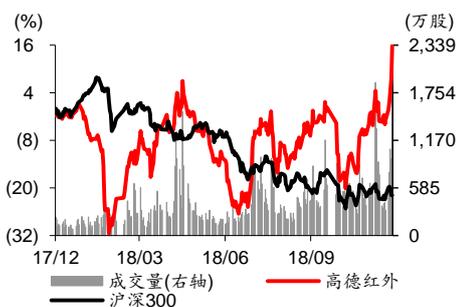
王维 01056793945
联系人 wangwei011620@htsc.com

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

相关研究

- 1 《高德红外(002414,买入): 业绩符合预期, 关注全年业绩变化》2018.10
- 2 《高德红外(002414,买入): 中报业绩靓丽, 军民融合潜力大》2018.08
- 3 《高德红外(002414,买入): 中报预告靓丽, 业绩开启高增长》2018.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	624.26
流通A股 (百万股)	476.10
52周内股价区间 (元)	11.70-19.74
总市值 (百万元)	12,323
总资产 (百万元)	4,605
每股净资产 (元)	5.43

资料来源: 公司公告

屡获订单, 高德军工集团业绩可期

高德红外(002414)

公司屡获订单, 进入快速发展期, 关注全年业绩变化, 维持“买入”评级
2018年12月07日, 公司发布重大合同公告, 与某客户签订一份某型号订货合同, 合同金额3.952亿元, 公司预计将对2019年营业收入、利润总额产生积极影响。此次公告合同金额超出市场预期, 我们认为公司掌握红外核心技术, 并多次斩获军品订单, 业绩增长或超预期, 上调业绩预测, 预计公司2018~2020年EPS分别是0.26元、0.46元、0.58元, 维持“买入”评级。

订单驱动引领军品业绩增长, 多型装备首次亮相珠海航展

公司在2018年3月公告获得1.19亿元军品订单, 12月7日公告获得3.952亿元订单, 军改影响消退, 订单恢复逻辑得到验证。公司参加今年第十二届珠海航展, 多项产品首次亮相, 如公司“陆战之王”武器系统、多型导弹武器系统及无人机、非致命弹药、综合光电系统、数字化单兵、国产化探测器等。其中某型完整武器系统已经正式承担批产任务, 2019年有望迎来订单释放。我们预计2019年相比2018年军品订单整体会上一个台阶, 订单驱动将是公司业绩释放的主要催化剂。

立足军民融合, 与兵装集团紧密合作, 打造民营军工集团

公司是目前国家国防科工局第一家核发DD武器系统总体科研许可证的民营企业, 构建了民营军工集团, 以民企身份自主研发成功某型号武器系统。自2015年战略收购汉丹机电以来, 公司获取火工区资质, 除在反坦克导弹总体方面积极推进之外, 也在寻求其他武器总体技术和项目的突破。2018年公司与兵装集团开展合作, 借助车辆平台, 搭建武器系统、红外夜视、智能驾驶合作模式, 珠海航展“陆战之王”武器系统的推出, 即是两者合作的成果, 预计2019年公司与兵装等军工集团会有更加紧密的合作。

布局新兴民用领域, 期待晶圆级封装批量应用

公司具有非制冷探测器、碲镉汞及二类超晶格制冷红外探测器等三条国产化红外焦平面探测器批产线。并筹建完成了国内第一条也是目前唯一一条非制冷晶圆级封装生产线, 并已展开工艺调试与优化, 目前进展顺利, 部分产品已经定型。晶圆级封装探测器体积小, 重量轻, 易于批产, 性价比高, 具备了进入消费类市场领域的先决条件, 将带动非制冷红外民用的低成本、小型化的市场普及。在工业检测、安防监控、智能家居、智能驾驶、环保等民用领域均有较大市场空间。

掌握国产红外芯片核心技术, 军民融合典范, 维持“买入”评级

我们认为随着军改影响逐步消除, 补偿订单及新品订单进入释放周期。芯片国产化背景下, 公司红外晶圆级芯片发展前景广阔。看好公司未来发展。公司屡获军品大单, 业绩或超预期, 调整业绩预测, 预计2018~2020年分别实现归母净利润1.63亿、2.88亿、3.62亿(调整前1.63亿、2.58亿、3.47亿元), 对应EPS是0.26元、0.46元、0.58元(调整前0.26元、0.41元、0.55元)。考虑到公司订单超预期, 公司正处于成长期, 我们给予公司2019年PE为48~50X, 目标价为22.08~23元, 维持“买入”评级。

风险提示: 军品进度低于预期, 民用市场开拓低于预期, 行业竞争加剧。

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)	810.33	1,016	1,368	2,317	2,730
+/-%	28.15	25.44	34.59	69.34	17.85
归属母公司净利润 (百万元)	70.86	58.44	163.12	287.53	362.44
+/-%	11.77	(17.52)	179.10	76.27	26.05
EPS (元, 最新摊薄)	0.11	0.09	0.26	0.46	0.58
PE (倍)	173.91	210.85	75.54	42.86	34.00

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

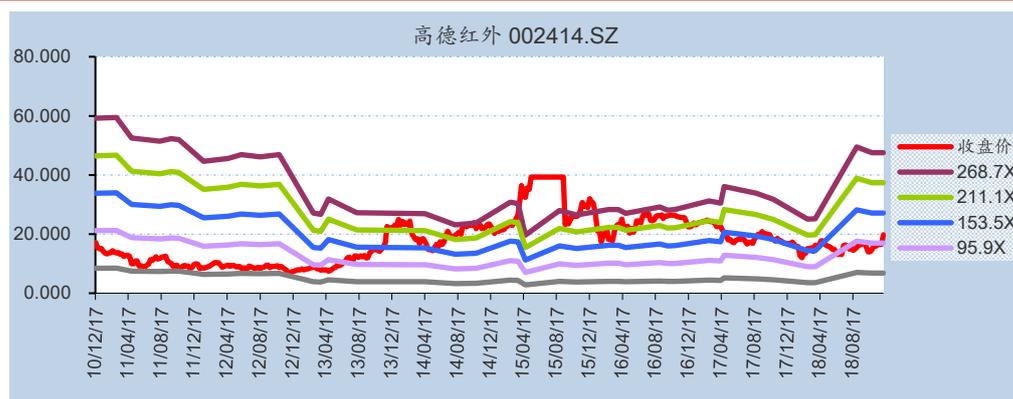
图表1： 公司主营业务拆分（表格括号内为调整前数值，单位：亿元）

		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
红外热像仪及相关业务	收入	5.10	5.88	9.76	19.08 (17.14)	23.04 (22.04)
	YOY	3.76%	15.22%	65.99%	95.49% (75.61%)	20.75% (28.59%)
	毛利率	57.68%	55.12%	55.00%	55.00%	55.00%
传统弹药及信息化弹药	收入	2.81	3.69	3.32	3.49 (3.65)	3.66 (4.02)
	YOY	144.86%	31.55%	-10.00%	5.00% (10%)	5.00% (10%)
	毛利率	41.65%	46.17%	42.00%	42.00%	42.00%
其他业务	收入	0.19	0.59	0.60	0.60	0.60
	YOY	-25.55%	207.81%	1.69%	0.00%	0.00%
	毛利率	71.47%	20.72%	40.00%	40.00%	20.00%
合计	收入	8.10	10.16	13.68	23.17 (21.39)	27.30 (26.66)
	YOY	27.96%	25.43%	34.66%	69.34% (56.37%)	17.85% (24.61%)
	毛利率	52.44%	49.87%	51.19%	52.65% (52.36%)	52.49% (52.25%)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

我们对公司主营业务中红外热像仪相关产品和传统弹药分别进行了修正，由于公司新拿到军品订单 3.95 亿元，超出市场预期，上调红外业务预测，2019 年调整前为 17.14 亿元，调整后为 19.08 亿元，2020 年调整前为 22.04 亿元，调整后为 23.04。公司业绩合计调整为 2018~2020 年营收分别是 13.68 亿元、23.17 亿元、27.30 亿元。

图表2： 公司 2010 上市以来 PE-Band



资料来源：wind，华泰证券研究所

回溯公司 2010 年上市以来 PE-Band，其估值中枢 PE 为 165.39X。2013 年底公司反坦克导弹试验成功，2013~至今公司 PE 中枢为 222.59X，反映了市场对公司较高的成长性预期。

图表3： 可比上市公司估值一览表（可比公司估值参考 Wind 一致预测，高德红外为华泰预测）

股票代码	股票简称	股价/元	EPS (元)				PE (倍)				PB (倍)			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
300455	康拓红外	6.50	0.18	0.15	0.16	0.18	65.29	44.16	39.98	36.72	6.55	4.28	3.85	3.49
600562	国睿科技	14.15	0.35	0.23	0.46	0.53	50.33	60.68	31.06	26.55	6.57	5.27	5.76	5.19
002179	中航光电	39.46	1.05	1.24	1.55	1.96	42.45	31.88	25.41	20.13	6.63	5.26	4.38	3.64
600372	中航电子	14.69	0.31	0.34	0.39	0.45	52.31	43.32	37.77	32.86	3.88	3.49	3.25	3.02
600184	光电股份	11.37	0.09	0.19	0.26	0.32	314.78	61.06	44.22	35.19	4.14	2.34	2.22	2.08
	平均值		0.40	0.43	0.56	0.69	105.03	48.22	35.69	30.29	5.56	4.13	3.89	3.49
002414	高德红外	19.74	0.09	0.26	0.46	0.58	210.85	75.54	42.86	34.00	3.73	3.57	3.31	3.05

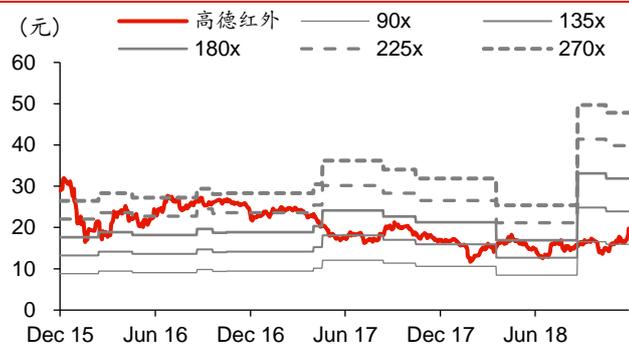
资料来源：Wind，华泰证券研究所；数据日期：2018 年 12 月 09 日

此前可比公司为康拓红外、大华股份、航天信息，由于大华股份业务主要以民品为主，航天信息以税务系统为主，与公司军工业务属性区别较大，因此将可比公司调整为康拓红外、国睿科技、中航光电、中航电子、光电股份五家上市公司，其中国睿科技、中航电子主要业务围绕军工信息化，与公司主营业务处于同一领域，中航光电、光电股份业务中有较多

光电类产品，与公司产品属性一致，因此给予调整。同时，由于公司研制多年的武器总体型号即将获得定型批产，进入高速发展阶段，更适合 PE 法进行估值，因此将估值方法从 PB 调整为 PE。从 PE 角度看，2019 年公司 PE 为 42.86X，可比公司 wind 一致预测 2019 年 PE 为 35.69X，军品订单超预期带来估值溢价，我们给予公司 2019 年 PE 为 48~50X，对应目标价格为 22.08~23 元。

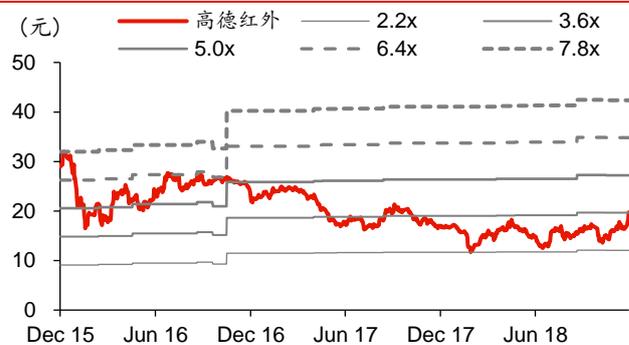
PE/PB - Bands

图表4：高德红外历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5：高德红外历史 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	2,473	2,288	2,243	2,308	2,396
现金	758.55	466.40	436.54	444.65	498.56
应收账款	738.96	869.15	898.59	937.90	979.48
其他应收账款	10.65	10.59	12.56	17.73	17.95
预付账款	101.67	44.93	50.27	49.77	48.32
存货	733.47	737.82	678.83	682.11	664.99
其他流动资产	130.11	158.71	165.72	176.07	186.50
非流动资产	1,589	1,838	2,007	2,175	2,319
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	723.25	754.85	847.39	937.78	1,022
无形资产	254.07	317.25	348.74	374.52	405.64
其他非流动资产	612.03	766.14	811.26	862.51	891.19
资产总计	4,063	4,126	4,250	4,483	4,715
流动负债	670.53	740.37	718.13	688.35	598.03
短期借款	347.38	360.00	296.40	149.14	0.00
应付账款	202.00	213.75	226.18	239.34	253.26
其他流动负债	121.15	166.62	195.55	299.86	344.77
非流动负债	139.78	85.76	78.32	77.33	78.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	139.78	85.76	78.32	77.33	78.66
负债合计	810.31	826.13	796.44	765.67	676.68
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	624.26	624.26	624.26	624.26	624.26
资本公积	2,067	2,067	2,067	2,067	2,067
留存公积	460.61	508.50	762.10	1,026	1,347
归属母公司股东权益	3,252	3,300	3,453	3,717	4,038
负债和股东权益	4,063	4,126	4,250	4,483	4,715

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	(123.32)	31.84	277.02	402.23	460.84
净利润	70.86	58.44	163.12	287.53	362.44
折旧摊销	83.75	86.83	62.56	70.47	78.01
财务费用	7.86	12.42	7.04	6.76	(1.19)
投资损失	(0.22)	(5.35)	(2.79)	(4.07)	(3.43)
营运资金变动	(319.77)	(167.48)	34.74	31.17	(0.74)
其他经营现金	34.20	46.97	12.35	10.36	25.74
投资活动现金	(461.96)	(362.22)	(226.88)	(216.50)	(217.08)
资本支出	169.22	201.59	131.47	132.51	132.46
长期投资	0.00	129.90	1.14	(0.38)	(0.13)
其他投资现金	(292.74)	(30.73)	(94.27)	(84.37)	(84.74)
筹资活动现金	920.59	41.33	(80.01)	(177.63)	(189.86)
短期借款	337.38	12.62	(63.60)	(147.26)	(149.14)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	24.26	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	579.84	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(20.89)	28.71	(16.41)	(30.37)	(40.71)
现金净增加额	336.46	(288.56)	(29.86)	8.10	53.91

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	810.33	1,016	1,368	2,317	2,730
营业成本	385.29	509.53	667.82	1,097	1,297
营业税金及附加	7.34	13.35	15.18	28.06	31.68
营业费用	50.17	56.35	77.50	134.36	154.78
管理费用	266.68	330.17	430.55	748.00	875.83
财务费用	7.86	12.42	7.04	6.76	(1.19)
资产减值损失	33.37	62.55	30.00	30.00	30.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.22	5.35	2.79	4.07	3.43
营业利润	59.56	38.16	142.80	276.74	345.31
营业外收入	20.52	27.48	29.04	25.68	27.40
营业外支出	0.18	8.19	0.14	0.19	0.17
利润总额	79.90	57.45	171.70	302.22	372.53
所得税	9.04	(1.00)	8.58	14.69	10.09
净利润	70.86	58.44	163.12	287.53	362.44
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	70.86	58.44	163.12	287.53	362.44
EBITDA	151.18	137.41	212.40	353.96	422.13
EPS (元, 基本)	0.11	0.09	0.26	0.46	0.58

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	28.15	25.44	34.59	69.34	17.85
营业利润	111.72	(35.93)	274.19	93.79	24.78
归属母公司净利润	11.77	(17.52)	179.10	76.27	26.05
获利能力 (%)					
毛利率	52.45	49.87	51.19	52.65	52.49
净利率	8.74	5.75	11.92	12.41	13.28
ROE	2.18	1.77	4.72	7.73	8.98
ROIC	2.09	1.67	4.47	8.23	9.86
偿债能力					
资产负债率 (%)	19.94	20.02	18.74	17.08	14.35
净负债比率 (%)	42.87	43.58	37.22	19.48	0
流动比率	3.69	3.09	3.12	3.35	4.01
速动比率	2.54	2.01	2.07	2.23	2.71
营运能力					
总资产周转率	0.22	0.25	0.33	0.53	0.59
应收账款周转率	1.01	1.03	1.26	2.06	2.32
应付账款周转率	2.20	2.45	3.04	4.71	5.27
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.09	0.26	0.46	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.20)	0.05	0.44	0.64	0.74
每股净资产(最新摊薄)	5.21	5.29	5.53	5.95	6.47
估值比率					
PE (倍)	173.91	210.85	75.54	42.86	34.00
PB (倍)	3.79	3.73	3.57	3.31	3.05
EV_EBITDA (倍)	79.78	87.77	56.79	34.07	28.57

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 2018 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

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