

军改影响逐步消除 半年预告大幅上修

——高德红外（002414）事件点评

2018年07月10日

推荐/首次

高德红外

事件点评

| | | |
|-----|--------------------------------------|-----------------------|
| 陆洲 | 分析师 | 执业证书编号：S1480517080001 |
| | luzhou@dxzq.net.cn 010-66554142 | |
| 王习 | 分析师 | 执业证书编号：S1480518010001 |
| | Wangxi@dxzq.net.cn 010-66554034 | |
| 张高艳 | 研究助理 | 执业证书编号：S1480116080036 |
| | zhanggy-yjs@dxzq.net.cn 021-25102859 | |
| 张卓琦 | 研究助理 | 执业证书编号：S1480117080010 |
| | zhangzq_yjs@dxzq.net.cn 010-66554018 | |

事件：

公司发布 2018 年半年度业绩预告修正公告：预计 2018 年 1-6 月实现归属于上市公司股东的净利润 10,186.90 万元~11,576.03 万元，同比大幅增长 120%~150%；前次业绩预告为同比增长 0~30%。

观点：

- **应收账款回款情况好转及军品增值税退税为上半年的业绩带来较大边际改善。**根据公司披露的业绩修正说明，向上大幅修正的原因之一为上半年应收账款回款情况好于预期，冲回了前期计提的应收账款坏账准备。受下游客户回款进度的影响，近年来公司应收账款持续走高，2017年报时高达8.69亿元，致使公司计提的坏账准备金额高达1.96亿元，其中2年及以上的坏账计提准备则高达1.43亿元。我们判断，公司客户主要面向军方，随着军改影响的逐步消除，回款情况将持续好转，为公司业绩持续带来较强的边际改善效应。此外，公司前期军品销售缴纳的增值税免退税款也为本期业绩修正贡献收益。
- **军改影响逐步消除，公司的军品项目研制、定型及订货任务逐步回升，全年经营性业绩持续增长可期。**军改逐渐接近尾声，对公司军品业务的影响也将逐步消除，目前，公司既有的军品型号科研生产任务已全面恢复，传统军工业务实现了稳定、持续供货；在各个军兵种中标、定型军品型号科研生产任务也呈逐步增长的态势，实现新军品型号产品订货并逐步批量交付。1季度公司实现营收同比增长34.4%，预计全年经营性业绩持续增长可期。
- **掌握红外探测核心技术，持续高研发投入，逐步步入收获期。**公司是我国红外探测器细分领域行业龙头，掌握红外核心技术，持续高研发投入，过去3年研发/营收占比在25%左右、总研发投入约6.4亿元，具备制冷型和非制冷型红外探测器批产能力，并已建成三条自主可控产品生产线走向批量生产及规模化应用阶段，未来将逐步步入收获期。

结论:

我们预计公司2018-2020年营业收入分别为13.9亿元/ 19.4亿元/ 25.3亿元, 净利润分别为1.77亿元/ 2.50亿元 / 3.19亿元, 对应PE分别为49X/ 35X/ 27X。首次覆盖, 予以公司“推荐”投资评级。

风险提示:

军品订单释放不及预期。

公司盈利预测表

| 资产负债表 | 单位:百万元 | | | | | 利润表 | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 流动资产合计 | 2473 | 2288 | 2697 | 3151 | 3675 | 营业收入 | 810 | 1016 | 1394 | 1943 | 2526 |
| 货币资金 | 759 | 466 | 1190 | 1152 | 1181 | 营业成本 | 385 | 510 | 679 | 947 | 1230 |
| 应收账款 | 739 | 869 | 1031 | 1437 | 1868 | 营业税金及附加 | 7 | 13 | 18 | 25 | 33 |
| 其他应收款 | 11 | 11 | 15 | 20 | 26 | 营业费用 | 50 | 56 | 77 | 107 | 139 |
| 预付款项 | 102 | 45 | -31 | -136 | -273 | 管理费用 | 267 | 330 | 446 | 626 | 811 |
| 存货 | 733 | 738 | 335 | 467 | 607 | 财务费用 | 8 | 12 | 3 | -12 | -12 |
| 其他流动资产 | 35 | 38 | 43 | 51 | 59 | 资产减值损失 | 33.37 | 62.55 | 30.00 | 30.00 | 30.00 |
| 非流动资产合计 | 1589 | 1838 | 1392 | 1315 | 1243 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 0.22 | 5.35 | 6.00 | 6.00 | 6.00 |
| 固定资产 | 723.25 | 754.85 | 712.27 | 641.83 | 571.38 | 营业利润 | 60 | 38 | 147 | 225 | 300 |
| 无形资产 | 254 | 317 | 306 | 300 | 300 | 营业外收入 | 20.52 | 27.48 | 60.00 | 65.00 | 70.00 |
| 其他非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业外支出 | 0.46 | 8.19 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| 资产总计 | 4063 | 4126 | 4089 | 4465 | 4919 | 利润总额 | 80 | 57 | 205 | 288 | 368 |
| 流动负债合计 | 671 | 740 | 603 | 827 | 1079 | 所得税 | 9 | -1 | 27 | 39 | 49 |
| 短期借款 | 347 | 360 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 71 | 58 | 178 | 250 | 319 |
| 应付账款 | 202 | 214 | 335 | 467 | 607 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收款项 | 53 | 66 | 108 | 167 | 242 | 归属母公司净利润 | 71 | 58 | 178 | 250 | 319 |
| 一年内到期的非流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 386 | 435 | 252 | 315 | 389 |
| 非流动负债合计 | 140 | 86 | 70 | 70 | 70 | EPS (元) | 0.12 | 0.09 | 0.28 | 0.40 | 0.51 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 负债合计 | 810 | 826 | 673 | 897 | 1149 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长 | 28.15% | 25.44% | 37.11% | 39.41% | 30.00% |
| 实收资本(或股本) | 624 | 624 | 624 | 624 | 624 | 营业利润增长 | 112.71 | -36.23 | 285.30 | 53.27% | 33.00% |
| 资本公积 | 2067 | 2067 | 2067 | 2067 | 2067 | 归属于母公司净利润 | 204.27 | 40.44% | 204.27 | 40.44% | 27.62% |
| 未分配利润 | 404 | 446 | 397 | 299 | 193 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 3252 | 3300 | 3316 | 3469 | 3670 | 毛利率(%) | 52.45% | 49.87% | 51.25% | 51.28% | 51.28% |
| 负债和所有者权 | 4063 | 4126 | 4089 | 4465 | 4919 | 净利率(%) | 8.74% | 5.75% | 12.76% | 12.86% | 12.62% |
| 现金流量表 | | | | | | 总资产净利润(%) | | | | | |
| | 单位:百万元 | | | | | ROE(%) | | | | | |
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2.18% | 1.77% | 5.36% | 7.20% | 8.68% |
| 经营活动现金流 | -123 | 32 | 830 | 97 | 188 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 71 | 58 | 178 | 250 | 319 | 资产负债率(%) | 20% | 20% | 16% | 20% | 23% |
| 折旧摊销 | 318.53 | 384.18 | 0.00 | 70.44 | 70.44 | 流动比率 | 3.69 | 3.09 | 4.47 | 3.81 | 3.41 |
| 财务费用 | 8 | 12 | 3 | -12 | -12 | 速动比率 | 2.59 | 2.09 | 3.92 | 3.25 | 2.84 |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -162 | -406 | -431 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 42 | 58 | 76 | 总资产周转率 | 0.22 | 0.25 | 0.34 | 0.45 | 0.54 |
| 投资活动现金流 | -462 | -362 | 319 | -49 | -54 | 应收账款周转率 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 4.62 | 4.89 | 5.08 | 4.85 | 4.71 |
| 长期股权投资减少 | 0 | 0 | 130 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | |
| 投资收益 | 0 | 5 | 6 | 6 | 6 | 每股收益(最新摊薄) | 0.12 | 0.09 | 0.28 | 0.40 | 0.51 |
| 筹资活动现金流 | 921 | 41 | -425 | -86 | -105 | 每股净现金流(最新) | 0.54 | -0.46 | 1.16 | -0.06 | 0.05 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊) | 5.21 | 5.29 | 5.31 | 5.56 | 5.88 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 24 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 119.59 | 149.36 | 49.08 | 34.94 | 27.38 |
| 资本公积增加 | 580 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/B | 2.68 | 2.64 | 2.63 | 2.52 | 2.38 |
| 现金净增加额 | 335 | -289 | 724 | -38 | 29 | EV/EBITDA | 21.53 | 19.83 | 29.94 | 24.07 | 19.42 |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长。

王习

香港理工大学硕士，四年证券从业经验，曾任职于中航证券，长城证券，2017年加入东兴证券军工组。

研究助理简介

张高艳

清华大学工学硕士，2年制造型企业运营管理咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，重点关注航空智能制造、军民融合等方向。

张卓琦

清华大学工业工程博士，3年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。