

看好高德红外的四大理由

——高德红外（002414）事件点评

2018年12月19日

强烈推荐/维持

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	
张卓琦	研究助理	执业证书编号：S1480117080010
	zhangzq_yjs@dxzq.net.cn 010-66554018	

事件：

我们给出看好高德红外的四大理由。

观点：

➤ 从探测器到整机（弹）的全产业链优势。

高德红外是民参军第一股，上市8年来利用IPO超募资金走上了由器件--部件--导弹总体的长征之路，从一家红外热成像配套企业逐步转型为精确打击武器系统制造商。

一方面，高德通过8年20亿的巨额研发投入，掌握了底层核心探测器平台研制技术，成为第一个吃螃蟹的勇士；另一方面，高德向核心探测器的主要军用对象——导弹延伸，通过并购汉丹机电进入导弹总体单位序列，在封闭的导弹供应体系中杀出血路分一杯羹。综合来看，高德浓缩了雷神集团前期60多年的发展历程，具备从探测器到整机（弹）的全产业链优势，可享有较高的估值溢价。

➤ 军品新型号多品类的优势。

高德的核心竞争力是红外芯片，以红外核心技术实现武器系统精确打击是高德的专业强项。

红外热成像技术在国际上起步较早，是夜战和精确打击武器系统中的核心技术。以美军为例，红外技术早已广泛用于战机、卫星、导弹系统等高端装备。高德拥有“中国红外芯”全套研制批产技术，自产的红外探测器芯片已批量化应用于国内诸多武器系统中，包括多型主力战机、中远程及近程导弹、装甲车辆、防空系统和单兵瞄具等。

目前，高德红外已经拥有完整导弹系统总体研制资质，可直接向军方交货。今年珠海航展上，高德展出了车载型和便携式两种GAM-100反坦克导弹（可认为是RED ARROW-12导弹的出口型），射程分别是4千米和2.5千米。预计公司明年起将分享该型导弹50%的国内市场份额。印度、英国媒体认为，1枚类似导弹的造价达数十万元人民币。

图 1:反坦克武器系统



资料来源：公开网络，东兴证券研究所

据外媒报道，该型号导弹作为第4代反坦克导弹，与美国“标枪”类似，但射程、威力均大于“标枪”。其最重要的创新技术就是采用了先进的非制冷式热成像焦平面阵导引头，具备“发射前锁定”和“发射后不管”的能力，不仅能攻击主战坦克，还可以打击低空飞行的直升机。

作为目前世界上最常用的反坦克武器之一，迄今为止，美国雷神与洛克希德马丁共同组建的“标枪”合资公司已经生产了4万枚“标枪”便携式反坦克导弹，单价约60万元人民币。有媒体预测，该型导弹有望成为我军营级以下作战部队的主力反坦克武器，必要时可加强到排，甚至步兵班一级作战部队。此外，它也可能成为伞兵战车的主要反坦克武器。

除这一新型号外，高德军品导引头、红外告警系统业务一直保持较好增长，枪瞄和车载辅助系统今年将有明显利润贡献。同时，高德还有多款新型反坦克导弹、防空导弹、空地、巡飞导弹、特战微型导弹等新型号武器系统在研，未来业绩贡献可期

➤ 各种关系理顺，内外部环境有利的优势。

2010年上市至今，高德红外营收规模增长较慢，净利润增长更慢，一个上市8年的高科技企业这种表现是无法让人满意的。这既归因于核心军品和探测器的长期大额研发投入，也与核心军品市场不友好的竞争环境有关。

高德作为核心军品研制体系的“外来户”，曾被视为不受欢迎的“搅局者”，面临几乎不可能突破的重重障碍。跋山涉水中的公司，要出业绩的确太难。历经“九死一生”，在军民融合大旗的指引下，今年以来，高德在军方、国有单位、地方政府、科研机构等各方博弈中求得平衡，终于理顺了各种关系，创造了有利于公司持续发展的外部环境，这是非常难得而宝贵的。今年11月，高德董事长黄立作为民营企业代表参加了中央民营企业座谈会，获得了肯定。

理顺关系，重塑格局，获得订单——高德从此步入了健康并可持续发展的轨道。值得期待的是，高德与相关军工央企的深度合作也在积极推进中，这将为公司未来的可持续发展插上翅膀。

➤ **拐点出现财务报表改善的优势。**

八年磨一剑，今朝试霜刃。军品订单的大幅改善将一扫公司8年陈迹，显示出真正高科技核心军工企业的成色。根据目前公司在手及可预期的订单估算，我们认为2019年公司将迎来爆发式增长。我们将公司2019年净利润由2.1亿元上调至2.96亿元，预计公司2018-2020营收为13.2亿元、25.8亿元、33.6亿元（收入主要为军品），归母净利润为1.39亿元、2.96亿元、3.85亿元，同比增长138%、113%、30%，对应PE为92X/43X/33X。同时，我们不排除后续随着订单的释放再度调高盈利预测。维持“强烈推荐”评级。

结论：

我们将公司2019年净利润由2.1亿元上调至2.96亿元，预计公司2018-2020营收为13.2亿元、25.8亿元、33.6亿元（收入主要为军品），归母净利润为1.39亿元、2.96亿元、3.85亿元，同比增长138%、113%、30%，对应PE为92X/43X/33X。同时，我们不排除后续随着订单的释放再度调高盈利预测。维持“强烈推荐”评级。。

风险提示：

军品收入确认不及预期。

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	2446	4510	5796	营业收入	810	1016	1324	2581	3359
货币资金	759	466	1021	1800	2343	营业成本	385	510	636	1237	1571
应收账款	739	869	363	707	920	营业税金及附加	7	13	17	28	37
其他应收款	11	11	14	27	35	营业费用	50	56	71	129	168
预付款项	102	45	45	45	45	管理费用	267	330	384	748	974
存货	733	738	871	1695	2152	财务费用	8	12	3	30	90
其他流动资产	35	38	42	60	71	资产减值损失	33.37	62.55	62.55	62.55	62.55
非流动资产合计	1589	1838	1396	1280	1168	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	5.35	5.35	5.35
固定资产	723.25	754.85	696.62	610.52	524.42	营业利润	60	38	154	350	461
无形资产	254	317	286	257	231	营业外收入	20.52	27.48	27.48	27.48	27.48
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.46	8.19	8.19	8.19	8.19
资产总计	4063	4126	3842	5790	6964	利润总额	80	57	174	369	481
流动负债合计	671	740	381	2136	3057	所得税	9	-1	35	74	96
短期借款	347	360	0	1479	2222	净利润	71	58	139	296	385
应付账款	202	214	227	441	560	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	53	66	84	119	164	归属母公司净利润	71	58	139	296	385
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	386	435	276	495	663
非流动负债合计	140	86	70	70	70	EPS (元)	0.12	0.09	0.22	0.47	0.62
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	452	2206	3128	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%	30.23%	94.95%	30.18%
实收资本(或股本)	624	624	624	624	624	营业利润增长	112.71%	-36.23	304.71%	126.74%	31.74%
资本公积	2067	2067	2067	2067	2067	归属于母公司净利润	11.77%	-17.52	137.81%	112.67%	30.08%
未分配利润	404	446	407	326	219	获利能力					
归属母公司股东权	3252	3300	3291	3485	3737	毛利率(%)	51.99%	51.67%	51.94%	52.06%	53.23%
负债和所有者权	4063	4126	3842	5790	6964	净利率(%)	8.74%	5.75%	10.50%	11.45%	11.45%
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%	4.22%	8.48%	10.29%
经营活动现金流	-123	32	701	-510	80	偿债能力					
净利润	71	58	139	296	385	资产负债率(%)	20%	20%	12%	38%	45%
折旧摊销	318.53	384.18	0.00	86.10	86.10	流动比率	3.69	3.09	6.42	2.11	1.90
财务费用	8	12	3	30	90	速动比率	2.59	2.09	4.13	1.32	1.19
应收账款减少	0	0	506	-344	-213	营运能力					
预收帐款增加	0	0	18	35	45	总资产周转率	0.22	0.25	0.33	0.54	0.53
投资活动现金流	-462	-362	266	-57	-57	应收账款周转率	1	1	2	5	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.62	4.89	6.01	7.74	6.72
长期股权投资减少	0	0	90	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	5	5	5	5	每股收益(最新摊薄)	0.12	0.09	0.22	0.47	0.62
筹资活动现金流	921	41	-412	1347	520	每股净现金流(最新)	0.54	-0.46	0.89	1.25	0.87
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.21	5.29	5.27	5.58	5.99
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	175.96	219.76	92.39	43.44	33.40
资本公积增加	580	0	0	0	0	P/B	3.95	3.89	3.90	3.69	3.44
现金净增加额	335	-289	554	779	543	EV/EBITDA	32.18	29.29	42.88	25.29	19.17

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。