

李勇鹏 军工行业分析师

执业编号: S1500517110001

联系电话: +86 10 83326846

邮箱: liyongpeng@cindasc.com

## 产品提示:

【卓越推】为行业周产品,集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体,对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

【卓越推】行业覆盖公司里优中选优,每期只推1-2只股票。每周更新,若荐股不变,则跟踪点评,若荐股变,则说明理由。

【卓越推】为未来3个月我们最看好,我们认为这些股票走势将显著战胜市场,建议重点配置。

## 军工行业: 高德红外

2019年04月01日

## ➤ 本周行业观点: 信用改善、政策友好, 民营军工企业估值修复弹性更高

我们认为民营军工企业当前具有结构性估值优势,在2019年信用放松、军民融合政策持续友好的环境下,估值修复空间弹性更大,整体表现将会强于行业水平和央企军工集团水平。

军工行业整体估值处于历史区间相对较低区间,估值结构性差异更明显,民营企业较央企军工集团更有估值优势。目前军工行业(以信达军工跟踪口径计算,下同)整体估值49.1倍,行业整体估值处于均值及中位数下,位于2010年来43.3%分位数。民营企业估值43.7倍,央企军工集团估值52.4倍,分别位于34%、48%历史分位数水平。从历史水平、相对行业整体估值水平及相对央企军工集团估值多个角度看,民营军工企业目前在估值上更有优势。

民企估值对信用变化更敏感,今年信用环境利于民企估值修复。信用收紧对民营企业估值压制更明显,在趋紧的信用环境下民营企业估值下行幅度较军工集团更为明显;反之在信用环境出现改善时,民营企业估值修复弹性也较央企军工集团更大。2010年底AA+级主体信用利差大幅走阔,民企估值在此期间出现了大幅调整;而在2012年初AA+信用利差趋势性下行,民企估值修复弹性明显大于央企军工集团。随着去杠杆持续推进,2017年信用利差出现大幅走阔,而信用评级较高的AAA级信用利差增加幅度相对较小。央企军工集团及下属企业大体可视为AAA级信用评级大体,在此期间估值下行的弹性明显小于民营军工企业。随着去杠杆政策趋于缓和,目前阶段重点为“宽信用”,预计信用利差将见顶,改变上行趋势,实现明显下降,民营军工企业估值将得到修复,在此过程中民企估值修复弹性将远大于央企军工集团。另外信用环境改善,民营企业融资环境将得到极大改善,对企业经营层面将产生积极影响,从而带来公司业绩改善预期。

军民融合持续推进,政策面对民营企业将更友好。对照2020年军改总体目标,我们预计未来两年军改将进一步加速,各领域改革将重点聚焦深化和落实。除部分核心能力外,军工民营企业未来可在更多领域通过市场化竞争,提高军工业务参与度。在资本、产能、技术方面具有储备优势,可以承接保军任务,同时能抵御军品周期波动风险,因此具有转军能力的中型制造业优势民营企业,最有希望在这一领域获得突出表现。

风险因素:信用环境改善趋势不及预期;军品定价机制、军民融合等政策推进低于预期;板块盈利改善情况不及预期。

## ➤ 本期【卓越推】: 高德红外(002414.SZ)

## 高德红外 (002414.SZ)

(2019-03-29 收盘价 27.01 元)

### ➤ 核心推荐理由:

1. **红外成像领域领导者，实现了民营企业从零件到总体的产业链升级。**高德红外是热红外成像行业领导者，核心业务为红外热成像仪研制生产，多年来公司沿着产业链上下游持续深入布局，突破国外对红外成像领域核心器件控制，掌握了上游核心红外探测器技术，拓展了下游向武器系统总装研制能力，实现了“零件供应——分系统配套——总体设计”的产业链升级。
2. **在红外成像领域具有核心竞争力。**公司拥有完全自主知识产权的红外探测器全套研制批产技术，拥有完整且领先的红外技术体制。在非制冷红外探测器方面，公司氧化钒技术体制在成本及技术上有明显优势，搭建了目前唯一的非制冷晶圆级封装生产线，成本及效率将得到极大优化。在制冷型红外探测器方面，公司碲镉汞制冷型红外焦平面探测器、中波及长波“II类超晶格”制冷型红外探测器研发生产线均实现了百分百国产化，对满足我国军事工业在先进红外探测器方面需求有及其重要作用。完整的技术体制、领先的研发生产能力、平台化的发展思路，使得高德红外在红外成像领域具备了足够深的技术护城河，未来随着晶圆级封装探测器量产，封装效率将会大幅提高、器件成本将有效降低，对整个红外产业发展有着推动作用，同时民品市场或将随着成本降低而实现应用场景的大规模拓展。
3. **民营军工集团初具规模，总体资质及能力具有稀缺性，未来极具发展潜力。**公司是首家、也是目前唯一一家取得完整武器系统总体研制资质的民营企业，目前已实现某型武器系统总体批产，且正式中标军方项目，民营武器总体军工集团初见规模，在资质、总体研发设计能力上均具有很大潜力和极强稀缺性。
4. **看好公司产业链地位提升带来的经营效率提高。**我们认为随着公司从零部件供应商向总装企业发展，公司产业链地位将明显提升，公司订单回款周期将向总装企业靠拢，将会明显缩短，应收款项、预付款项、预收款项、库存等方面对资金占用将大幅降低，公司现金流情况将显著改善，资产周转率将显著提高。

➤ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2019-2021 年摊薄每股收益分别为 0.35 元、0.45 元、0.52 元，维持“增持”评级

➤ **风险因素:** 红外成像产品需求不及预期，红外焦平面探测器量产进度及良率不及预期，单兵反坦克导弹订单规模不及预期，红外成像产品在消费领域推进不及预期。

➤ **相关研究:** 《20190311【信达军工】高德红外首次覆盖报告：红外核心技术+民营武器总体稀缺资质，民营军工集团初具雏形》，《20190328【信达军工】高德红外 2018 年报点评：收入稳中有升利润大幅增长，预计 1 季度利润同比增 250.0%~280.0%》。

## 研究团队简介

**李勇鹏**，军工行业首席分析师。毕业于北京理工大学固体力学系，先后于中航工业沈飞民机、中国运载火箭技术研究院就职近7年，从事民用飞机设计、航天运输系统领域规划、项目预先研究及技术攻关等工作，曾参与 C919、庞巴迪 C 系列等民用客机设计，以及航天领域多项重大工程研究攻关。2015 年 9 月至 2017 年 8 月就职于民生证券，从事机械行业研究。2017 年 9 月加入信达证券从事军工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。