

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、四创电子

2019 年 07 月 01 日

➤ 本周行业观点：行业核心逻辑仍是资产证券化，具有优势民营企业崭露头角

2019 年军工行业下半年基本面展望：业绩稳定增长，行业回款改善。18 年年报及 19 年 1 季报显示行业整体业绩已进入回升通道，尤其是央企军工集团增速或将进一步提升，民营军工企业业绩仍存在一定压力，ROE 筑底，未来存改善空间。近几年趋势看行业现金流已经度过最困难时期，全行业经营性现金流净额自 16 年触底以来连续两年回升，未来有望持续改善。军工行业收入增速处于缓慢上行趋势，行业存货增速在经过两年持续上行，在 18 年开始出现增速同比降低，或预示行业库存去化将有积极趋势。

行业核心逻辑仍是资产证券化，具有优势民营企业崭露头角。我们认为军工行业核心投资逻辑仍然是央企军工集团资产证券化，但基本面对上市公司在二级市场表现影响已经开始浮出水面，军工行业处于 1.0 向 2.0 换挡期，资产证券化和基本面逻辑并存。我们认为资本运作将是贯穿军工行情催化主线，建议抓住军工行业资产重组核心逻辑布局军工行业投资，军工集团资产注入重点关注航天科工及中国电科。基本面关注景气度高的航空板块。民参军重点关注具有技术优势、体量优势的民营企业，我们认为在竞争较为充分的军工电子领域，具有国产替代空间的企业需要重点关注；此外向下游总装、分系统研制生产环节延伸的民参军企业，特别是在参军保军领域已经有经验积累，资本和技术实力有体量优势的民营企业也有较为确定的机会。国产替代领域建议重点关注红外成像产业链。

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）、四创电子（600990.SH）

高德红外（002414.SZ） (2019-06-28 收盘价 19.20 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：**在公司实施利润分配及转增股本后，我们预计公司 2019-2021 年摊薄每股收益分别为 0.23 元、0.30 元、0.35 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%》、《20190417 高德红外 (002414.SZ)：高德红外与睿创微纳在红外成像领域对比》、《20190423【信达军工】高德红外 2019 年 1 季报点评：新品亮相、军民两开花，公司业绩拐点来临》。

四创电子 (600990.SH)

(2019-06-28 收盘价 46.52 元)

➤ **核心推荐理由：**

1、国内雷达行业龙头企业，军民品雷达全覆盖，持续受益新一代天气雷达建设、空管设备国产化及警戒雷达需求提升。公司军民融合雷达业务方面，随着我国高质量气象服务需求多样化，我国将全面推进气象现代化，公司在气象雷达方面增速将保持较为平稳增长；随着十三五期间我国民航空管装备国产化的推进，新建、

改扩建机场同步建设空管工程，雷达、导航等其他空管设备也将陆续推动国产设备的使用，国内军用航空也将大力推进空管系统建设；在低空警戒雷达方面，公司由单一装备向多品种装备升级，从装备生产到装备全寿命周期保障，积极承接装备升级任务，大力拓展装备大修新市场。

2、公司公共安全产品业务受益“雪亮工程”，迎爆发式增长。公共安全产品方面，我国平安城市正从传统安防向平安城市的大安防体系、数字城市、智慧城市方向发展。2017年我国安防(政府需求类视频监控)与雪亮工程千万级项目市场规模约为423.65亿，项目数705个，千万项目平均投资约为6008.31万。与2016年相比，我国安防与雪亮工程千万项目市场规模增长了约240亿，增长率为136.86%。公司公共安全产品将从硬件提供商向运营服务商发展，公司公共安全产品将受益于城市化及现代城市治理水平提高带来的安防需求，从“区域拓展”以及“业务转型”两方面畅想行业增长红利。

3、资本运作平台地位凸显。博微子集团作为中国电科二级成员单位，统一管理8所、16所、38所以及43所。这些研究所分别拥有国内顶级的光传感技术、低温电子技术、国防高科技电子装备和微电子技术。四创电子作为博微子集团的唯一上市平台，在军工资产证券化的背景下，公司在中电博微子集团资本运作平台地位或日趋明显。

- **盈利预测与投资评级：**预计公司2019-2021年摊薄每股收益1.75元、2.26元、2.55元，维持“买入”评级。
- **风险因素：**军品装备采购不及预期；空管设备国产化进度不及预期；公共安全产品规模扩张及转型不及预期。
- **相关研究：**《20180420【信达军工】四创电子深度报告：强者恒强，国内雷达龙头军民业务齐发力》、《20180507【信达军工】四创电子一季报点评：业绩符合预期，子公司业绩增长强劲》、《20180828【信达军工】四创电子中报点评：雷达回暖机动保障装备增长加速，毛利率下滑属短期因素》、《20181011【信达军工】四创电子事项点评：中标6.37亿合肥“雪亮工程”建设项目，平安城市业务恢复增长》、《20190403【信达军工】四创电子2018年报点评：航管、气象雷达收入大增，智慧产业异地扩张，关注未来资本运作节奏》、《20190508【信达军工】四创电子1季报点评：毛利率回升、母公司收入大增，业务复苏迹象延续》。

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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 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。