

投资评级：推荐（维持）

分析师

李军政 010-88366060-8780

Email:lijz@cgws.com

执业证书编号:S1070515060001

王习 010-88366060-8757

Email:wangxi@cgws.com

执业证书编号:S1070515080003

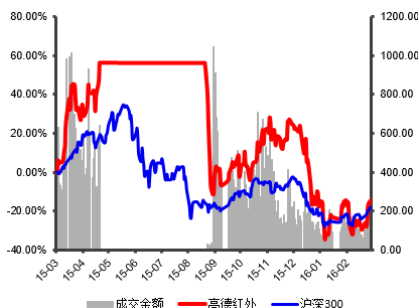
市场数据

目前股价	22.53
总市值(亿元)	135.18
流通市值(亿元)	104.74
总股本(万股)	60,000
流通股本(万股)	46,487
12个月最高/最低	39.98/16.40

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	884	1,045	1,359
(+/-%)	39.9%	18.3%	30.0%
净利润	124	143	158
(+/-%)	96.2%	15.1%	11.0%
摊薄EPS	0.21	0.24	0.26
PE	108	94	85

股价表现



数据来源: wind 资讯

相关报告

核心器件产业化，战略布局完善

——高德红外（002414）公司年报点评

投资建议

公司发布 2015 年年报，实现营收 6.32 亿元（+58.89%），净利润为 6339.55 万元（-6.72%），EPS 为 0.11 元。我们预计 16-18 年 EPS 为 0.21 元、0.24 元及 0.26 元，对应目前股价 PE 为 104X、90X 及 85X，维持“推荐”评级。

投资要点

- 收入稳定增长，民品影响盈利：**公司 15 年实现营收 6.32 亿元，同比增长 58.89%，分项来看，红外热成像仪及综合光电系统营收同比增长 24.50%，收入占比 77.80%，而传统弹药及信息化弹药营收同比增长超过 40%，收入占比 22.20%。净利润为 6339.55 万元，同比下滑 6.72%，主要原因为部分民用产品毛利率下降及公司运营成本上升。
- 应收账款回款周期较长，未来有望好转：**公司 15 年应收账款余额为 5.68 亿元，占总资产的比重由去年同期的 0.18% 增加至 17.03%，大幅增加的主要原因是回款周期较长。目前公司军品分为两类，一类是总体，一类是配套。总体产品回款较快，配套产品回款周期可能长达 2-3 年。随着公司获得某类新型完整武器系统总体研制资质，总体类产品占比将稳步提升，应收账款回收情况将出现好转。
- 存货大量计提跌价准备，轻装上阵：**公司 2015 年计提了 2000 多万的存货跌价准备，主要原因有两个：一方面，过去公司采用大宗采购原则，目前仓库中仍然存放有一部分时间较久的探测器，目前尚未使用，从财务角度需要计提跌价准备；另一方面，库存中有一部分是军工样机，可能无法获得收入，也需要计提跌价准备。
- 非制冷焦平面探测器已投产，制冷型红外探测器将逐步产业化：**公司“基于非晶硅的 400*300@25 μm 非制冷红外探测器”项目经过近一年的调试和试运行，于 2015 年 1 月 5 日批产，现在良品率稳定在 50%-60% 之间，公司拥有国内第一条、也是目前唯一自主可控的 8 英寸批产型 MEMS 生产线，可大批量生产非制冷焦平面红外探测器。另一方面，公司成功开发出制冷型红外探测器，将进一步夯实公司在底层核心器件——高端光电综合系统——高端装备全产业链布局所形成的竞争壁垒。制冷型红外探测器主要应用于高端精确打击武器和监测系统，是我国武器和监测系统的发展方向，未来空间巨大，也极大加强了公司在我国高端装备领域的竞争力。
- 封装方式制约探测器量产，未来将推广晶圆级封装：**子公司高芯科技主要业务为红外探测器研发制造，15 年实现收入 6462.23 万元，净利润

-193.42 万元。目前制约红外探测器产能的主要因素在于封装技术。封装技术有三种，其中金属管壳封装、陶瓷封装比较常用，但是产量难以提高，公司未来将大力推广晶圆级封装。

- **民品总体毛利率出现下滑，新兴民用领域未来亮点在车载夜视产品：**民用手持红外热像仪 15 年在淘宝出货量仅有几十台，盈利能力一般。公司民品目前的重心不在民用手持红外热像仪，而是在以交通夜视产品为代表的新兴领域。15 年公司在继续巩固与多家自主品牌汽车整车企业在多款全新车型上建立良好的合作关系的基础上，打造“新视界”品牌，并与国内知名汽车电子厂商合作拓展红外车载夜视领域。
- **军贸潜力较大，主要产品是反坦克导弹等：**公司与具有武器装备进出口权的军贸公司形成了战略合作关系，积极开展武器系统总体、红外热像仪及综合光电系统、红外核心元器件方面的全球市场拓展，未来出口产品主要为反坦克导弹等。由于武器装备定型时间较长，目前国家对于军贸出口比较支持，可以在一定程度上弥补国内企业由于武器定型周期较长所产生的现金流问题。
- **风险提示：**新型装备项目进度低于预期；汉丹机电的整合风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	397.98	632.35	884.41	1,045.82	1,359.57	成长性					
营业成本	212.76	345.40	465.66	550.07	715.10	营业收入增长	11.7%	58.9%	39.9%	18.3%	30.0%
销售费用	31.80	33.25	46.51	55.00	71.50	营业成本增长	28.3%	62.3%	34.8%	18.1%	30.0%
管理费用	128.09	183.50	256.65	303.49	394.54	营业利润增长	0.7%	-32.4%	311.8%	19.1%	13.4%
财务费用	-2.21	-2.16	-4.95	-6.23	14.81	利润总额增长	30.5%	-12.5%	118.3%	15.1%	11.0%
投资净收益	11.06	3.66	0.00	0.00	0.00	净利润增长	10.5%	-6.7%	96.2%	15.1%	11.0%
营业利润	41.64	28.13	115.84	137.93	156.40	盈利能力					
营业外收支	35.00	38.89	30.46	30.46	30.46	毛利率	46.5%	45.4%	47.3%	47.4%	47.4%
利润总额	76.64	67.02	146.30	168.39	186.86	销售净利率	17.1%	10.0%	14.1%	13.7%	11.7%
所得税	8.68	3.63	21.95	25.26	28.03	ROE	2.8%	2.5%	3.7%	4.1%	4.3%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	2.1%	1.5%	4.5%	3.6%	5.0%
净利润	67.96	63.40	124.36	143.14	158.83	营运效率					
资产负债表	(百万)					销售费用/营业收入	8.0%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
流动资产	1,610.75	1,804.99	2,414.52	2,585.28	3,417.55	管理费用/营业收入	32.2%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%
货币资金	412.23	430.99	261.20	569.86	13.60	财务费用/营业收入	-0.6%	-0.3%	-0.6%	-0.6%	1.1%
应收账款	424.75	568.42	854.77	828.16	1,359.64	投资收益/营业利润	26.6%	13.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	78.71	68.74	103.36	100.14	164.41	所得税/利润总额	11.3%	5.4%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	626.12	669.00	1,077.07	985.51	1,695.85	应收账款周转率	0.99	1.27	1.11	1.11	1.11
非流动资产	909.38	1,532.70	1,694.03	1,848.06	1,996.28	存货周转率	0.35	0.53	0.53	0.53	0.53
固定资产	603.22	712.32	670.72	629.13	637.23	流动资产周转率	0.22	0.37	0.42	0.42	0.45
资产总计	2,520.14	3,337.69	4,108.55	4,433.34	5,413.83	总资产周转率	0.15	0.22	0.24	0.24	0.28
流动负债	61.15	423.93	332.36	514.01	1,335.66	偿债能力					
短期借款	0.00	10.00	0.00	0.00	807.77	资产负债率	3.3%	25.5%	18.5%	21.2%	32.5%
应付款项	78.52	282.59	204.26	370.84	376.79	流动比率	26.34	4.26	7.26	5.03	2.56
非流动负债	23.11	426.18	426.18	426.18	426.18	速动比率	16.10	2.68	4.02	3.11	1.29
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
负债合计	84.26	850.10	758.54	940.19	1,761.84	EPS	0.11	0.11	0.21	0.24	0.26
股东权益	2,435.88	2,487.59	3,350.02	3,493.15	3,651.99	每股净资产	4.06	4.15	5.58	5.82	6.09
股本	600.00	600.00	638.37	638.37	638.37	每股经营现金流	(0.10)	0.08	(1.18)	0.83	(1.93)
留存收益	348.62	400.33	524.69	667.82	826.66	每股经营现金/EPS	(0.86)	0.80	(5.70)	3.46	(7.28)
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	2,520.14	3,337.69	4,108.55	4,433.34	5,413.83	PE	198.91	213.23	108.70	94.44	85.11
现金流量表	(百万)					PEG	7.06	5.95	3.08	1.88	6.54
经营活动现金流	-58.38	50.72	-709.41	495.85	-1,155.81	PB	5.55	5.43	4.04	3.87	3.70
其中营运资本减少	-92.17	174.96	-863.42	317.95	-1,377.79	EV/EBITDA	132.80	108.53	70.89	60.78	55.69
投资活动现金流	-148.92	-266.89	-193.42	-193.42	-193.42	EV/SALES	32.94	20.72	15.98	13.22	11.17
其中资本支出	137.29	-268.90	219.31	219.31	219.31	EV/IC	6.47	6.32	4.56	4.71	3.41
融资活动现金流	-261.82	171.83	733.02	6.23	792.96	ROIC/WACC	0.98	0.72	2.15	1.71	2.35
净现金总变化	-469.05	-43.69	-169.80	308.66	-556.26	REP	6.61	8.94	2.14	2.78	1.46

研究员介绍及承诺

李军政: 清华大学理学学士和博士, 2015 年加入长城证券从事军工行业研究。

王 习: 军工行业分析师, 中央财经大学法学学士, 香港理工大学金融学硕士, 2015 年加入长城证券。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 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他人作出邀请。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。在任何情况下, 本公司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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘璇:0755-83516231,18938029743,liux@cgws.com
王涛:0755-83516127,13808859088,wangt@cgws.com
陈尚峰:0755-83515203,13826520778,chensf@cgws.com
李嘉禾:0755-83515203,13826520778,ljjiah@cgws.com
李丹:0755-83699629,18665289977,ldan@cgws.com

北京联系人

赵东:010-88366060-8730,13701166983,zhaodong@cgws.com
王媛:010-88366060-8807,18600345118,wyuan@cgws.com
安雅泽:010-88366060-8768,18600232070,avz@cgws.com
李珊珊:010-88366060-1133,18616891195,liss@cgws.com
申涛:010-88366060-8777,15801188620,shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚:021-61680314,18602109861,xieyw@cgws.com
徐佳琳:021-61680673,13795367644,xujl@cgws.com
凌云:021-61683504,18621755986,lingyun@cgws.com
王一:021-61683504,13761867866,wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>