

2011-03-29

电子行业

高德红外 002414-SZ

2010 年蓄力，2011 年爆发

◇ 事件：公司公布年报

◆ 订单确认收入周期较长导致营收增长缓慢

2010 年公司实现营业收入 3.77 亿元，同比增长 6.66%；归属于母公司所有者的净利润 1.40 亿元，同比增长 1.62%；每股收益 0.47 元。

营收增长速度偏慢的主要原因是订单确认为收入的时间周期较长。由于不同领域红外热像仪产品功能诉求的差异化以及技术、规范等方面的不同，红外热像仪产品一般以定制为主，这就导致从订单到交货再到收入确认整个过程需要较长的时间周期，尤其是海外订单。公司 2010 年实现海外营业收入 0.8 亿，仅比上年增长 2.5%，而 09 年公司集中精力做军品订单，将大量左右的海外订单推延到 2010 年，从 2010 年海外营收的状况来看，公司当有相当海外订单尚未完成或尚未确认为收入。

导致营收增速偏慢的另一个原因在于军品订单的不确定性和不透明性。军品订单对于定型的要求比民用产品更高，为了达到军用要求，红外热像仪产品需要长时间的研发以及多项配套设施。目前公司处于研发期间的军品订单产品众多，而一旦定型，这些产品将带来稳定的高回报。

◆ 龙头地位+核心竞争力保证毛利率和净利润率保持高位

2010 年公司毛利率达到 61.53%，比上年同期提升 0.78 个百分点，这是由于公司专注于高端红外热像仪产品。公司是国内最大的红外热像仪生产企业，产品具有单价高、毛利率高的特点。目前国内仅高德红外、大立科技等少数厂家具备红外热像仪生产能力，而真正具备核心竞争力，能够独立开发红外热像仪机芯组件、后续电路及图像处理软件的厂商少之又少。公司正是凭借在该领域的多项自主知识产权牢牢占据国内市场第一的宝座，并作为少数可以供应军用红外热像仪产品的厂商，通过生产军品订单进一步提升了毛利率。

除高毛利率之外，公司还具备良好的费用控制能力，2010 年公司三项费用率 14.1%，同比下降 2.5 个百分点，这是因为 2010 年公司发行 IPO，利用超募资金归还银行贷款并获得利息收入。值得一提的是，2010 年销售费用率 3.44%，同比下降 0.39 个百分点，亦远低于国内同行。高毛利率和低费用率导致公司净利润率依然保持高位，达到 37.1%，超出大立科技 15.1 个百分点。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	354	377	685	1,104	1,641
营业收入增长率	-8.12%	6.66%	81.42%	61.18%	48.72%
净利润（百万元）	138	140	264	418	608
净利润增长率	17.33%	1.62%	88.77%	58.19%	45.31%
EPS（元）	0.46	0.47	0.88	1.39	2.03
ROE（归属母公司） （摊薄）	30.41%	5.72%	9.74%	13.70%	17.19%
P/E	60	59	31	20	14

维持

买入

当前价格	27.49 元
目标价格	39.60 元
目标期限	6 个月

分析师：

赵磊（执业证书编号：S0930510120025）

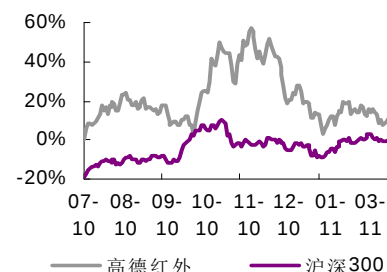
021-22169176

zhaol@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	300
总市值(百万元)	8,247
流通比例(%)	25.00%
12 个月最高/最低（元）	40.90/24.55
近 3 月日均成交量(百万股)	1.99
主要股东	武汉市高德电气有限公司

股价表现（12 个月）



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-8.60	-17.48	0.00
绝对收益	-5.69	-11.32	0.00

相关报告：

主打产品红外热像仪的国内需求正处于高速增长阶段

..... 2010-05-11

◆红外热像仪市场前景开阔

红外热像仪的应用在军用和民用两个方面都有极大的应用价值和空间。其在军用领域的运用包括夜视侦查、武器瞄具、夜视导引、红外搜索及跟踪、卫星遥感等多个方面，在现代化战争中的作用难以估量，多年来红外热像仪在全球军用市场上年均增速也达到了两位数以上。而我国军方红外热像仪的应用还处于起步阶段，以美军伊拉克战争中人均 1.7 台红外热成像设备做参考，我国军用市场上红外热像仪的市场空间可想而知。这对高德红外来说无疑是巨大的机遇，公司既是国内红外热像仪产品的龙头厂商，而且近年来从事诸多军用红外热成像产品的研发、定型等工作。

民用方面，红外热像仪也在向国民经济各个方面逐步渗透，目前已形成预防维护、建筑检测、医疗检测、警用执法、边防海防等十多个成熟应用领域，而且还在不断扩展。预计未来几年全球范围内红外热像仪市场年均增速将达 15% 左右，而在我国这一数字有望达到 20%。

◆募项目帮助公司做大做强

尽管公司是目前国内最大的红外热像仪厂商，市场前景十分美好，但在产能、产业链、研发等方面仍面临或多或少的窘境，而 2010 年完成的募投项目将助力公司做大做强，迎接一个更为美好的未来。

相比于公司较为强大的海内外营销渠道，其产能的局促从 09、10 年海外订单的完成情况就可见一斑，红外热像仪扩产项目将带来产能的大幅扩张，2012 年下半年起产能相比现在将翻一倍以上，有效解决产能瓶颈，使公司能够充分受益于未来几年红外热像仪行业尤其是国内市场的大幅增长。

研发方面，公司的研发费用逐年提升，2010 年研发费用占收入比重达到 6.89%，这也帮助公司满足多系列产品特殊定制化需求。另外，公司“拟在合适时机实现红外焦平面探测器的自主供应和国内供给”，一旦实现技术突破，将打破美、法两国的垄断地位，实现全产业链的自给。

产业链方面，公司通过募集资金项目建设红外光学镜片生产线，将这一原本原本外协委托的环节内移，这样公司不但可以保证红外光学镜片的供给，更将实现最大化的产品价值。

◆2011 年有望实现业绩爆发，维持“买入”评级

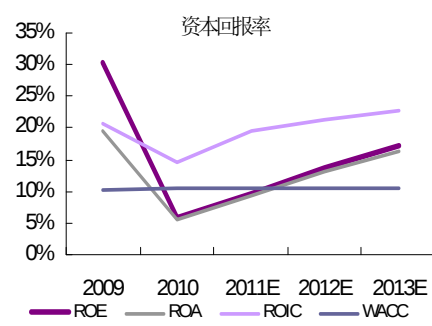
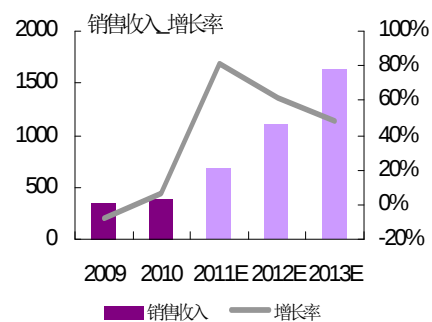
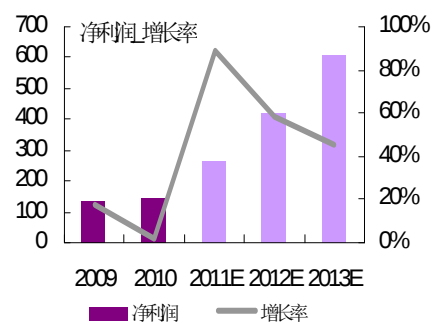
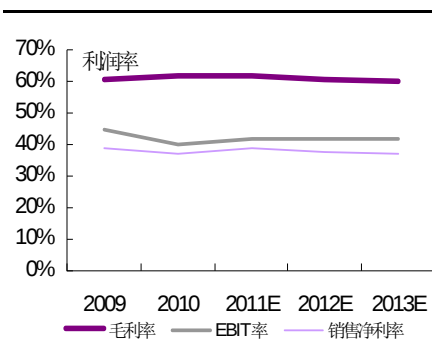
在 2010 年业绩明显偏低的情况下，我们预计公司来自海外订单的收入将在 11 年得到确认，同时公司在研产品将加快定型，此二者因素将使得业绩在 11 年集中释放。

预计 2011 年~2013 年营收 6.85、11.04 和 16.41 亿元，EPS 分别为 0.88、1.39 和 2.03 元。当前股价对应 PE 31、20 和 14 倍，考虑到行业的成长性及公司所处的竞争地位，给予 2011 年 45 倍 PE，目标价 39.60 元。

◆风险提示

在研产品定型周期拉长；
太立科技率先研制出焦平面探测器；
公司军品订单的可预见性差。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	354	377	685	1,104	1,641
营业成本	139	145	263	438	661
折旧和摊销	4	5	9	11	14
营业税费	3	5	9	14	20
销售费用	14	13	29	49	72
管理费用	38	47	82	131	190
财务费用	8	-7	-18	-16	-13
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	150	157	303	479	698
利润总额	160	163	309	489	710
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	137.80	140.03	264.34	418.17	607.62

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	705	2,510	2,808	3,193	3,737
流动资产	626	2,401	2,662	3,009	3,518
货币资金	85	1,641	1,603	1,408	1,299
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	235	427	559	861	1,313
应收票据	5	8	14	22	33
其他应收款	7	10	17	27	37
存货	233	243	369	529	614
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	49	58	95	131	164
无形资产	27	26	25	24	22
总负债	252	61	94	140	203
无息负债	37	61	94	140	203
有息负债	215	0	0	0	0
股东权益	453	2,449	2,713	3,052	3,534
股本	225	300	300	300	300
公积金	32	1,827	1,853	1,895	1,937
未分配利润	196	322	560	857	1,297
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	15	-38	-7	-81	54
净利润	138	140	264	418	608
折旧摊销	4	5	9	11	14
净营运资金增加	126	199	328	579	662
其他	-254	-382	-608	-1,090	-1,230
投资活动产生现金流	-11	-43	-50	-50	-50
净资本支出	11	43	50	50	50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-23	-86	-100	-100	-100
融资活动现金流	30	1,637	18	-63	-112
股本变化	0	75	0	0	0
债务净变化	70	-215	0	0	0
无息负债变化	-5	24	33	46	63
净现金流	38	1,556	-39	-195	-108

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-8.12%	6.66%	81.42%	61.18%	48.72%
净利润增长率	17.33%	1.62%	88.77%	58.19%	45.31%
EBITDA 增长率	10.84%	-4.05%	89.05%	61.34%	47.24%
EBIT 增长率	9.61%	-4.47%	89.44%	62.29%	47.82%
估值指标					
PE	60	59	31	20	14
PB	18	3	3	3	2
EV/EBITDA	39	43	23	15	10
EV/EBIT	41	44	24	15	11
EV/NOPLAT	47	52	28	18	12
EV/Sales	18	18	10	6	4
EV/IC	10	8	5	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	60.75%	61.54%	61.65%	60.31%	59.75%
EBITDA 率	45.80%	41.20%	42.93%	42.97%	42.55%
EBIT 率	44.54%	39.89%	41.66%	41.94%	41.69%
税前净利润率	45.35%	43.18%	45.10%	44.27%	43.25%
税后净利润率 (归属母公司)	38.95%	37.11%	38.61%	37.89%	37.02%
ROA	19.55%	5.58%	9.41%	13.10%	16.26%
ROE (归属母公司) (摊薄)	30.41%	5.72%	9.74%	13.70%	17.19%
经营性 ROIC	20.71%	14.65%	19.57%	21.25%	22.85%
偿债能力					
流动比率	2.89	39.19	28.18	21.42	17.31
速动比率	181.42%	3523.40%	2427.11%	1764.82%	1428.37%
归属母公司权益/有息债务	2.11	-	-	-	-
有形资产/有息债务	3.14	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.46	0.47	0.88	1.39	2.03
每股红利	0.00	0.00	0.26	0.42	0.61
每股经营现金流	0.05	-0.13	-0.02	-0.27	0.18
每股自由现金流(FCFF)	0.02	-0.30	-0.36	-0.71	-0.33
每股净资产	1.51	8.16	9.04	10.17	11.78
每股销售收入	1.18	1.26	2.28	3.68	5.47

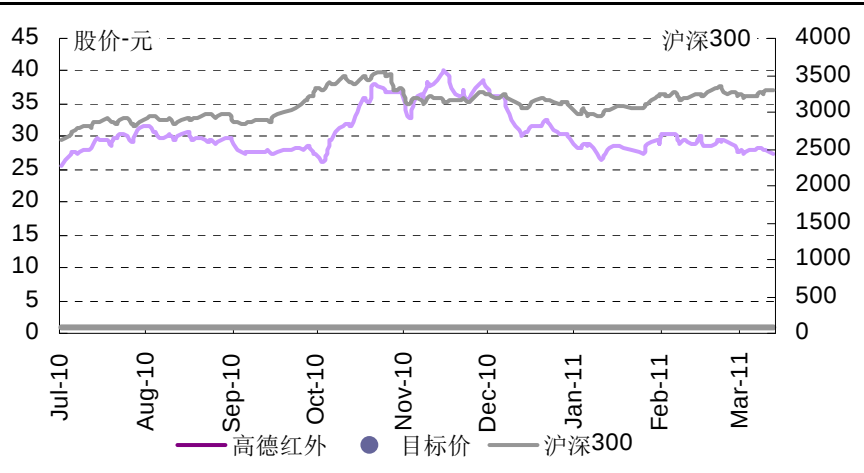
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

高德红外（002414）



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2010-05-11	25.47	25.49	无评级
2010-09-20	25.47	25.49	增持
2010-12-16	25.47	56.00	买入
2011-03-01	25.47	56.00	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。