

高德红外 (002414)

增持/维持评级

股价：RMB24.4

分析师

卢山

SAC 执业证书编号:S1000511060001

82125092

lushan@mail.htlhsc.com.cn

联系人

李欣

(0755)8212 5064

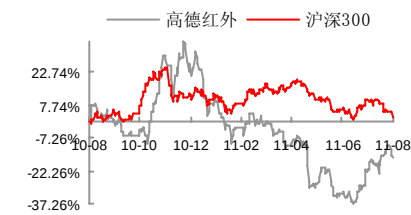
lixinsz@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

《红外热像仪行业的领跑者》

|                |       |
|----------------|-------|
| 基础数据           |       |
| 总股本 (百万股)      | 300   |
| 流通 A 股 (百万股)   | 300   |
| 流通 B 股 (百万股)   | 0     |
| 可转债 (百万元)      |       |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 7,320 |

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

## 上半年业绩下滑不改长期增长趋势

- 中报显示,公司上半年收入、归属于上市公司股东净利润分别为 1.08 亿元、5042 万元,同比增长-42.0%、-27.4%,业绩出现较明显的下滑。
- 我们认为,红外行业的需求增长呈现出平稳增长与脉冲式增长叠加的趋势,尤其是考虑到公司在大型光电系统方面的较强竞争优势,我们推测该类产品在 公司营收中应占较大比重,因此公司收入的不连续性与波动性更为明显。我们认为,上半年收入减少不代表行业或公司的基本面趋势向下。
- 我们看好红外行业以及公司的长期发展。红外热成像仪在军事信息化、现代化的进程中扮演重要的角色,尤其是目前“非对称”战争背景下,夜战能力对作战效能至关重要,我军红外装备的普及程度与外军相比,尚有很大的提升空间。民用领域,除了已经广为应用的消防、电力监测等行业,安防、工业控制等领域的应用也处在规模应用的前期,发展潜力巨大。
- 公司具有很高的行业壁垒。技术方面,公司具有复杂综合光电平台的开发能力,并持续进行高强度的研发投入,本期研发费用同比亦有大幅增长;政府采购红外系统具有延续性,红外系统与整机系统通过电学、机械等特制接口连接,一旦定型后,出于整机维护可靠性的考虑,一般后续更换供应商的概率较小。2010、2011 年上半年,公司的毛利率分别为 64.8%、62.0%,净利率分别为 43.2%、53.5%,均稳定在较高水平上,这也证明了公司具有较高的行业壁垒。
- 红外探测的独特优势在于,能够全天候的对物体进行观测与跟踪,而且不依赖于导线等信号传递途径,因此,我们认为其在铁路、公路等交通安全监测领域有广阔的潜在应用空间。
- 我们预测,公司 2011-2013 年收入分别为 3.86 亿、5.73 亿、8.67 亿元,净利润分别为 1.8 亿、2.5 亿、3.4 亿元,当前股本摊薄 EPS 为 0.61 元、0.84 元、1.14 元,对应 PE 为 39.3 倍、28.7 倍、21.0 倍,维持增持评级。
- 风险提示。焦平面探测器等原材料价格上涨,订单出现较大波动,新产品研发和市场化进度低于预期。

| 经营预测与估值       | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 377.4 | 386.0 | 573.0 | 867.0 |
| (+/-%)        | 6.7   | 2.3   | 48.4  | 51.3  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 140.0 | 183.0 | 251.0 | 342.2 |
| (+/-%)        | 1.6   | 30.7  | 37.2  | 36.3  |
| EPS(元)        | 0.47  | 0.61  | 0.84  | 1.14  |
| P/E(倍)        | 52.3  | 39.3  | 28.7  | 21.0  |

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

**盈利预测**

| 资产负债表         |      |       |       |       | 利润表             |             |              |              |              |
|---------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元       |      |       |       |       | 单位: 百万元         |             |              |              |              |
| 会计年度          | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 会计年度            | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| <b>流动资产</b>   | 2401 | 2455  | 2614  | 3962  | <b>营业收入</b>     | 377         | 386          | 573          | 867          |
| 现金            | 1641 | 1818  | 1613  | 2425  | 营业成本            | 145         | 142          | 217          | 335          |
| 应收账款          | 427  | 339   | 534   | 823   | 营业税金及附加         | 5           | 4            | 6            | 9            |
| 其他应收款         | 10   | 8     | 13    | 20    | 营业费用            | 13          | 15           | 21           | 32           |
| 预付账款          | 58   | 50    | 83    | 126   | 管理费用            | 47          | 42           | 60           | 89           |
| 存货            | 243  | 226   | 353   | 545   | 财务费用            | -7          | -35          | -28          | -5           |
| 其他流动资产        | 0    | 13    | 18    | 24    | 资产减值损失          | 17          | 11           | 12           | 12           |
| <b>非流动资产</b>  | 109  | 224   | 323   | 416   | 公允价值变动收         | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资          | 0    | 0     | 0     | 0     | 投资净收益           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产          | 58   | 179   | 281   | 376   | <b>营业利润</b>     | 157         | 207          | 286          | 394          |
| 无形资产          | 26   | 29    | 29    | 30    | 营业外收入           | 0           | 7            | 7            | 7            |
| 其他非流动资产       | 0    | 17    | 13    | 10    | 营业外支出           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>   | 2510 | 2679  | 2937  | 4378  | <b>利润总额</b>     | 163         | 213          | 293          | 400          |
| <b>流动负债</b>   | 61   | 53    | 69    | 1180  | 所得税             | 23          | 30           | 42           | 58           |
| 短期借款          | 0    | 2     | 2     | 1090  | 净利润             | 140         | 183          | 251          | 342          |
| 应付账款          | 25   | 23    | 35    | 54    | 少数股东损益          | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动负债        | 0    | 28    | 31    | 36    | 归属母公司净利         | 140         | 183          | 251          | 342          |
| <b>非流动负债</b>  | 0    | -6    | -15   | -27   | EBITDA          | 151         | 178          | 270          | 407          |
| 长期借款          | 0    | -6    | -15   | -27   | EPS (元)         | 0.47        | 0.61         | 0.84         | 1.14         |
| 其他非流动负        | 0    | 0     | 0     | 0     |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>   | 61   | 47    | 54    | 1153  | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益        | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>会计年度</b>     | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 股本            | 300  | 300   | 300   | 300   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积          | 1787 | 1787  | 1787  | 1787  | 营业收入            | 6.7%        | 2.3%         | 48.4%        | 51.3%        |
| 留存收益          | 362  | 545   | 795   | 1138  | 营业利润            | 4.9%        | 31.4%        | 38.4%        | 37.7%        |
| 归属母公司股        | 2449 | 2632  | 2883  | 3225  | 归属母公司净利         | 1.6%        | 30.7%        | 37.2%        | 36.4%        |
| <b>负债和股东权</b> | 2510 | 2679  | 2937  | 4378  | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|               |      |       |       |       | 毛利率(%)          | 61.5%       | 63.1%        | 62.2%        | 61.3%        |
|               |      |       |       |       | 净利率(%)          | 37.1%       | 47.4%        | 43.8%        | 39.5%        |
|               |      |       |       |       | ROE(%)          | 5.7%        | 7.0%         | 8.7%         | 10.6%        |
|               |      |       |       |       | ROIC(%)         | 5.2%        | 18.4%        | 17.7%        | 17.9%        |
|               |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|               |      |       |       |       | 资产负债率(%)        | 2.4%        | 1.8%         | 1.8%         | 26.3%        |
|               |      |       |       |       | 净负债比率(%)        | 00.00       | -8.15%       | -23.25       | 92.21        |
|               |      |       |       |       | 流动比率            | 39.19       | 46.42        | 38.05        | 3.36         |
|               |      |       |       |       | 速动比率            | 35.23       | 42.14        | 32.91        | 2.90         |
|               |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|               |      |       |       |       | 总资产周转率          | 0.23        | 0.15         | 0.20         | 0.24         |
|               |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 1           | 1            | 1            | 1            |
|               |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 6.36        | 5.87         | 7.39         | 7.50         |
|               |      |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
|               |      |       |       |       | 每股收益(最新)        | 0.47        | 0.61         | 0.84         | 1.14         |
|               |      |       |       |       | 每股经营现金流         | -0.13       | 0.87         | -0.37        | -0.52        |
|               |      |       |       |       | 每股净资产(最)        | 8.16        | 8.77         | 9.61         | 10.75        |
|               |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|               |      |       |       |       | P/E             | 52.27       | 39.30        | 28.70        | 21.00        |
|               |      |       |       |       | P/B             | 2.99        | 2.73         | 2.50         | 2.23         |
|               |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 49          | 31           | 21           | 14           |

数据来源: 华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

**股票评级**

买入 股价超越基准 20%以上  
增持 股价超越基准 10%-20%  
中性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减持 股价弱于基准 10%-20%  
卖出 股价弱于基准 20%以上

**行业评级**

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

**深圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**免责声明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐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。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。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以往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, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告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, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合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, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。