

订单波动导致短期业绩低于预期，中长期确定性大

公司研究简报

◆事件:

公司发布业绩快报，11 年收入 3.07 亿元，下降 18.72%，净利润 1.03 亿元，下降 26.27%，接近公司此前-30-0%的预测下限；对应 EPS 0.34 元，低于预期。

◆军工订单波动仍是主要原因，12 年可望加速定型

公司作为军工电子企业，受经济周期影响没有行业内其他公司那么显著，11 年业绩低于预期的主要原因仍然是军工订单的波动。

公司已不仅仅是军工产品的供应商，更是承担着红外成像、红外制导等领域“军队信息化”的研发使命。公司不少产品已经过长时间的研发，正逐步定型，每有一款产品定型，都可能为公司带来较大的业绩弹性。

2011 年公司定型进度低于预期，而且部分产品被要求改型，使得订单出现波动。但展望 2012 年，公司定型进度可望加速，2011 年 12 月公司公告某型号系统获空军装备部认可，亦成为该系统首次定型，公司的研发能力再次得到体现，2012 年更多的在研产品有望进入收获期。而且一旦获得定型，贡献的将不只是一年的业绩。

◆海外订单延后，有望 12 年上半年确定

海外业务方面，目标国家出现经费紧张导致下半年部分海外订单出现延后，直接影响到四季度的业绩确认，而这部分订单很可能在 2012 年上半年得到体现，届时有望成为市场重拾信心的催化剂。

◆红外产品前景光明，中长期业绩确定性大

我们一直认为对高德红外来说，应该注重中长期价值，而应该淡化短期的波动：高德短期业绩波动很大，主要是因为季节性（二、四季度集中确认）、订单驱动（包括国内军工和海外的大单）以及军工产品的不确定、不透明。

就中长期来说，高德将大幅受益于我国的军队信息化进程，红外产品在飞机、舰艇、二炮、单兵等多领域的用途将日益凸显，进而为公司带来中长期来说确定性的订单。另一方面，红外产品在民用领域的前景其实也相当广阔，一旦公司在军工产品上取得突破，公司随时可以腾出手来加大民用市场的开拓。

预计 12、13 年 EPS 0.69、1.00 元，维持买入评级，12 个月目标价 20.67 元。

◆风险提示

军工产品定型低于预期，海外订单继续延后。

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	307	581	835
营业收入增长率	-8.12%	6.66%	-18.72%	89.52%	43.67%
净利润（百万元）	138	140	103	207	300
净利润增长率	17.33%	1.62%	-26.27%	100.22%	45.13%
EPS（元）	0.46	0.47	0.34	0.69	1.00
P/E	38	37	51	25	18

敬请参阅最后一页特别声明

- 1 -

证券研究报告

买入（维持）

当前价/目标价：17.50/20.67 元

目标期限：12 个月

分析师

周励谦（执业证书编号：S0930510120024）

联系人

蒯剑

021-22169311

kuaijian@ebsecn.com

胡誉镜

021-22169328

huyj@ebsecn.com

市场数据

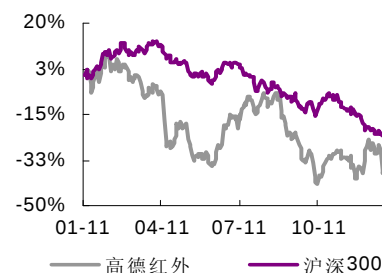
总股本(亿股)：3.00

总市值(亿元)：52.50

一年最低/最高(元)：15.60/30.56

近 3 月换手率：57.28%

股价表现(一年)



收益表现

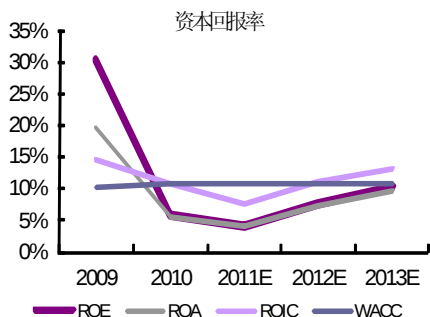
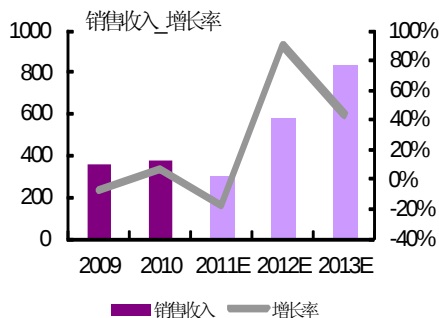
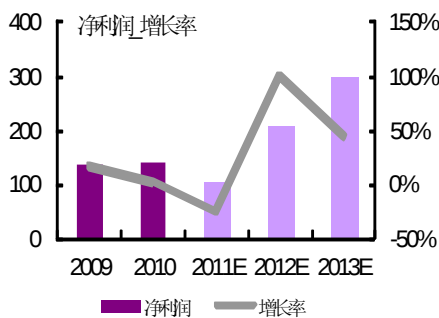
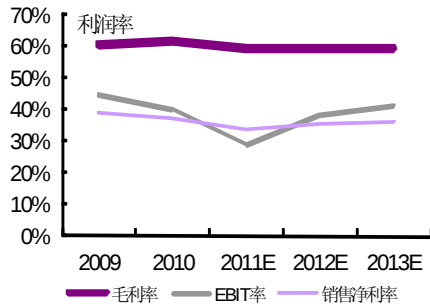
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-14.62	-0.82	-18.39
绝对	-13.28	-10.00	-36.95

相关研报

短期波动仍在延续，中长期前景依旧看好

..... 2011-08-08

非相关证券分析 重新审视公司价值



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	354	377	307	581	835
营业成本	139	145	124	237	341
折旧和摊销	4	5	11	18	23
营业税费	3	5	4	7	
销售费用	14	13	21	29	29
管理费用	38	47	60	81	104
财务费用	8	-7	-30	-16	1
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	119	237	343
利润总额	160	163	121	242	351
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	137.80	140.03	103.24	206.71	299.99

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013
总资产	705	2,510	2,596	2,803	3,071
流动资产	626	2,401	2,353	2,478	2,668
货币资金	85	1,641	1,867	1,625	1,533
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	235	427	250	454	668
应收票据	5	8	6	12	17
其他应收款	7	10	8	14	19
存货	233	243	175	286	317
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	173	246	315
无形资产	27	26	25	24	22
总负债	252	61	44	75	105
无息负债	37	61	44	75	105
有息负债	215	0	0	0	0
股东权益	453	2,449	2,552	2,728	2,966
股本	225	300	300	300	300
公积金	32	1,827	1,837	1,858	1,888
未分配利润	196	322	415	570	778
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	345	-127	71
净利润	138	140	103	207	300
折旧摊销	4	5	11	18	23
净营运资金增加	101	218	-327	609	507
其他	-229	-401	558	-960	-758
投资活动产生现金流	-11	-43	-150	-100	-100
净资本支出	11	43	150	100	100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-23	-86	-00	-200	-200
融资活动现金流	30	1,637	30	-15	-63
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	-17	31	29
净现金流	38	1,556	225	-241	-92

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%	-18.72%	89.52%	43.67%
净利润增长率	17.33%	1.62%	-26.27%	100.22%	45.13%
EBITDA 增长率	10.84%	-4.05%	-35.43%	137.41%	54.22%
EBIT 增长率	9.61%	-4.47%	-40.72%	147.44%	56.11%
估值指标					
PE	38	37	51	25	18
PB	12	2	2	2	2
EV/EBITDA	27	26	37	18	12
EV/EBIT	28	26	41	19	13
EV/NOPLAT	33	31	48	22	15
EV/Sales	12	11	12	7	5
EV/IC	5	3	4	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	60.75%	61.54%	59.50%	59.30%	59.20%
EBITDA 率	45.80%	41.20%	32.73%	41.00%	44.01%
EBIT 率	44.54%	39.89%	29.10%	37.99%	41.28%
税前净利润率	45.35%	43.18%	39.37%	41.59%	42.01%
税后净利润率 (归属母公	38.95%	37.11%	33.66%	35.56%	35.92%
ROA	19.55%	5.58%	3.98%	7.37%	9.77%
ROE (归属母公司) (摊	30.41%	5.72%	4.05%	7.58%	10.11%
经营性 ROIC	14.45%	10.92%	7.69%	11.21%	13.00%
偿债能力					
流动比率	2.89	39.19	53.38	32.86	25.49
速动比率	1.81	35.23	49.42	29.07	22.46
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					
EPS	0.46	0.47	0.34	0.69	1.00
每股红利	0.00	0.00	0.10	0.21	0.30
每股经营现金流	0.05	-0.13	1.15	-0.42	0.24
每股自由现金流(FCFF)	0.10	-0.37	0.91	-1.66	-0.94
每股净资产	1.51	8.16	8.51	9.09	9.89
每股销售收入	1.18	1.26	1.02	1.94	2.78

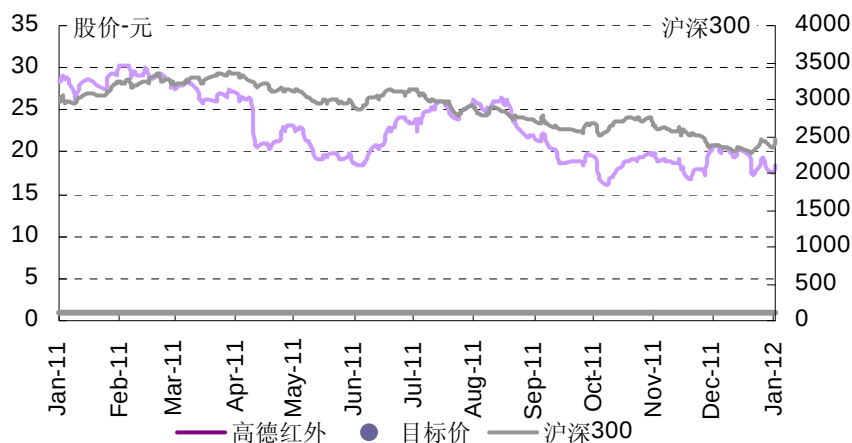
资料来源：光大证券、上市公司

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）



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
2011-03-29	27.49	39.60	买入
2011-05-09	20.96	29.70	买入
2011-08-09	23.98	29.70	买入

资料来源：光大证券研究所

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。

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。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。

本证券研究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，仅供本公司的客户使用。

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。

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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	罗德锦	0755-83024064	13609618940	luodj@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com