

2020年03月31日

海特高新 (002829.SZ)

公司快报

证券研究报告

其他运输设备

投资评级 买入-B

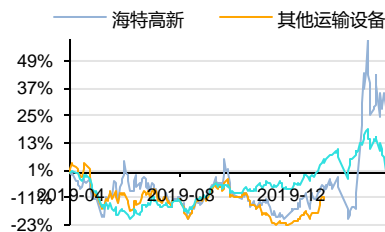
维持评级

6个月目标价: 20元
股价 (2020-03-30) 14.14元

交易数据

总市值 (百万元)	10,701.02
流通市值 (百万元)	9,322.23
总股本 (百万股)	756.79
流通股本 (百万股)	659.28
12个月价格区间	10.56/21.00元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.56	23.09	9.37
绝对收益	-15.13	20.75	9.95

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517040002
fengfz@essence.com.cn

张傲

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517120004
zhangao@essence.com.cn

相关报告

- 海特高新: 深度布局 GaAs 及 GaN, 持续关注客户拓展和订单落地/冯福章 2020-02-26
- 海特高新: 军工半导体系列二: 海特高新 高端装备制造和微电子业务反转, 全面进入上升通道/冯福章 2020-02-15

营收净利同步提升, 半导体与高端装备制造业务不断突破

■事件: 公司发布 2019 年度报告, 实现营业收入 (8.08 亿元, +56.68%), 归母净利润 (0.76 亿元, +19.14%)

■高端装备制造业务拓展顺利, 公司有望长期受益

2019 年公司高端装备研发与制造业务受益于产品逐步实现批量列装, 实现收入 (0.88 亿元, +45.33%), 毛利率 49.55%, 同比提升 9.36pct, 预计主要因军品业务逐渐上量所致, 后续军品订单有望逐渐增多, 或仍有上升空间。

多项产品进入批量生产阶段, 2020 年规划产值、利润预计大幅增长。

当前公司完全自主产权 ECU 系统已有 4 型产品列装客户, 产品性能突出可靠; 某型直升机电动救援绞车产品已通过定型并批量列装客户, 将广泛应用多型号运输直升机, 填补了国内空白, 根据我们此前直升机报告, 仅以直-20 为例, 伴随我军陆航部队的扩编, 预计未来 3 年军用直升机缺口将至少有 500 架; 多型号直升机氧气系统已列装客户, 技术达到国际先进、国内领先水平; 重点型号发动机维修将进入批量维修阶段, 国产化自主保障项目获得重大进展, 完成特殊维修市场突破, 且具备较大市场空间。伴随新型号装备逐步列装, 上述产品当前已进入批量生产阶段, 公司有望长期受益。此外根据年报, 公司 2020 年将承担重点型号发动机科研任务, 对公司发展与转型均具有重要意义, 同时公司将进一步对产线及工艺流程进行再造以提高生产效率, 满足重点型号装备的迫切需求, 根据投资者关系记录及年报, 2019 发动机和 APU 维修能力增长较快, 年装备维修量已达历史峰值, 2020 年规划产值、利润预计将同比大幅增长。

■以军为主, 以民为辅, 三代半导体业务进展顺利

公司半导体业务主要由子公司海威华芯承担, 2019 年海威华芯受益于市场拓展情况良好, 实现收入 (0.89 亿元, +263.55%), 毛利率 49.50%, 同比提升 14.60pct, 或因公司产品良率逐步提升所致, 预计仍有一定上升空间。公司当前虽仍处于亏损状态, 但预计伴随公司军品民品业务逐步完成市场开拓, 有望实现扭亏为盈并成为公司业绩重要支撑, 根据投资者关系记录, 公司 2020 年 1 月份仅军品订单就已达到全年指定任务的 20%, 预计全年业绩将继续保持高增长。

2019 年公司完成了重点工艺产品化及市场化转变，军民品实现同步发展。军品方面，已实现纵向及横向突破，横向看，公司已拓展一百多个重要客户，其中包括航空航天、通信等领域的核心客户；纵向看，公司 2019 年取得 18 个军品定向项目，排名靠前，且预计将在未来半年到两年周期内完成科研任务并全部转化成量产，成为科装部门定型项目。此外根据投资者关系记录，公司已为卫星领域航天相关单位核心供应商，在芯片端公司已和相关单位签署相关合同，包括代工以及直接供应芯片两种模式，将助力射频芯片的自主可控及国产替代进程。2019 年公司半导体业务军品占比过半，对公司产品技术能力奠定强有力基础，为公司拓展民品领域打下坚实基础。民品方面，公司在 5G 宏基站射频氮化镓产品已通过可靠性验证，5G 芯片生产能力达到 foundry 级验证标准，具备晶圆量产代工能力；成功开发硅基氮化镓技术并实现小规模量产，良品率已达国内一流水平，在电力电子领域海威华芯是国内少数能批量供货的公司之一，且硅基氮化镓是新产品，利润率较大。根据年报，公司“6 吋第二代/第三代半导体集成电路生产线项目”目前已经完成建设并正式通过验收，公司产能有望得到进一步提升，2020 年公司将进一步加大在滤波器及 SiC MOSFET 产品方向的研发并扩大已量产产品产能，把握宏基站及微基站的建设机遇，预计伴随公司产能利用率与投片率提升以及应用市场逐渐扩大，未来半导体业务有望保持持续增长。

■亚太龙头三方培训中心，客改货业务或将是未来业绩新增长极

公司新增沈阳基地，培训中心数量达到 4 个，并与 30 多个航司保持稳定业务关系，处于亚太地区第三方培训领域龙头地位。此外根据投资者关系记录，安胜公司已交付 A320NEO、波音 737NG 模拟器，并正在完成 737MAX 研发，预计将于 2020 年 5-6 月交付，根据年报及公告，公司是国内唯一具备同时为波音及空客制造 D 级模拟机的企业，同时正积极进入国产大飞机模拟机研制领域，并中标上海飞机设计研究院 ARJ21 系列飞机在回路飞行仿真试验平台视景系统项目，中标金额 930 万元，完成了在国产飞机制造相关试验、测试等领域的突破。飞机大修方面，公司 2019 年完成 110 架次大修及交付，18 架次喷漆业务，因国家对环保要求较高，公司产能具备一定稀缺性。在飞机客改货方面，根据年报，目前是全球唯一拥有 B737-700 客改货改装方案的服务商，并计划 2020 年中期取得波音 737-800 客改货 STC 的 FAA 认证开展客改货业务，当前全球波音 737 共有 6000 架，预计未来 10 年将有 1500 架的客改货需求，客改货业务有望成为未来业绩重要增长点，公司将积极准备迎接未来大增长周期。

■投资建议：公司业务反转进入全面上升通道，不仅高端装备制造业跟随型号列装上量节奏快，而且微电子业务经过多年投入布局，在国产替代化、5G 即将进入大规模商用背景下，产能利用率不断提升，

将成为公司未来的重要业绩增长点。我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 1.55、2.66、3.51 亿元，对应估值分别为 69、40、31 倍，维持“买入-B”评级。

■风险提示：高端装备制造业务订单不及预期；微电子板块拓展不及预期；航空培训及客改货业务拓展不及预期

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	515.6	807.9	1,125.5	1,590.0	2,211.6
净利润	64.0	76.3	155.0	266.3	351.3
每股收益(元)	0.08	0.10	0.20	0.35	0.46
每股净资产(元)	4.59	4.71	5.30	5.56	5.94
盈利和估值					
市盈率(倍)	167.1	140.2	69.0	40.2	30.5
市净率(倍)	3.1	3.0	2.7	2.5	2.4
净利润率	12.4%	9.4%	13.8%	16.7%	15.9%
净资产收益率	1.8%	2.1%	3.9%	6.3%	7.8%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	2.7%	3.5%	7.9%	7.3%	13.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	515.6	807.9	1,125.5	1,590.0	2,211.6	成长性					
减:营业成本	297.9	469.8	642.2	952.9	1,334.0	营业收入增长率	21.0%	56.7%	39.3%	41.3%	39.1%
营业税费	13.6	19.4	30.9	41.3	57.1	营业利润增长率	259.3%	85.1%	67.8%	90.2%	31.9%
销售费用	19.5	20.3	33.8	49.2	63.4	净利润增长率	86.4%	19.1%	103.1%	71.8%	31.9%
管理费用	173.4	186.2	270.1	389.6	530.8	EBITDA 增长率	46.3%	98.6%	22.5%	24.2%	13.1%
财务费用	69.8	112.9	-	-	-	EBIT 增长率	160.9%	176.4%	-37.9%	90.2%	31.9%
资产减值损失	19.3	-7.8	10.4	7.3	3.3	NOPLAT 增长率	133.6%	31.3%	-31.5%	87.7%	31.9%
加:公允价值变动收益	-	53.6	-76.9	29.5	39.3	投资资本增长率	0.0%	-69.7%	104.7%	-26.9%	49.2%
投资和汇兑收益	80.2	25.7	62.4	56.1	48.1	净资产增长率	-0.8%	1.8%	9.6%	2.5%	4.0%
营业利润	39.8	73.7	123.7	235.3	310.4	利润率					
加:营业外净收支	6.3	-0.9	5.4	3.6	2.7	毛利率	42.2%	41.9%	42.9%	40.1%	39.7%
利润总额	46.1	72.8	129.2	239.0	313.1	营业利润率	7.7%	9.1%	11.0%	14.8%	14.0%
减:所得税	2.1	19.2	31.0	59.7	78.3	净利润率	12.4%	9.4%	13.8%	16.7%	15.0%
净利润	64.0	76.3	155.0	266.3	351.3	EBITDA/营业收入	36.8%	46.7%	41.0%	36.1%	29.3%
						EBIT/营业收入	14.0%	24.7%	11.0%	14.8%	14.0%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	1,626	520	-51	-108	-129
货币资金	682.9	453.9	899.5	890.4	1,238.5	流动营业资本周转天数	576	295	426	442	391
交易性金融资产	-	265.3	88.4	117.9	157.2	流动资产周转天数	1,373	805	941	882	785
应收账款	610.2	608.5	1,881.2	1,349.4	2,891.3	应收帐款周转天数	427	272	398	366	345
应收票据	11.8	11.1	12.6	27.3	27.7	存货周转天数	236	154	211	237	205
预付帐款	17.2	13.8	93.6	45.6	123.0	总资产周转天数	4,343	2,956	2,217	1,491	1,235
存货	337.3	353.8	966.4	1,124.7	1,395.1	投资资本周转天数	2,733	1,136	577	475	360
其他流动资产	171.8	77.6	156.4	135.3	123.1	投资回报率					
可供出售金融资产	408.9	-	308.6	239.2	182.6	ROE	1.8%	2.1%	3.9%	6.3%	7.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.7%	0.8%	1.4%	2.8%	2.7%
长期股权投资	59.6	42.5	42.5	42.5	42.5	ROIC	2.7%	3.5%	7.9%	7.3%	13.1%
投资性房地产	307.8	299.9	299.9	299.9	299.9	费用率					
固定资产	2,335.4	-	-317.0	-634.0	-951.0	销售费用率	3.8%	2.5%	3.0%	3.1%	2.9%
在建工程	272.9	-	-	-	-	管理费用率	33.6%	23.0%	24.0%	24.5%	24.0%
无形资产	652.9	815.7	794.5	773.3	752.2	财务费用率	13.5%	14.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	324.5	4,130.1	1,563.2	1,969.4	2,516.4	三费/营业收入	50.9%	39.5%	27.0%	27.6%	26.9%
资产总额	6,193.3	7,072.0	6,789.8	6,380.9	8,798.5	偿债能力					
短期债务	23.4	203.3	-	35.8	177.0	资产负债率	36.5%	43.4%	35.4%	29.5%	46.9%
应付帐款	308.1	233.3	866.7	689.2	1,311.0	负债权益比	57.4%	76.7%	54.8%	41.9%	88.2%
应付票据	4.0	32.7	9.8	29.0	37.4	流动比率	1.54	1.74	2.73	2.53	2.74
其他流动负债	855.9	558.0	626.5	704.3	648.1	速动比率	1.25	1.39	2.08	1.76	2.10
长期借款	785.2	1,709.1	592.7	118.4	1,634.2	利息保障倍数	1.03	1.77			
其他非流动负债	282.9	332.6	307.0	307.5	315.7	分红指标					
负债总额	2,259.5	3,068.9	2,402.7	1,884.1	4,123.4	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	458.6	436.5	379.6	292.6	176.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	756.8	756.8	756.8	756.8	756.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	2,557.9	2,787.0	3,250.6	3,447.5	3,742.2						
股东权益	3,933.8	4,003.1	4,387.1	4,496.9	4,675.1						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.08	0.10	0.20	0.35	0.46
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	BVPS(元)	4.59	4.71	5.30	5.56	5.94
净利润	44.0	53.6	155.0	266.3	351.3	PE(X)	167.1	140.2	69.0	40.2	30.5
加:折旧和摊销	138.1	198.2	338.1	338.1	338.1	PB(X)	3.1	3.0	2.7	2.5	2.4
资产减值准备	19.3	21.8	-	-	-	P/FCF	492.3	3.1	-4.8	20.8	10.2
公允价值变动损失	-	-53.6	-76.9	29.5	39.3	P/S	20.8	13.2	9.5	6.7	4.8
财务费用	75.9	112.6	-	-	-	EV/EBITDA	43.6	17.9	19.7	14.4	13.6
投资损失	-80.2	-25.7	-62.4	-56.1	-48.1	CAGR(%)	59.7%	63.6%	74.4%	59.7%	63.6%
少数股东损益	-20.0	-22.7	-56.8	-87.1	-116.5	PEG	2.8	2.2	0.9	0.7	0.5
营运资金的变动	92.7	-3,504.4	988.3	-92.1	-1,757.9	ROIC/WACC	0.3	0.4	0.8	0.8	1.4
经营活动产生现金流量	206.7	309.9	1,285.3	398.7	-1,193.8	REP	7.5	15.4	4.5	6.1	2.4
投资活动产生现金流量	-243.2	-1,121.7	7.6	66.6	26.0						
融资活动产生现金流量	40.2	578.7	-847.3	-474.3	1,515.8						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

冯福章、张傲声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzhi1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034