

2020年02月26日

海特高新 (002023.SZ)

深度布局 GaAs 及 GaN，持续关注客户拓展和订单落地

■深度布局三代化合物半导体领域，预计2020年经营情况将有本质好转

子公司海威华芯是国内 GaN 芯片专利技术的第一梯队。公司产线设计一定程度满足股东中电科 29 所更高性能的指标要求，工艺设定直指先进技术，目前公司已完成多项工艺路线的技术开发，射频、光电、电力电子等属于公司重点拓展领域。根据年报显示，当前公司已达到折旧巅峰，随着客户导入、产品定型以及批量生产的节奏，预计2020年产能利用率将进一步提升，经营状况将有本质好转。

■以军带民，军民共进，2019年实现亿级订单，未来成长可期

GaN 技术此前主要应用于军用雷达领域，是高频、大功率微波器件的首选材料，并逐步朝民品领域延伸。在专用领域，公司作为晶元制造厂商，产品主要用在无线电领域，并已在航空等平台取得重大突破，根据投资者关系记录，公司已取得 18 个产品的定向项目，预计将在 2 年内全部实现量产，并成为装备部门定型项目，根据投资者关系记录，公司在 2020 年 1 月科装产品就已经拿到全年指定任务 20% 的订单。此外，根据公告显示，公司已与卫星领域相关单位签署合同，提供射频芯片以及代工服务，伴随卫星互联网建设不断推进，未来有望成为公司新增长极；民品业务上，公司在 5G 宏基站射频 GaN 产品上取得重大技术突破，并通过可靠性测试，具备了为基站射频产品提供代工服务的能力；在电力电子方面，硅基氮化镓功率器件芯片已实现小批量量产，是国内领先进行硅基氮化镓量产的企业；根据投资者关系记录，公司 2019 年在光电领域实现国内第一条 6 吋 VCSEL 产线。

■2020年是 GaN 的元年，持续关注下游民品应用打开

GaN 常被应用于雷达探测、通讯基站、功率器件中。2月13日小米发布了 GaN 技术 TypeC 65W 充电器，未来 GaN 电力电子器件或应用于更多品牌，根据 Yole 预测到 2023 年 GaN 功率业务可能达到约 4.23 亿美元，2017-2023 年的 CAGR 为 93%。此外，5G 基站建设将是氮化镓增速的核心驱动力之一，根据赛瑞研究预计 2018 年 GaN 射频器件市场规模不足 2 亿美元，并保持 23% 的 CAGR，预计 2023 年市场规模可达 13 亿美元。

■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务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，产

公司快报

证券研究报告

国防军工

投资评级 买入-B

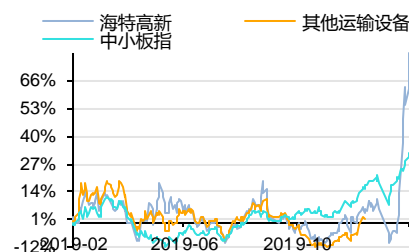
维持评级

股价 (2020-02-25) 21.00 元

交易数据

总市值 (百万元)	15,892.61
流通市值 (百万元)	13,844.89
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	57.01	69.1	50.62
绝对收益	68.95	97.93	82.29

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：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

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 2019-2021 年的净利润分别为 0.67、1.52、2.41 亿元，对应估值分别为 237、104、66 倍，维持“买入-B”评级。

■风险提示：军品订单不及预期；微电子板块市场拓展低于预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	426.1	515.6	674.4	939.6	1,383.8
净利润	34.4	64.0	67.1	152.3	241.2
每股收益(元)	0.05	0.08	0.09	0.20	0.32
每股净资产(元)	4.61	4.59	4.53	4.66	4.87
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	462.4	248.1	236.9	104.3	65.9
市净率(倍)	4.6	4.6	4.6	4.5	4.3
净利润率	8.1%	12.4%	9.9%	16.2%	17.4%
净资产收益率	1.0%	1.8%	2.0%	4.3%	6.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.2%	0.4%
ROIC	1.3%	2.7%	1.7%	2.5%	3.7%

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	426.1	515.6	674.4	939.6	1,383.8	成长性					
减:营业成本	249.5	297.9	384.1	536.1	829.3	营业收入增长率	-13.9%	21.0%	30.8%	39.3%	47.3%
营业税费	13.5	13.6	18.2	21.6	27.7	营业利润增长率	-30.7%	259.3%	-11.7%	147.3%	80.0%
销售费用	14.6	19.5	22.9	26.3	36.0	净利润增长率	-15.7%	86.4%	4.7%	127.0%	58.3%
管理费用	182.5	173.4	212.4	286.6	359.8	EBITDA 增长率	-10.4%	46.3%	1.6%	25.3%	26.3%
财务费用	42.3	69.8	38.0	35.0	29.0	EBIT 增长率	-41.7%	160.9%	1.5%	66.7%	52.2%
资产减值损失	19.6	19.3	19.5	19.5	15.0	NOPLAT 增长率	32.1%	133.6%	-38.1%	67.6%	52.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	17.7%	0.0%	10.3%	3.8%	15.4%
投资和汇兑收益	81.3	80.2	55.9	72.5	69.5	净资产增长率	-4.0%	-0.8%	-1.8%	1.1%	2.0%
营业利润	11.1	39.8	35.2	87.0	156.6	利润率					
加:营业外净收支	11.0	6.3	15.2	19.6	21.5	毛利率	41.4%	42.2%	43.1%	42.9%	40.1%
利润总额	22.0	46.1	50.4	106.6	178.1	营业利润率	2.6%	7.7%	5.2%	9.3%	11.3%
减:所得税	3.6	2.1	5.8	11.7	19.6	净利润率	8.1%	12.4%	9.9%	16.2%	17.4%
净利润	34.4	64.0	67.1	152.3	241.2	EBITDA/营业收入	30.5%	36.8%	28.6%	25.7%	22.1%
						EBIT/营业收入	6.5%	14.0%	10.9%	13.0%	13.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	1,561	1,626	1,219	834	539
						流动营业资本周转天数	734	576	557	558	520
						流动资产周转天数	1,875	1,373	1,136	1,087	1,048
						应收帐款周转天数	496	427	416	432	419
						存货周转天数	278	236	239	248	252
						总资产周转天数	5,142	4,343	3,451	2,709	2,108
						投资资本周转天数	3,059	2,733	2,198	1,687	1,257
						投资回报率					
						ROE	1.0%	1.8%	2.0%	4.3%	6.5%
						ROA	0.3%	0.7%	0.7%	1.3%	1.8%
						ROIC	1.3%	2.7%	1.7%	2.5%	3.7%
						费用率					
						销售费用率	3.4%	3.8%	3.4%	2.8%	2.6%
						管理费用率	42.8%	33.6%	31.5%	30.5%	26.0%
						财务费用率	9.9%	13.5%	5.6%	3.7%	2.1%
						三费/营业收入	56.2%	50.9%	40.5%	37.0%	30.7%
						偿债能力					
						资产负债率	36.5%	36.5%	42.7%	47.2%	54.7%
						负债权益比	57.4%	57.4%	74.5%	89.5%	120.9%
						流动比率	2.14	1.54	1.52	1.66	2.03
						速动比率	1.79	1.25	1.17	1.28	1.52
						利息保障倍数	0.65	1.03	1.93	3.49	6.40
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	0.05	0.04	0.09
						分红比率	0.0%	0.0%	61.9%	20.6%	27.5%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.2%	0.4%

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	883.6	682.9	674.4	939.6	1,383.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	614.3	610.2	947.2	1,307.2	1,916.5
应收票据	1.5	11.8	1.5	15.6	13.9
预付帐款	43.8	17.2	50.1	59.1	102.4
存货	338.1	337.3	557.9	735.9	1,202.2
其他流动资产	219.9	171.8	192.8	194.8	186.5
可供出售金融资产	516.9	408.9	493.5	473.1	458.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	38.3	59.6	59.6	59.6	59.6
投资性房地产	64.2	307.8	307.8	307.8	307.8
固定资产	2,322.6	2,335.4	2,230.4	2,125.3	2,020.2
在建工程	419.1	272.9	272.9	272.9	272.9
无形资产	448.9	652.9	638.3	623.7	609.1
其他非流动资产	335.1	324.5	312.1	288.5	271.2
资产总额	6,246.2	6,193.3	6,738.5	7,403.1	8,804.4
短期债务	249.6	23.4	749.0	712.1	775.9
应付帐款	297.6	308.1	386.5	649.0	946.7
应付票据	-	4.0	0.9	2.3	4.3
其他流动负债	436.9	855.9	453.5	599.7	644.0
长期借款	989.3	785.2	978.0	1,234.8	2,151.3
其他非流动负债	305.6	282.9	308.6	299.1	296.9
负债总额	2,279.0	2,259.5	2,876.4	3,497.0	4,818.9
少数股东权益	477.6	458.6	437.2	380.7	299.8
股本	756.8	756.8	756.8	756.8	756.8
留存收益	2,494.6	2,557.9	2,668.1	2,768.6	2,928.8
股东权益	3,967.2	3,933.8	3,862.1	3,906.1	3,985.5

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	18.5	44.0	67.1	152.3	241.2
加:折旧和摊销	117.3	138.1	119.7	119.7	119.7
资产减值准备	19.6	19.3	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	46.8	75.9	38.0	35.0	29.0
投资损失	-81.3	-80.2	-55.9	-72.5	-69.5
少数股东损益	-15.9	-20.0	-22.5	-57.5	-82.7
营运资金的变动	-125.9	92.7	-511.6	-261.6	-794.1
经营活动产生现金流量	33.5	206.7	-365.3	-84.5	-556.5
投资活动产生现金流量	-900.4	-243.2	-28.7	92.9	84.1
融资活动产生现金流量	278.1	40.2	385.5	256.8	916.5

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.05	0.08	0.09	0.20	0.32
BVPS(元)	4.61	4.59	4.53	4.66	4.87
PE(X)	462.4	248.1	236.9	104.3	65.9
PB(X)	4.6	4.6	4.6	4.5	4.3
P/FCF	-109.8	731.2	78.5	48.2	27.7
P/S	37.3	30.8	23.6	16.9	11.5
EV/EBITDA	63.4	43.6	87.0	69.7	56.9
CAGR(%)	72.5%	53.3%	9.5%	72.5%	53.3%
PEG	6.4	4.7	24.9	1.4	1.2
ROIC/WACC	0.1	0.3	0.2	0.2	0.4
REP	15.7	8.0	23.6	15.0	9.2

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