

中航证券金融研究所

分析师：张超

证券执业证书号：S0640519070001

分析师：薄晓旭

证券执业证书号：S0640513070004

电话：010-59562515

邮箱：xiaoxu-bo@163.com

海特高新（002023）2019 年报点评： 营收显著增长，微电子业务未来可期

行业分类：军工

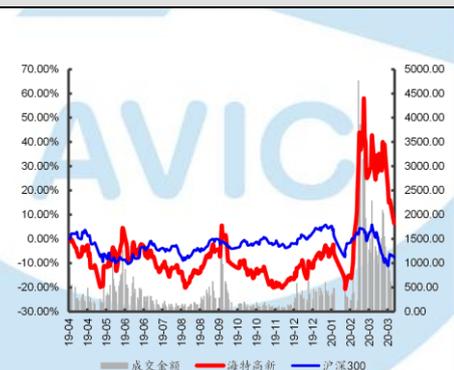
2020 年 3 月 31 日

公司投资评级	持有
6-12 个月目标价	—
当前股价（20.3.31）	13.77 元

基础数据

上证指数	2750.3
总股本（亿）	7.57
流通 A 股（亿）	6.59
流通 B 股（亿）	0
流通 A 股市值（亿）	90.78
每股净资产（元）	4.71
ROE（2019）	2.17%
资产负债率（2019）	43.4%
动态市盈率	137
市净率	2.92

近一年公司指数与沪深 300 走势对比



资料来源：wind

- 公司 3 月 31 日披露年报，据年报显示，2019 年公司实现营收 8.08 亿元（+56.68%），实现归母净利润 0.76 亿元（+19.14%），归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 0.11 亿元（去年同期-0.22 亿元），基本每股收益 0.1 元（+25%）。
- 三大业务板块齐头并进，营收显著增长。公司已形成航空核心装备研发与制造、航空工程技术与服务、微电子的三位一体产业布局，2019 年各业务板块齐头并进，营收增长 56.68%，毛利率 41.85%。分业务板块来看，核心装备研发与制造、航空工程技术与服务、微电子分别实现营收 0.88 亿元、6.01 亿元、0.89 亿元。
 - 核心装备研发与制造实现营收 0.88 亿元（+45.33%），毛利率 49.55%（+9.39pct）。公司核心装备研发与制造板块主要从事高端航空装备产品的研发与制造，目前已有多款高端产品推向市场。在装备科研方面，涡轴发动机的电子控制系统技术处于国内领先水平，型号数量从 1 个发展到 7 个，并有 4 个通过认定技术鉴定并交付特定客户列装；直升机电动救援绞车、脉冲式飞行员供氧系统已开始批量交付。在装备维修方面，发动机和 APU 维修能力快速成长，2019 年发动机维修量创历史最高水平；生产方面，随着装备部门相关型号开始列装，直升机电动救援绞车、脉冲式供氧系统等研发项目进入批量生产交付阶段。2020 年公司将承担重点型号发动机的国内自主保障和关键零部件的科研任务，加上新信号装备的批量生产交付，公司核心装备研发与制造业务将会继续稳步增长。
 - 航空工程技术与服务实现营收 6.01 亿元（+47.48%），毛利率 40.34%（-1.37pct）。其中，航空维修检测实现营收 3.1 亿元（+39.77%），毛利率 31.74%（-8.76pct），飞机维修业务方面，大修改装喷漆业务稳步增长，2019 年完成 110 架次大修及交付，18 架次喷漆业务；客改货方面，子公司天津海特是全球唯一拥有 B737-700 客改货改装方案的服务商，2019 年完成三架 B737-700 飞机客改货工程，公司预计未来 5 年全球有 1500 架波音 737 的客改货需求，客改货将是未来几年维修检测板块业绩的重要增长点。航空培训实现营收 1.79 亿元（+17.91%），毛利率 44.97%（+3.07pct），2019 年底公司沈阳培训中心建设完毕，预计将在疫情结束以后投入使用，培训中心数量增至 4 个，公司现有 23 个机位，D 级飞行全动模拟机 14 台，乘务动仓 4 台，静仓 15 台，继续保持在国内及东南亚培训业务的第三方龙头地位；培训设备方面，子公司安胜公司是国内唯一具有波音/空客系列飞机 D 级模拟机研制的公司，2019

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

 联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中
 航资本大厦中航证券有限公司
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：010-59562524
 传 真：010-59562637

年安胜公司成功研制并交付国产首台空客 A320CEO 飞行模拟机,在研 737MAXD 级模拟机计划在今年 5-6 月份完成交付;同时,安胜已中标商飞上海飞机设计研究院 ARJ21 系列飞机人在回路飞行仿真试验平台视景系统,正积极进入国产大飞机模拟机研制领域。航空租赁实现营收 1.12 亿元(+230.74%),毛利率 56.79%(+8.03pct),2019 年公司通过贷款新购两架带租约飞机,打通了国内外融资渠道,为进一步增加机队做好准备,但同时导致财务费用增长 61.83%至 1.13 亿元,期末固定资产增长 43.34%至 33.48 亿元,折旧摊销费用增至 1.98 亿元,冲减了公司净利润。

(3) 微电子实现营收 0.89 亿元(+263.35%),毛利率 49.5%(+14.6pct)。公司持股 53.79%的子公司海威华芯由公司和中电科二十九所共同打造,主要从事第二代/第三代化合物半导体集成电路芯片的研发与制造,目前已完成砷化镓、氮化镓等多项产品工艺开发,2019 年海威华芯成功完成工艺产品化和市场化,特种装备产品和民品实现同步发展,产值实现了从千万到亿数量级的突破。技术方面,海威华芯 2019 年完成了首套 0.15 微米砷化镓(PPA 15)工艺制程开发,为毫米波(30-40GHz)的核心工艺;突破 5G 宏基站的射频氮化镓代工工艺技术,通过工艺可靠性验证,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;硅基氮化镓突破多项关键工艺,成功开发了硅基氮化镓技术并小规模量产;完成 6 吋 VCSEL 技术工艺开发并小规模量产,发光效率、良品率达到国内一流

水平。市场方面,特种装备业务已覆盖航空、航天、船舶、兵器等主流客户,民品聚焦消费类市场。

- **深度布局二、三代化合物半导体,微电子业务未来可期。**与硅半导体器件相比,以氮化镓和砷化镓为代表的化合物半导体具有大功率、高频率、宽禁带、抗辐射等方面的优势,更适用于制造射频器件、光电子器件、电力电子器件等,随着 5G 移动通信、物联网、人工智能等新兴市场的快速发展,第二代/第三代化合物半导体需求旺盛。海威华芯拥有国内首条 6 吋化合物半导体商用生产线,且已完成包括砷化镓、氮化镓在内的 6 大类工艺产品的研发,在 5G 基站领域,海威华芯在 2019 年已完成了所有工艺的研发并通过了可靠性测试,可以为基站产品提供制造服务;在电力电子领域,碳化硅基氮化镓用于基站和军工装备,硅基氮化镓用于硅基 MOSFET,用于 650V 以下的市场;军工装备领域,射频芯片应用于通信等无线电有关领域。2019 年海威华芯实现营收 0.89 亿元,净利润 -0.27 亿元,今年 1 月公司仅通过军工装备产品就已经拿到全年指定任务 20% 的订单,受疫情影响,上半年市场终端需求可能会受到抑制,但中央已明确了包括 5G 基建、人工智能、工业互联网等领域在内的新基建定位,长期来看,新基建投资将拉动第二代/第三代化合物半导体需求,海威华芯有望通过扩大量产产品产能以及完成军工装备定向项目的研发量产扭亏为盈并实现业绩持续增长。
- 公司预计今年一季度净利润为亏损 4,680-2,340 万元,其中,贵阳银行股价变动带来的公允价值变动损益约 -4080 万元,剔除这部分影响,一季度实际净利润预计为 -600 万元-1740 万元,与去年一季度扣除公允价值变动之后的净利润 -1,309.68 万元相比,实际经营数据改善。随着国外疫情的持续蔓延,我们预计上半年航空工程技术与服务板块业绩受影响,但公司已形成三位一体产业布局,微电子成长空间大,长期来看不改公司业绩增长趋势。
- **投资建议。**我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 8.4 亿元、11.5 亿元和 14.6 亿元,增速分别为 4.03%、36.89%、26.92%,归母净利润分别为 1.12 亿元、1.91 亿元和 2.53 亿元,增速分别为 46.79%、70.11%、32.77%,EPS 分别为 0.15 元、0.25 元和 0.33 元,对应 PE 为 93.03 倍、54.69 倍、41.19 倍,给予公司“持有”评级。
- **风险提示:**核心装备订单低于预期,疫情影响超预期,微电子板块进程低于预期。

盈利预测

单位:百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	807.88	840.41	1150.42	1460.12
增长率(%)	56.68%	4.03%	36.89%	26.92%

归属母公司股东净利润	76.31	112.02	190.55	252.98
增长率 (%)	19.14%	46.79%	70.11%	32.77%
每股收益 EPS (元)	0.10	0.15	0.25	0.33

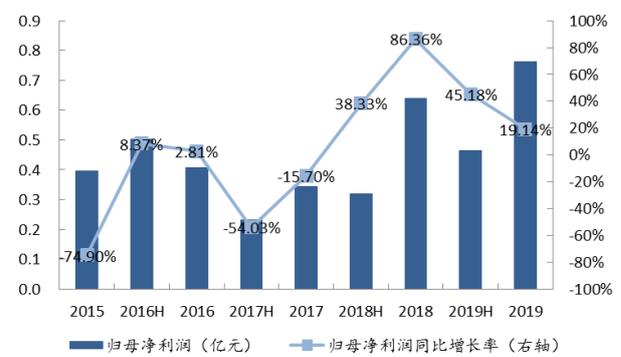
资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 1: 营业收入及同比增速



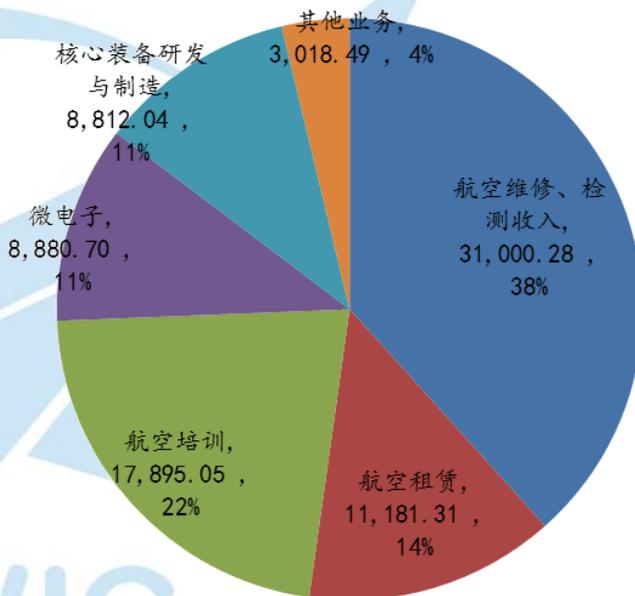
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 2: 归母净利润及同比增速



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 3: 2019 年营业收入构成 (万元)

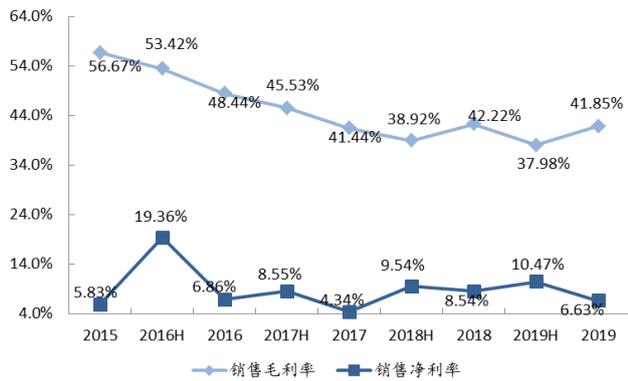


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

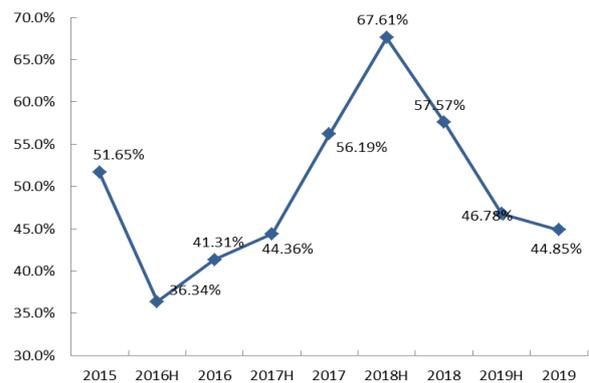
图表 4: 毛利率及净利率走势

图表 5: 期间费用率走势





数据来源: Wind, 中航证券金融研究所



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 6: 海特高新营业收入拆分及预测

业务板块	项目	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
航空维修、检测收入	营收 (万元)	28242.42	31000.28	27900.25	33480.30	36828.33
	增长率	11.81%	9.76%	-10.00%	20.00%	10.00%
	毛利率	40.43%	31.74%	31.00%	32.00%	32.00%
航空租赁	营收 (万元)	3380.73	11181.31	7826.92	10174.99	12209.99
	增长率	293.56%	230.74%	-30.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	48.76%	56.79%	50.00%	55.00%	55.00%
航空培训	营收 (万元)	15176.50	17895.05	14316.04	18610.85	22333.02
	增长率	5.03%	17.91%	-20.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	41.90%	44.97%	40.00%	45.00%	45.00%
微电子	营收 (万元)	2444.13	8880.70	17761.40	31970.52	47955.78
	增长率	-	263.35%	100.00%	80.00%	50.00%
	毛利率	34.90%	49.50%	50.00%	45.00%	45.00%
核心装备研发与制造	营收 (万元)	-	8812.04	13218.06	17183.48	22338.52
	增长率	-	-	50.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	-	49.55%	49.00%	49.00%	49.00%
其他业务	营收 (万元)	2318.48	3018.49	3018.49	3622.19	4346.63
	增长率	13.71%	30.19%	0.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	64.39%	26.98%	28.00%	28.00%	28.00%
合计	营收 (万元)	51562.26	80787.87	84041.16	115042.33	146012.27
	增长率	21.02%	56.68%	4.03%	36.89%	26.92%
	毛利率	42.22%	41.85%	41.04%	42.16%	42.66%

资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

公司财务报表预测

利润表	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	807.88	840.41	1150.42	1460.12	净利润	53.59	74.35	129.59	171.55
营业成本	469.75	495.49	665.37	837.19	折旧与摊销	198.16	271.79	283.19	294.83
营业税金及附加	19.41	20.19	27.64	35.09	财务费用	112.92	83.03	105.53	137.71
销售费用	20.28	16.81	34.51	36.50	资产减值损失	-7.81	-6.00	-5.00	-5.00
管理费用	186.21	168.08	230.08	292.02	经营营运资本变动	187.06	-209.93	-250.56	-273.08
财务费用	112.92	83.03	105.53	137.71	其他	-233.98	-30.93	-45.37	-65.35
资产减值损失	-7.81	-6.00	-5.00	-5.00	经营性现金流净额	309.93	182.31	217.39	260.66
投资收益	25.71	34.00	34.00	44.00	资本支出	-1074.33	-280.00	-180.00	-180.00
公允价值变动损益	53.60	-10.00	30.00	40.00	其他	-47.38	111.87	158.66	25.33
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-1121.71	-168.13	-21.34	-154.67
营业利润	73.75	86.80	156.28	210.61	短期借款	179.88	348.63	358.37	768.48
其他非经营损益	-0.92	3.23	2.30	2.09	长期借款	923.94	0.00	0.00	0.00
利润总额	72.83	90.04	158.58	212.71	股权融资	-0.61	0.00	0.00	0.00
所得税	19.24	15.69	28.99	41.16	支付股利	-234.82	-279.77	-410.68	-698.60
净利润	53.59	74.35	129.59	171.55	其他	-289.73	-410.85	-97.23	-129.41
少数股东损益	-22.72	-37.67	-60.96	-81.44	筹资性现金流净额	578.66	-341.99	-149.55	-59.53
归属母公司股东净利润	76.31	112.02	190.55	252.98	现金流量净额	-227.56	-327.81	46.50	46.45
资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	453.87	126.06	172.56	219.02	成长能力				
应收和预付款项	646.93	865.01	1125.29	1408.49	销售收入增长率	56.68%	4.03%	36.89%	26.92%
存货	353.76	373.15	501.07	630.47	营业利润增长率	85.08%	17.70%	80.04%	34.76%
其他流动资产	329.39	331.97	356.55	381.12	净利润增长率	21.70%	38.74%	74.30%	32.38%
长期股权投资	42.51	43.51	44.51	45.51	EBITDA 增长率	55.36%	14.76%	23.41%	18.01%
投资性房地产	299.87	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3653.09	3635.18	3515.53	3393.90	毛利率	41.85%	41.04%	42.16%	42.66%
无形资产和开发支出	920.38	956.11	983.84	1003.57	三费率	39.54%	31.88%	32.17%	31.93%
其他非流动资产	372.24	583.64	486.71	541.45	净利率	6.63%	8.85%	11.26%	11.75%
资产总计	7072.05	6914.63	7186.06	7623.52	ROE	1.34%	1.97%	3.71%	5.78%
短期借款	203.27	551.90	910.27	1678.75	ROA	0.76%	1.08%	1.80%	2.25%
应付和预收款项	341.63	359.56	484.30	610.22	ROIC	3.06%	2.75%	4.03%	5.11%
长期借款	1709.15	1709.15	1709.15	1709.15	EBITDA/销售收入	47.63%	52.55%	47.37%	44.05%
其他负债	814.90	519.12	588.54	658.66	营运能力				
负债合计	3068.95	3139.73	3692.26	4656.77	总资产周转率	0.12	0.12	0.16	0.20
股本	756.79	756.79	756.79	756.79	固定资产周转率	0.28	0.26	0.38	0.51
资本公积	1884.23	1884.23	1884.23	1884.23	应收账款周转率	1.30	1.12	1.17	1.17
留存收益	902.80	735.05	514.92	69.30	存货周转率	1.35	1.36	1.52	1.48
归属母公司股东权益	3566.62	3376.08	3155.94	2710.32	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.78%	—	—	—
少数股东权益	436.49	398.82	337.86	256.43	资本结构				
股东权益合计	4003.10	3774.90	3493.80	2966.75	资产负债率	43.40%	45.41%	51.38%	61.08%
负债和股东权益合计	7072.05	6914.63	7186.06	7623.52	带息债务/总负债	62.32%	72.01%	70.94%	72.75%
					流动比率	1.74	1.56	1.32	1.02
					速动比率	1.39	1.21	1.01	0.78
					股利支付率	307.72%	249.75%	215.53%	276.15%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	每股指标				
EBITDA	384.83	441.62	545.01	643.15	每股收益	0.10	0.15	0.25	0.33
PE	136.56	93.03	54.69	41.19	每股净资产	5.29	4.99	4.62	3.92
PB	2.60	2.76	2.98	3.51	每股经营现金	0.410	0.241	0.287	0.344
PS	12.90	12.40	9.06	7.14	每股股利	0.310	0.370	0.543	0.923
EV/EBITDA	27.839	26.641	22.335	19.959					
股息率	0.023	0.027	0.039	0.067					

资料来源: Wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券金融研究所首席分析师。

薄晓旭, SAC 执业证书号: S0640513070004, 金融学硕士, 中航证券金融研究所军工、电子行业研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。