

电子

2019 年 02 月 28 日

中航光电 (002179)

——业绩略超增速区间上限，坚定看好军工白马业绩稳健与成长弹性兼容并蓄

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2019 年 02 月 27 日

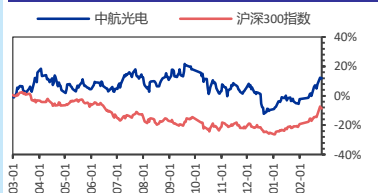
收盘价 (元) 41.72
 一年内最高/最低 (元) 46/31.06
 市净率 6.0
 息率 (分红/股价) -
 流通 A 股市值 (百万元) 32645
 上证指数/深证成指 2953.82/9005.77

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2018 年 09 月 30 日

每股净资产 (元) 6.97
 资产负债率% 47.89
 总股本/流通 A 股 (百万) 791/782
 流通 B 股/H 股 (百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

王贺嘉 A0230518030002
 wanghj@swsresearch.com

研究支持

韩强 A0230518060003
 hanqiang@swsresearch.com
 王加煥 A0230518070002
 wangjw@swsresearch.com
 李蕾 A0230117080001
 lilei@swsresearch.com

联系人

高晗
 (8621)23297818x转
 gaohan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

公司发布 2018 年业绩快报：公司 2018 年营业收入实现 78.16 亿元，同比增速为 22.86%；利润总额实现 11.17 亿元，同比增速为 14.42%；归母净利润实现 9.54 亿元，同比增速为 15.56%；单季度来看，公司 2018 年 Q4 单季度营收为 20.41 亿元，同比增速为 9.55%。

点评：

- **业绩表现略超业绩指引上限，业绩增长印证行业拐点逻辑：**公司 2018 年实现净利润 9.54 亿元，同比增长 15.56%，业绩表现略超公司三季报中披露的业绩指引上限，即 15%，公司披露超预期增长主要系公司抢抓市场机遇，加强新市场开拓和新产品推广，国际业务增长高于预期所致；公司 2018 年营收实现 78.16 亿元，同比增速 22.86%，实现 2015 年以来营收增速首次回升。公司经营情况夯实了国防科技工业景气度“打勾型”反转的行业大逻辑，业绩的加速上升进一步印证了军品行业业绩拐点的逻辑，在军工行业景气度攀升背景下，中航光电作为军工行业的优质白马股，亦有望在新一轮军品扩张周期中充分受益。
- **营业利润率较历史高点有所下滑，或系公司收入结构向低毛利民品倾斜所致：**2018 年公司营业利润率为 14.07%，较历史最高点（2017 年，15.22%）短期下滑，但仍处在历史中枢水平位置；我们分析认为，低毛利民品业务增速明显快于军品造成的营收结构变化或是公司整体盈利水平短期下滑的原因。单季度来看，公司 2018 年 Q1 到 Q3 营收与归母净利润呈逐季加速上升趋势，且营收增速始终快于归母净利润增速；2018Q4 打破 2018 年前三季度归母净利润增速慢于营收增速的现象，盈利水平有所回升。我们预测，在军用航空产业景气度或将加速攀升的背景下，公司作为军工防务领域的连接器绝对龙头，毛利率水平较高的军品业务有望充分受益实现加速增长，短期压制因素或将改善，中长期增长韧性十足，坚定看好公司主营业务的销售毛利率预计在明年开始企稳回升。
- **公司以军品为基，积极布局新兴领域，坚定看好公司军工白马业绩稳健与成长弹性兼容并蓄：**1) 根据军品采购五年周期“前松后紧”的经验规律，未来两年有望迎来新一轮军品采购的扩张周期，在未来两年军用航空产业景气度有望加速攀升的背景下，公司作为军工防务领域连接器的绝对龙头，有望借助产能提升建设和布局的不断加速，实现军品业务的加速增长，为业绩增速提供稳定器，保障业绩稳健向上；2) 民品业务方面，公司深耕新能源、轨交以及通信等民用连接器领域数年，竞争优势明显，且海外市场业务开拓良好，在 EV 和 5G 的带动下，民品领域景气度有望向上，民品业务亦将充分受益，有望为公司业绩增速提升带来额外的成长弹性。

财务数据及盈利预测

	2017	18Q1-Q3	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	6,362	5,775	8,016	9,779	12,713
同比增长率 (%)	8.66	28.35	26.00	22.00	30.00
净利润 (百万元)	825	697	946	1,169	1,567
同比增长率 (%)	12.48	10.75	14.60	23.60	34.00
每股收益 (元/股)	1.04	0.88	1.20	1.48	1.98
毛利率 (%)	35.0	32.1	32.5	33.5	34.0
ROE (%)	16.9	12.6	16.1	16.6	18.3
市盈率	40		35	28	21

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

- **再次强调看好未来公司中长期价值的核心投资逻辑：**1) 公司是国内军工防务领域的连接器绝对龙头，是受益于未来航天防务武器加速列装的核心标的；2) 公司在新能源、轨交以及通信等民用连接器领域深耕多年，竞争优势明显，有望受益于 5G 建设、高铁投资和国产化提速带来的需求不断释放；3) 公司高速背板、液冷、综合机柜等新品毛利高且增速快，海外市场业务不断拓展，预计将不断助力公司业绩增长买上新台阶；4) 公司具有优质的治理结构，国企背景、民营机制和外企管理保证公司出类拔萃的超卓品质。
- **维持盈利预测及买入评级。**我们分析预测，公司 18/19/20 年的归母净利润为 9.46/11.7/15.7 亿元，18/19/20 年的 EPS 分别为 1.20/1.48/1.98 元/股，当前股价 (2019/02/27, 41.72 元) 对应 PE 分别为 35/28/21 倍。公司是一家世界连接器行业和国内国防科技工业中的兼具产品竞争优势和完善治理结构的卓越企业，考虑到公司正处于新一轮军品扩展周期的启动阶段，同时叠加军工新型号陆续投产的产品周期，有望充分受益军工以及 EV、5G 等需求释放红利。因此，维持买入评级。
- **风险提示：**1) 下游军品行业订单释放节奏的不确定性；2) 新增业务和海外业务市场开拓的风险；3) 行业竞争激烈带来利润空间挤压的风险；4) 新品占比下降导致盈利能力下滑的风险。

财务摘要

百万元, 百万股	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,725	5,855	6,362	8,016	9,779	12,713
营业收入同比增长率 (yoy)	35.34%	23.91%	8.66%	26.00%	22.00%	30.00%
减: 营业成本	3,133	3,879	4,133	5,411	6,503	8,391
毛利率 (%)	33.70%	33.75%	35.04%	32.50%	33.50%	34.00%
减: 营业税金及附加	17	29	34	41	57	80
主营业务利润	1,576	1,947	2,195	2,564	3,219	4,242
主营业务利润率 (%)	33.34%	33.25%	34.50%	31.99%	32.92%	33.37%
减: 销售费用	256	282	299	321	391	509
减: 管理费用	589	780	856	1,061	1,367	1,841
减: 财务费用	43	23	80	93	109	83
经营性利润	688	862	961	1,089	1,352	1,809
经营性利润同比增长率 (yoy)	54.89%	25.20%	11.45%	13.36%	24.15%	33.80%
经营性利润率 (%)	14.57%	14.72%	15.10%	13.59%	13.83%	14.23%
减: 资产减值损失	33	51	75	30	35	40
加: 投资收益及其他	21	28	34	41	49	59
营业利润	676	839	968	1,101	1,366	1,829
加: 营业外净收入	18	50	8	8	8	8
利润总额	695	890	976	1,109	1,374	1,837
减: 所得税	91	113	110	128	159	213
净利润	603	776	866	981	1,215	1,624
少数股东损益	35	43	41	35	46	57
归属于母公司所有者的净利润	568	734	825	946	1,169	1,567
净利润同比增长率 (yoy)	67.36%	29.10%	12.48%	14.60%	23.60%	34.00%
全面摊薄总股本	603	603	791	791	791	791
每股收益 (元)	0.94	1.22	1.05	1.20	1.48	1.98
归属母公司所有者净利润率 (%)	12.03%	12.53%	12.97%	-	-	-
ROE	16.73%	17.87%	16.88%	16.10%	16.60%	18.30%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysec.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysec.com
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	chenxuehong@swhysec.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysec.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。