

单兵装备迎来高景气期, 军品今明两年高速增长有保证——利达光电 (002189) 事件点评

2019年05月24日

强烈推荐/维持

利达光电 事件点评

事件:

根据公告, 公司所收购的中光学公司核心军品已列装多个型号, 中光学 2018 年实际业绩大幅超过业绩承诺。

主要观点:

1、单兵装备未来需求巨大, 我国单兵装备与世界先进水平差距较大

随着新世纪作战烈度的降低, 以及单兵战术, 单兵装备的发展, 现代陆军必须考虑大量的进行传统的步兵作战。单兵主要用于侦察, 盗取, 爆破, 通讯, 情报, 长期潜伏作战, 特殊任务作战等等。美军特种部队的单兵装备种类繁多, 性能精良, 如头盔从 MICH 到 FAST, 作战装具从 MLCS 到 SFLCS、SPCS 战术背心。俄军则在传统单兵武器领域占据非常重要的地位, 其独到的发展理念在于不削弱原有优势技术。以士兵系统为例, 美国追求高科技含量, 经过不断评估与实战测试, 其“奈特勇士”已简化为以手持智能终端和手持电台为核心的系统, 系统重量大幅减轻, 操作的便捷性得到提高。俄罗斯“战士”士兵系统则更注重提升系统的防护能力及武器的打击能力, 但在态势感知、信息融合等领域存在差距。

近年来, 随着经济实力的增长, 我军的武器装备水平实现了稳步发展。其中, 单兵装备的品类不断增多, 性能大幅提升, 逐步形成了自卫防御、突击进攻、火力支援与压制、攻坚反装甲、防低空相结合的较为完整的装备体系。

2、信息化是装备是美军单兵装备中技术含量最高, 也是最昂贵的装备

以美军的“陆战勇士”单兵作战系统为例, 其系统结构由五大部分和 20 多个中小部件组成: 一是综合头盔系统: 主要包括盔盖及悬挂装置、视频强化像增强器、平板式显示器、听筒(人造耳)、防护面罩、微型摄像机、视听觉及呼吸保障装置等, 总重量达 2.3 千克。二是探测器、计算机和电台系统。这部分装置的重量在 500 克以下。三是武器系统: 包括单兵自卫武器、单兵战斗武器和班组支援武器, 总重达 26.4 千克。四是多用途服装系统: 包括军服、避弹衣、背囊、弹袋、手套、战斗靴等, 重量可达 7.6 千克。五

分析师: 王习

Tel: 010-66554034

wangxi@dxzq.net.cn

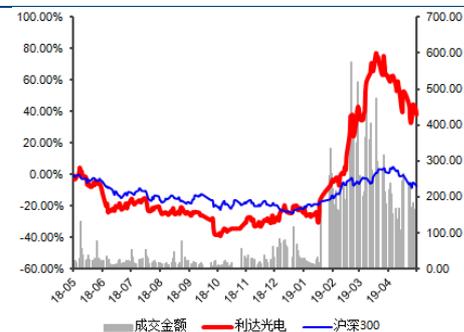
执业证书编号:

S1480518010001

交易数据

52 周股价区间 (元)	9.57-29.88
总市值 (亿元)	58
流通市值 (亿元)	44
总股本/流通 A 股 (万股)	2.62/1.99
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.86

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所, WIND

相关研究报告

- 1、《利达光电 (002189) 深度报告: 发展的号角快速增长可期》2018-02-19
- 2、《利达光电 (002189) 成长空间打开, 上调目标价》2013-01-29
- 3、《南国置业 (002305): “引战”尘埃落定快速发展插翅双飞》2012-12-21
- 4、《南国置业 (002305): 拟引入战略伙伴利于公司的发展更强势》2012-11-21

是微气候及动力装置系统：包括微型制冷系统和动力装置，重量达 4.5 千克。

根据互联网资料，信息化是装备是美军单兵装备中技术含量最高，也是最昂贵的装备，这些信息化装备包括夜视仪（4000 美元）、军用平板电脑（1 万美元）、军用单兵电台（6000 美元）、瞄准镜（900 美元）、单兵激光测距仪（2000 美元）等，此外还有一些后勤装备，比如单兵医疗包（200 美元）、ILBE 背包系统（550 美元）、军用品粮（100 美元），加强型步兵还配备有单兵火箭筒（900 美元），美军一套单兵装备总价值或超过 18 万美元。

图 1:美军的单兵装备配备对讲机、夜视仪和瞄准镜等



资料来源：互联网、东兴证券研究所

图 2:中国单兵装备



资料来源：互联网、东兴证券研究所

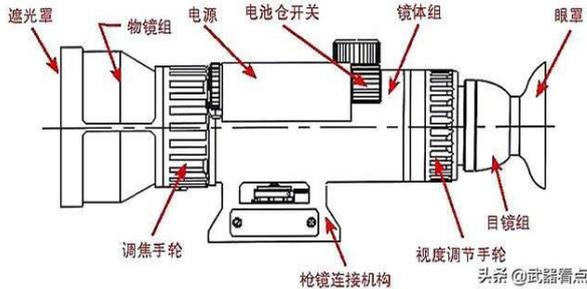
3、中光学核心产品已批量列装多个型号，下游市场空间巨大

目前，中光学在研新产品和技术多达十余项，包括多种类型的微光瞄准镜、红外瞄准镜、融合型望远镜、光电探测与干扰装置、自动标校装置、智能应用和智慧安防综合管理平台系统等。

根据公司公告，1. 微光产品方面：中光学于 2000 年首次成功将近贴式超二代国产像增强器应用于枪用微光瞄准镜，实现了重量、体积的大幅度降低，现批量装备多个型号产品。2. 红外产品方面：中光学于 2006 年首次将红外成像技术应用于轻武器红外枪用瞄准镜的研制与生产，目前已具备其核心电路红外驱动组件的研发能力，研制生产了多种非制冷探测器成像组件，并已应用于军方新型主战装备。3. 激光产品方面：中光学长期进行激光器与激光测距产品的研发工作，目前已掌握激光器制造、激光测距、激光压制干扰系统等技术，并应用于军方新型主战装备。

裁军后我国军队规模约为 200 万人，我们假设夜视仪价格为 5 万元，瞄准镜价格为 2 万元，按照我军 10% 的部队装备夜视仪和瞄准镜来推算，则夜视仪+瞄准镜市场规模合计为 140 亿元。此外，坦克装甲系列、火炮及校靶系统也是瞄准镜的重要应用领域。

图 3: 国产微光瞄准镜构成



资料来源: 互联网, 东兴证券研究所

图 4: 国产新型红外瞄准镜可用在 95 式步枪上



资料来源: 百家号, 东兴证券研究所

4、中光学超额完成业绩承诺，十三五后两年军品高增速有保证。

2018 年上市公司实现营业收入 25.84 亿元 (+55.34%)，实现归属于上市公司股东的净利润 1.62 亿元 (+237.74%)，实现扣非净利润 4156.53 万元 (+8.96%)，其中中光学 2018 年实现营收 16.71 亿元 (+107.65%)，净利润为 9045.61 万元 (+298.83%)，中光学母公司实现扣非归母净利润为 1.07 亿元，大幅超额完成业绩承诺 (2018 年承诺业绩为 3388.94 万元)，公司 2019 年一季度营收同比增长 23.38%，归母净利润和扣非净利润同比增速分别为 198.99%和 197.94%。

公司 2018 年军品订单大幅增长，而中光学的光电防务及要地监控业务收入同比增速为 147.61%，我们判断主要原因，第一，主要原因或为此前军改所挤压的补偿性订单释放；第二，新的产品列装部队，进入批量交付期；第三，军方或因为某种客观因素加大采购。展望十三五后两年，我们判断补偿性订单的落实和每个五年计划前紧后松的装备采购计划，2019、2020 年军品收入增速会在 2018 年基础上稳步加快。

图 5: 利达光电近三年业务拆分 (万元)



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

结论：

公司 2018 年完成收购中光学成功切入光学防务+光电产业链下游，未来或更名为“中光学”，中光学军品自 2018 年起已迎来高景气阶段，并将持续数年，而上市公司民品方面已进入华为 P30 供应链体系，未来将受益于高端手机出货量的增加，此外公司为兵装集团光电板块唯一上市公司，体外资产注入预期较强。预测公司 2019-2021 年公司营收为 33.10 亿元、38.76 亿元、48.76 亿元，归母净利润为 2.18 亿元、2.61 亿元、3.38 亿元，EPS 为 0.83 元、1.00 元、1.29 元，对应 5 月 24 日收盘价 PE 为 26X/22X/17X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

军品订单收入确认不及预期；民品市场竞争加剧导致市场份额流失。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	530	1777	3387	4445	5189	营业收入	913	2584	3310	3876	4876
货币资金	153	413	1785	2463	2750	营业成本	765	2044	2697	3159	3974
应收账款	253	902	1036	1284	1571	营业税金及附加	7	13	24	24	30
其他应收款	0	62	80	93	118	营业费用	22	67	86	100	116
预付款项	2	66	93	124	164	管理费用	79	105	232	271	341
存货	60	219	250	316	383	财务费用	16	2	9	5	7
其他流动资产	15	17	18	19	21	资产减值损失	6.22	73.40	29.75	36.46	46.54
非流动资产合计	388	822	1269	1601	1716	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	214	214	214	214	投资净收益	0.00	63.08	0.00	0.00	0.00
固定资产	324.34	301.15	598.62	926.16	828.71	营业利润	21	177	232	280	362
无形资产	14	61	178	183	188	营业外收入	0.00	0.52	0.67	0.40	0.53
其他非流动资产	0	111	0	0	0	营业外支出	0.00	0.39	0.13	0.17	0.23
资产总计	918	2599	4656	6047	6906	利润总额	22	177	233	280	362
流动负债合计	245	1574	1812	2181	2756	所得税	-1	11	14	17	22
短期借款	0	190	0	0	0	净利润	23	167	219	263	341
应付账款	178	609	792	928	1168	少数股东损益	1	4	1	2	2
预收款项	3	128	261	416	611	归属母公司净利润	22	162	218	261	338
一年内到期的非流	1	52	52	52	52	EBITDA	95	298	306	401	485
非流动负债合计	65	78	813	1613	1613	EPS (元)	0.11	0.68	0.83	1.00	1.29
长期借款	50	0	800	1600	1600	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	310	1653	2625	3795	4369	成长能力					
少数股东权益	54	22	23	25	28	营业收入增长	10.74%	183.01	28.11%	17.12%	25.80%
实收资本(或股本)	199	238	262	262	262	营业利润增长	53.10%	723.58	31.16%	20.53%	29.27%
资本公积	185	325	1203	1203	1203	归属于母公司净利润	34.44%	19.90%	34.44%	19.90%	29.34%
未分配利润	146	326	469	641	863	获利能力					
归属母公司股东权	555	924	2003	2221	2504	毛利率(%)	16.17%	20.89%	18.50%	18.50%	18.50%
负债和所有者权	918	2599	4656	6047	6906	净利率(%)	2.47%	6.45%	6.61%	6.80%	6.98%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	3.92%	17.56%	10.89%	11.77%	13.51%	
经营活动现金流	131	327	512	433	650	偿债能力					
净利润	23	167	219	263	341	资产负债率(%)	34%	64%	56%	63%	63%
折旧摊销	57.54	119.29	0.00	97.45	97.45	流动比率	2.16	1.13	1.87	2.04	1.88
财务费用	16	2	9	5	7	速动比率	1.92	0.99	1.73	1.89	1.74
应付账款的变化	0	0	-134	-248	-287	营运能力					
预收账款的变化	0	0	132	155	195	总资产周转率	1.02	1.47	0.91	0.72	0.75
投资活动现金流	-60	-690	-542	-507	-301	应收账款周转率	4	4	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.31	6.56	4.72	4.51	4.65
长期股权投资减少	0	0	7	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	63	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.11	0.68	0.83	1.00	1.29
筹资活动现金流	-23	427	1402	752	-63	每股净现金流(最新)	0.24	0.27	5.23	2.58	1.09
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.78	3.89	7.63	8.47	9.54
长期借款增加	0	0	800	800	0	估值比率					
普通股增加	0	39	25	0	0	P/E	200.09	32.37	26.48	22.09	17.08
资本公积增加	0	140	878	0	0	P/B	7.91	5.67	2.88	2.60	2.31
现金净增加额	47	64	1373	677	287	EV/EBITDA	45.27	16.97	15.80	12.39	9.65

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，军工行业分析师。历任中航证券、长城证券军工组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。