



毛利率提升 Q3 业绩增长 69%，完善轨交布局 竞争力有望增强

中航光电 (002179) 2020 年三季度报点评 | 2020.11.2

中信证券研究部



付宸硕
首席军工分析师
S1010520080005



联系人：陈卓

核心观点

公司 2020Q1-Q3 实现营业收入 76.66 亿，同比+11.23%；实现归母净利润 10.99 亿，同比+32.25%。Q3 公司收入增速提升，或受产品结构变化影响，盈利能力显著增强。考虑到未来 2-3 年其军工、通信领域订单有望持续较快增长，高速背板连接器等新品有望逐步上量，公司业绩有望稳步快速增长，并结合市场估值水平，维持“增持”评级。

■ **收入增速逐步恢复，毛利率提升盈利能力增强。**公司 20Q1-Q3 实现营业收入 76.66 亿，同比+11.23%；实现归母净利润 10.99 亿，同比+32.25%。公司 Q3 实现营业收入 28.56 亿元，同比+24.44%，增速高于 Q1 (-16.52%) 和 Q2 (23.33%)；或受产品结构变化影响，Q3 毛利率同比提升 4.77pcts 至 39.20%，为最近五年单季度最高水平；虽然因新增二期股权激励摊销，Q3 管理费用同比提升 60.39%至 1.62 亿元，因汇兑损失增加，Q3 财务费用 4745 万元 (19Q3 为-1726 万元)，但 Q3 销售费用及研发费用减少，期间费用率仍下降 0.59pct 至 17.61%；综合各影响因素 Q3 销售净利率同比提升 4.4pcts 至 16.78%，实现归母净利润 4.36 亿元，同比+68.96%。

■ **景气度上行业绩或加速释放，全年经营性现金流有望回正。**或受公司军品业务景气度上行等因素影响，报告期末公司合同负债 1.31 亿元，同比提升 4.92%；订单充足公司积极备货备产，期末存货 22 亿，同比增长 6.86%，预付款项 7615 万元，同比增长 16.27%；公司的生产与交付情况良好，未来业绩有望加速释放。受货款账期未到等因素影响，报告期末公司应收账款 61.26 亿元，同比增长 14.27%，并导致前三季度 1.64 亿信用资产减值损失，较去年同期增长 58.72%，但 Q3 公司实现 7013 万经营性净现金流 (19Q3 为-6922 万元)，现金流已开始好转。随着疫情影响消除公司回款增加，未来应收账款规模有望下降，全年经营性现金流有望回正，同时部分坏账准备或将转回，增厚公司业绩。

■ **光器件及光电设备业务加速布局，有望成为公司中长期发展支撑点。**我国连接器产业近年来发展迅速，但在光电器件、高速连接器等高端产品方面仍未摆脱对国外领先企业的控制，为实现公司产品及整个连接器产业的升级，公司募资建设光电技术产业基地项目及二期工程。项目总投资 8.33 亿元，建设期三年，建成后第三年达产，达产后有望年实现销售收入 10.03 亿元。报告期内项目投资增加，期末在建工程 5.72 亿，同比+44.64%。随着项目逐步落地投产，公司在光器件及光电设备领域竞争力有望增强，该业务或将在中长期将持续支撑公司发展。

■ **增资兴华华亿，助力公司轨交领域布局进一步完善。**公司为进一步整合优势资源，增强公司轨交业务核心竞争力，于 10 月 20 日以 6969 万元增资沈阳兴华华亿，同时引入航空产业基金和兴华华亿拟设立的员工持股平台分别以现金 1 亿元和 1447 万元增资兴华华亿。2020Q1-Q3 兴华华亿营业收入 9578 万元，归母净利润 53.62 万元，较 2019 年有所下降，主要是 Q1-Q2 受到疫情的影响，收入确认不均衡导致。随着兴华华亿项目逐步落地，公司在轨交领域布局有望进一步完善，整体竞争实力或将持续增强。

■ **风险因素：**军费预算下降；军品交付进度不达预期；新能源汽车订单不达预期；民用领域毛利率大幅下滑；中美贸易摩擦扩大等；募投项目建设进度低于预期。

中航光电	002179
评级	增持 (维持)
当前价	51.68 元
总股本	1,101 百万股
流通股本	1,065 百万股
52 周最高/最低价	52.22/32.8 元
近 1 月绝对涨幅	-1.34%
近 6 月绝对涨幅	0.47%
近 12 月绝对涨幅	-12.34%

■ **盈利预测、估值及投资评级。**考虑到公司业务加速恢复，盈利能力得到改善，上调公司 2020/21/22 年净利润预测至 14.0/17.7/22.3 亿元（原预测为 12.8/15.5/18.3 亿元），当前价 51.68 元对应 2020/21/22 年 PE 分别为 41/32/26 倍。考虑到未来 2-3 年其军工、通信领域订单有望持续较快增长，高速背板连接器等新品有望逐步上量，公司业绩有望稳步快速增长，并结合市场估值水平，维持“增持”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,816.02	9,158.83	11,550.55	14,515.57	18,359.81
营业收入增长率	23%	17%	26%	26%	26%
净利润(百万元)	953.76	1,071.09	1,401.59	1,773.68	2,227.96
净利润增长率	16%	12%	31%	27%	26%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.22	1.04	1.27	1.61	2.02
毛利率%	33%	33%	35%	36%	36%
净资产收益率 ROE%	15.77%	13.12%	14.12%	15.44%	16.56%
每股净资产 (元)	5.49	7.42	9.02	10.44	12.22
PE	42	50	41	32	26
PB	9	7	6	5	4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 10 月 29 日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,816	9,159	11,551	14,516	18,360	货币资金	2,700	2,945	3,696	4,645	5,875
营业成本	5,271	6,166	7,496	9,313	11,779	存货	1,965	2,049	2,461	3,035	3,809
毛利率	32.56%	32.68%	35.10%	35.84%	35.84%	应收账款	3,676	4,145	4,994	6,413	8,258
营业税金及附加	32	32	41	51	65	其他流动资产	2,491	3,116	3,691	4,617	5,821
销售费用	360	374	404	508	606	流动资产	10,832	12,255	14,843	18,710	23,763
营业费用率	4.60%	4.08%	3.50%	3.50%	3.30%	固定资产	1,381	1,821	1,989	1,899	1,652
管理费用	418	429	647	798	973	长期股权投资	119	136	136	136	136
管理费用率	5.34%	4.69%	5.60%	5.50%	5.30%	无形资产	187	191	191	191	191
财务费用	(5)	33	23	66	97	其他长期资产	766	729	529	459	459
财务费用率	-0.07%	0.36%	0.20%	0.46%	0.53%	非流动资产	2,454	2,877	2,844	2,685	2,437
投资收益	31	18	22	27	32	资产总计	13,286	15,132	17,687	21,395	26,200
营业利润	1,100	1,244	1,800	2,278	2,863	短期借款	1,140	1,035	2,844	3,719	5,224
营业利润率	14.07%	13.58%	15.58%	15.69%	15.59%	应付账款	2,528	2,362	3,130	3,974	4,818
营业外收入	39	16	19	22	27	其他流动负债	1,886	2,603	571	683	784
营业外支出	22	5	6	8	9	流动负债	5,554	6,000	6,545	8,376	10,826
利润总额	1,117	1,254	1,812	2,293	2,880	长期借款	3	142	142	142	142
所得税	108	92	163	206	259	其他长期负债	1,158	256	256	256	256
所得税率	9.64%	7.32%	9.00%	9.00%	9.00%	非流动性负债	1,161	398	398	398	398
少数股东损益	56	91	247	313	393	负债合计	6,715	6,398	6,943	8,774	11,224
归属于母公司股东的净利润	954	1,071	1,402	1,774	2,228	股本	791	1,070	1,101	1,101	1,101
净利率	12.20%	11.69%	12.13%	12.22%	12.13%	资本公积	1,001	2,088	2,579	2,579	2,579

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,117	1,254	1,812	2,293	2,880
所得税支出	-108	-92	-163	-206	-259
折旧和摊销	179	193	283	309	317
营运资金的变化	-1,228	-748	-3,175	-2,087	-3,069
其他经营现金流	62	214	75	165	257
经营现金流合计	23	822	-1,168	474	127
资本支出	-280	-294	-250	-150	-70
投资收益	31	18	22	27	32
其他投资现金流	-11	-6	0	0	0
投资现金流合计	-260	-281	-228	-123	-38
发行股票	23	3	522	0	0
负债变化	4,448	2,782	1,809	875	1,505
股息支出	-95	-103	-161	-210	-266
其他融资现金流	-3,133	-2,997	-23	-66	-97
融资现金流合计	1,243	-316	2,147	599	1,142
现金及现金等价物净增加额	1,006	225	751	949	1,230

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	22.86%	17.18%	26.11%	25.67%	26.48%
营业利润增长率	13.57%	13.12%	44.65%	26.59%	25.65%
净利润增长率	15.56%	12.30%	30.86%	26.55%	25.61%
毛利率	32.56%	32.68%	35.10%	35.84%	35.84%
EBITDA Margin	17.01%	16.33%	16.20%	16.23%	15.80%
净利率	12.20%	11.69%	12.13%	12.22%	12.13%
净资产收益率	15.77%	13.12%	14.12%	15.44%	16.56%
总资产收益率	7.18%	7.08%	7.92%	8.29%	8.50%
资产负债率	50.54%	42.28%	39.25%	41.01%	42.84%
所得税率	9.64%	7.32%	9.00%	9.00%	9.00%
股利支付率	10.78%	14.99%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。