

投资评级 优于大市 首次覆盖

精确制导领域的军工光电专家

股票数据

09月22日收盘价(元)	56.66
52周股价波动(元)	33.23-66.29
总股本/流通A股(百万股)	100/41
总市值/流通市值(百万元)	5666/2311

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	6.3	33.3	34.9
相对涨幅(%)	8.1	35.0	21.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 张恒晖

Email: zhx10170@htsec.com

证书: S0850517110002

分析师: 张高艳

Tel: 0755-82900489

Email: zgy13106@htsec.com

证书: S0850520060001

联系人: 刘砚菲

Tel: 021-2321-4129

Email: lyf13079@htsec.com

投资要点:

- 军工领域的精确制导专家, 掌握核心技术。**公司主营业务为光学目标与场景仿真、光学制导、光电专用测试和激光对抗等方向的高精尖组件、装置、系统和解决方案, 突破了像方扫描成像制导等关键核心技术, 在多个细分产品领域打破了国外对我国的技术封锁、填补了国内空白。公司2016年获得国防科技进步一等奖, 承担了2项国家纵向课题研究、4项国家重大科技专项、高新工程等重大型号配套研制工作。公司是哈尔滨工业大学的产学研战略合作单位, 董事长兼控股股东康为民先生曾长期担任哈尔滨工业大学目标仿真与测试技术研究所所长。
- 光电系统是军工电子信息化的发展重点, 将受益于我军信息化建设提速。**光电装备与系统涵盖精确制导、导航引导、预警遥感、侦查监视、火控瞄准、光电测量、光电通讯、光电对抗等多个领域。以激光技术为例, 我国在其应用及高端核心技术方面与欧美国家相比仍存在不少差距, 而激光对抗是信息化战争的重要内容, 是军队打赢信息化局部战争的重要手段。党的十九大报告提出“确保到2020年基本实现机械化, 信息化建设取得重大进展”的目标, 光电系统将直接受益于我军信息化建设进程提速。
- 公司致力于光学精确制导领域, 竞争优势显著。**精确制导武器因射程远、精确打击能力强、平民伤亡小等优点, 在2003年伊拉克战争中的使用比例已提升至70%以上。公司业务聚焦于精确制导领域, 2019年主要收入来源是光学制导系统、光学目标与场景仿真系统, 总占比72%。公司所掌握核心技术均处于国内领先地位, 截至2020年6月30日已进行像方扫描中波成像技术、快反镜像移补偿技术的工程化验证工作, 是目前国内少数将稳像技术成功应用于制导系统的公司之一; 光学目标与场景仿真系统已研制四代系列产品, 部分指标超过国外同类产品。
- 盈利预测及投资建议。**我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为0.82/1.05/1.30亿元, 对应当前股价(2020/09/22收盘价)的PE分别为69/54/43倍。结合可比公司PE估值情况, 给予公司2020年80-83倍PE估值, 对应合理价值区间为65.56-68.02元, 首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示:**重点型号研制或批产进度不及预期; 增值税退税或军工订单确认节奏带来的业绩波动风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	208	192	271	353	443
(+/-)YoY(%)	14.5%	-8.0%	41.5%	30.0%	25.5%
净利润(百万元)	73	60	82	105	130
(+/-)YoY(%)	80.8%	-16.8%	35.5%	27.8%	24.6%
全面摊薄EPS(元)	0.73	0.60	0.82	1.05	1.30
毛利率(%)	48.6%	60.0%	58.2%	58.4%	58.8%
净资产收益率(%)	24.4%	4.9%	6.3%	7.4%	8.5%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E	2020E
002414	高德红外	612.86	0.24	0.48	0.57	89.12	80.98	67.60	17.93	14.96
688002	睿创微纳	372.55	0.49	1.00	1.39	83.88	83.76	60.05	28.66	12.49
300516	久之洋	62.64	0.35	0.39	0.53	85.81	88.26	66.12	9.87	5.45
	均值		0.36	0.62	0.83	86.27	84.33	64.59	18.82	10.97

注: 收盘价为 2020 年 09 月 22 日价格, EPS 为 wind 一致预期
资料来源: Wind, 海通证券研究所

● 主要盈利预测假设。

1) 民品业务: 2020 上半年公司在疫情期间开拓多个领域, 实现民品创收 0.27 亿元, 较去年全年增 140%, 预计今年全年将保持这一高速增长趋势, 预计 2020-2022 年收入增速 400%/50%/30%, 毛利率 44.5%/45%/45%。

2) 研发产品: 与仿真实验室的技改建设需求有关, 存在一定周期性, 由于去年大幅下滑基数已较低, 随着相关企业复工复产, 预计 2020-2022 年收入增速 10%/20%/15%, 毛利率稳定在 52% 左右。

3) 批产产品: 随着疫情的影响逐渐消除, 下游客户采购将恢复正常, 考虑到军品中批产产品比重的上升, 我们认为毛利率将稳中有升, 预计 2020-2022 年收入增速 30%/30%/32%, 毛利率 70%/71%/71%。

4) 其他业务: 2020-2022 年维持收入增速 5%, 毛利率 61%。

表 2 公司主营产品收入预测

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	191.65	271.25	352.73	442.67
民品	11.08	55.40	83.10	108.03
研发产品	88.59	97.45	116.94	134.48
批产产品	87.29	113.48	147.52	194.73
其他业务	4.69	4.92	5.17	5.43
收入同比增长	-8.05%	41.53%	30.04%	25.50%
民品	-	400.00%	50.00%	30.00%
研发产品	-45.35%	10.00%	20.00%	15.00%
批产产品	112.80%	30.00%	30.00%	32.00%
其他业务	-11.68%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本 (百万元)	76.60	113.49	146.63	182.55
民品	6.16	30.75	45.71	59.42
研发产品	42.34	46.78	56.13	64.55
批产产品	26.27	34.04	42.78	56.47
其他业务	1.83	1.92	2.02	2.12
毛利率	60.03%	58.16%	58.43%	58.76%
民品	44.40%	44.50%	45.00%	45.00%
研发产品	52.21%	52.00%	52.00%	52.00%
批产产品	69.90%	70.00%	71.00%	71.00%
其他业务	60.98%	61.00%	61.00%	61.00%

资料来源: 公司 2019 年年报, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	192	271	353	443
每股收益	0.60	0.82	1.05	1.30	营业成本	77	113	147	183
每股净资产	12.24	13.06	14.12	15.43	毛利率%	60.0%	58.2%	58.4%	58.8%
每股经营现金流	0.09	0.17	0.25	0.28	营业税金及附加	4	5	7	9
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
价值评估 (倍)					营业费用	8	12	15	18
P/E	93.66	69.14	54.11	43.44	营业费用率%	4.2%	4.3%	4.2%	4.2%
P/B	4.63	4.34	4.01	3.67	管理费用	34	47	61	76
P/S	29.56	20.89	16.06	12.80	管理费用率%	17.8%	17.5%	17.3%	17.1%
EV/EBITDA	71.33	78.18	62.05	48.19	EBIT	43	55	77	102
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	1	0	3	4
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.5%	0.1%	0.7%	0.9%
毛利率	60.0%	58.2%	58.4%	58.8%	资产减值损失	-2	8	10	10
净利润率	31.6%	30.2%	29.7%	29.5%	投资收益	5	7	9	11
净资产收益率	4.9%	6.3%	7.4%	8.5%	营业利润	56	81	108	138
资产回报率	4.6%	5.6%	6.3%	7.1%	营业外收支	14	14	14	14
投资回报率	3.0%	3.5%	4.5%	5.4%	利润总额	70	95	122	152
盈利增长 (%)					EBITDA	57	72	91	117
营业收入增长率	-8.0%	41.5%	30.0%	25.5%	所得税	10	13	17	21
EBIT 增长率	-17.8%	27.9%	38.4%	32.9%	有效所得税率%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
净利润增长率	-16.8%	35.5%	27.8%	24.6%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	60	82	105	130
资产负债率	6.0%	11.0%	14.5%	16.0%					
流动比率	17.77	8.32	6.01	5.28	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	16.90	7.82	5.57	4.85	货币资金	102	110	115	120
现金比率	1.60	0.75	0.51	0.43	应收账款及应收票据	228	294	395	491
经营效率指标					存货	48	64	87	106
应收帐款周转天数	344.70	307.04	319.60	315.41	其它流动资产	753	756	760	764
存货周转天数	230.82	204.37	217.60	210.98	流动资产合计	1131	1224	1357	1480
总资产周转率	0.15	0.18	0.21	0.24	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.73	1.55	1.62	1.63	固定资产	111	175	217	271
					在建工程	1	2	3	4
					无形资产	24	42	59	77
					非流动资产合计	173	245	296	359
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	1303	1469	1653	1839
净利润	60	82	105	130	短期借款	0	52	67	93
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	26	39	85	96
非现金支出	16	8	4	5	预收账款	9	13	17	21
非经营收益	-5	-19	-19	-19	其它流动负债	29	43	57	71
营运资金变动	-62	-54	-65	-89	流动负债合计	64	147	226	280
经营活动现金流	9	17	25	28	长期借款	0	0	0	0
资产	-23	-76	-50	-63	其它长期负债	15	15	15	15
投资	-715	10	10	10	非流动负债合计	15	15	15	15
其他	6	7	9	11	负债总计	78	162	240	295
投资活动现金流	-733	-60	-31	-42	实收资本	100	100	100	100
债权募资	60	52	15	25	归属于母公司所有者权益	1224	1306	1412	1543
股权募资	878	0	0	0	少数股东权益	1	1	1	1
其他	-138	-2	-4	-6	负债和所有者权益合计	1303	1469	1653	1839
融资活动现金流	800	51	11	20					
现金净流量	77	8	5	5					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 22 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张恒晖 军工行业
张高艳 军工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中航光电,中航科工,柯力传感,中航电子,中航电测,航天电器,中航飞机,中航机电,火炬电子,康达新材,振华科技,中国海防,中航高科,苏试试验

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通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。