

国防军工

2019年09月19日

中航光电 (002179)

——重点关注光电转债的转股溢价率，正股市场或将迎来加仓配置短暂窗口

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2019年09月18日

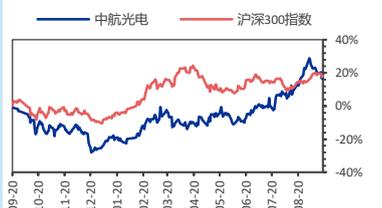
收盘价(元)	41.41
一年内最高/最低(元)	45.8/30.76
市净率	6.5
息率(分红/股价)	0.31
流通A股市值(百万元)	42250
上证指数/深证成指	2985.66/9753.31

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年06月30日

每股净资产(元)	6.39
资产负债率%	50.55
总股本/流通A股(百万)	1028/1020
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王贺嘉 A0230518030002
wanghj@swsresearch.com

研究支持

韩强 A0230518060003
hanqiang@swsresearch.com
王加煨 A0230518070002
wangjw@swsresearch.com
李蕾 A0230519080008
lilei@swsresearch.com

联系人

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

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司发布“光电转债”首次赎回公告：公司股票自2019年8月2日至2019年9月12日的连续三十个交易日中，有十五个交易日的收盘价格不低于40.13元/股，已经触发有条件赎回条款。2019年9月16日，公司召开董事会审议通过了相关议案，决定行使“光电转债”有条件赎回权。
- **转债赎回背景简介：**中航光电(002179.SZ)于2018年11月5日公开发行了1300万张可转债，每张面值100元，发行总额13亿元，期限6年。光电转债(128047.SZ)于2018年12月7日在深交所挂牌交易，并于2019年5月9日进入转股期。初始转股价格为40.26元/股。2019年5月16日，公司实施2018年度权益分派，光电转债的转股价格调整为30.87元/股。公司《募集说明书》中规定强制赎回条款为：转债到期或触发强制赎回条件后，公司将赎回所有未转股的可转债，赎回价格为债券面值(100元)加当期应计利息，这将远低于正股的市场价值。强制赎回条件为：在2019年5月9日至2024年11月5日期间，如果公司股票满足连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格30.87元/股的130%(含130%)，即40.13元/股。
- **转债赎回制度细则：**根据深交所规定，公司决定行使赎回权后，应在首次满足赎回条件后的五个交易日内(即2019年9月16日至9月20日)至少发布三次赎回实施公告，通告“光电转债”持有人本次赎回的相关事项。本次转债首次赎回公告中明确了赎回登记日、赎回日等赎回程序及时间安排，具体内容如下：
 - (1) “光电转债”赎回登记日：2019年10月29日，公司将全额赎回截至赎回登记日收市后登记在册的“光电转债”
 - (2) “光电转债”赎回日：2019年10月30日
 - (3) “光电转债”赎回价格：100.20元/张(含当期应计利息，当期年利率为0.2%，且当期利息含税)，公司将在赎回日以该价格赎回全部未转股的可转债
 - (4) “光电转债”停止交易日：2019年10月16日，在赎回公告刊登日至2019年10月15日当天交易时间内，“光电转债”仍可正常交易
 - (5) “光电转债”停止转股日：2019年10月30日，在赎回公告刊登日至2019年10月29日当天交易时间内，“光电转债”仍可正常转股

财务数据及盈利预测

	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	7,816	4,597	10,139	13,776	18,105
同比增长率(%)	22.9	28.2	29.7	35.9	31.4
归母净利润(百万元)	954	573	1,251	1,760	2,231
同比增长率(%)	15.6	23.1	31.2	40.7	26.8
每股收益(元/股)	1.21	0.56	1.22	1.71	2.17
毛利率(%)	32.6	33.3	32.5	32.7	32.7
ROE(%)	15.8	8.7	17.8	20.0	20.2
市盈率	35		34	24	19

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

如果选择参与此次强制赎回及转股，则需确保在赎回登记日（2019年10月29日）收市前持有“光电转债”，根据可转债T+0交易制度，最晚可在赎回登记日当天交易时间内选择买入，持有至收市。直至2019年10月15日当天，持有人仍可以选择交易转债，直至2019年10月29日当天，持有人仍可以进行转股，若持有至赎回日，所持有全部转债将被强制赎回。

- **转债制度套利探讨：**对于投资者而言，如果选择参与此次强制转股，则需确保在赎回登记日（2019年10月29日）收市前持有“光电转债”，根据可转债T+0交易制度，最晚可在赎回登记日当天交易时间内选择买入，持有至收市。直至2019年10月15日当天，持有人仍可以选择交易转债，直至2019年10月29日当天，持有人仍可以进行转股。举例说明，根据2019年9月18日的收盘数据，中航光电收盘价为41.41元/股，光电转债债券现价为133.80元，计算可得转股价值为134.14元，转股溢价率为-0.26%；由于目前的光电转债的转股溢价率为负且绝对值较低，并存在显著的跨市场套利空间。转股溢价率的具体计算方法是：假设现在买转债，一张133.80元，每张能转 $100/30.87=3.24$ 股，按照中航光电的正股的最新收盘价，3.24股的市值为 $3.24*41.41=134.14$ 元；因此，对应的转股溢价率为 $133.80/134.14-1=-0.26\%$ （此处为投资者展示转股溢价率的具体计算方法）。
- **转债投资机会探讨：**重点关注转股溢价率的变化，假如未来该指标为负且绝对值足够有吸引力，投资人可以考虑以下在可转债市场与股票市场之间的套利策略：
 - （1）参考最新转股溢价率，在债券市场上于2019年10月16日当天之前伺机买入“光电转债”，假设转股溢价率为负且绝对值足够大，考虑到交易成本、流动性等交易机制，在赎回日之前将持有转债按照要求进行转股，然后在正股市场卖出股票，预计存在实现在债券市场和股票市场之间的跨市场套利的可能性，投资风险和交易成本敬请投资者注意。
 - （2）考虑到转股后或将有一定的抛压，投资者可以考虑，在股票市场融券做空正股，在债券市场上于2019年10月16日当天之前伺机买入“光电转债”，考虑到交易成本、流动性等交易机制与费用，在赎回日之前将持有转债进行转股，然后到股票市场买进归还正股，预计存在实现在债券市场和股票市场之间的跨市场套利的可能性，投资风险和交易成本敬请投资者注意。
- **维持盈利预测和维持买入评级。**维持公司19/20/21年的归母净利润预测值约为12.51/17.60/22.31亿元，19/20/21年的EPS分别约为1.22/1.71/2.17元/股，当前股价（2019/09/18,41.41元/股）对应PE分别为34/24/19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，公司正处于新一轮军品采购扩张周期的加速阶段，叠加产品新型号陆续投产的产品周期；公司持续优化民品客户结构与控制生产成本、推进产品升级与品类扩张，其民品盈利空间或将进一步打开。考虑到此次强制赎回或将给公司节省较多的财务费用，以及未来有望充分受益军工以及EV、5G等需求释放与自主可控政策的双重红利。因此，维持买入评级。
- **风险提示：**1) 下游军民品行业订单释放节奏和订单确认进度的不确定性；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；5) 新能源汽车或者通信5G民品盈利能力提升节奏不达预期等。

财务摘要

百万元, 百万股	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5,855	6,362	7,816	10,139	13,776	18,105
营业总收入同比增长率 (yoy)	23.91%	8.66%	22.86%	29.72%	35.88%	31.42%
其中: 营业收入	5,855	6,362	7,816	10,139	13,776	18,105
减: 营业成本	3,879	4,133	5,271	6,845	9,273	12,182
毛利率 (%)	33.75%	35.04%	32.56%	32.49%	32.69%	32.71%
减: 税金及附加	29	34	32	51	69	91
主营业务利润	1,947	2,195	2,513	3,243	4,434	5,832
主营业务利润率 (%)	33.25%	34.50%	32.15%	31.99%	32.19%	32.21%
减: 销售费用	282	299	360	436	579	760
减: 管理费用	780	350	418	485	1,766	2,319
减: 研发费用	0	506	664	928	131	178
减: 财务费用	23	80	-5	82	15	62
经营性利润	862	960	1,076	1,312	1,944	2,513
经营性利润同比增长率 (yoy)	25.20%	11.37%	12.08%	21.96%	48.14%	29.28%
经营性利润率 (%)	14.72%	15.09%	13.77%	12.94%	14.11%	13.88%
减: 资产减值损失	51	75	75	57	110	74
减: 信用减值损失	0	0	36	0	0	0
加: 投资收益及其他	28	83	97	120	140	100
营业利润	839	968	1,099	1,377	1,974	2,539
加: 营业外净收入	50	8	17	90	90	80
利润总额	890	962	1,117	1,467	2,064	2,619
减: 所得税	113	110	108	150	211	270
净利润	776	866	1,009	1,317	1,853	2,349
少数股东损益	43	41	56	66	93	117
归属于母公司所有者的净利润	734	825	953	1,251	1,760	2,231
归母净利润同比增长率 (yoy)	29.10%	12.48%	15.56%	31.20%	40.70%	26.80%
全面摊薄总股本	603	791	791	1,028	1,028	1,028
每股收益 (元)	0.94	1.04	1.21	1.22	1.71	2.17
归属母公司所有者净利润率 (%)	12.54%	12.97%	12.21%	12.34%	12.78%	12.33%
ROE	17.87%	16.88%	15.77%	17.80%	20.00%	20.20%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【毛利率】= (营业收入-营业成本)/营业收入*100%

【主营业务利润率】= (营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入*100%

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、研发费用、财务费用、资产减值损失和信用减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润率】= 主营业务利润-(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业收入*100%

【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@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.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。