

中航光电 (002179): 短期业绩和长期成长兼备, 伟大的公司终将被市场认可

2020年06月07日

强烈推荐/维持

中航光电 公司报告

【事件】

今年2月底以来, 公司股价表现相对疲软, 主要原因是市场担忧公司二期股权激励将产生大量管理费用, 从而对公司今明两年业绩存在较大冲击。我们认为, 无论从短期业绩还是长期成长来看, 公司都具备较大的投资价值。

【我们的观点】

1. 短期业绩存在较大预期差, 公司半年报和年报或远好于预期

目前市场对于公司的主要担忧在于, 今明两年第二期限制性股票或产生较大的管理费用, 对于公司整体盈利存在较大影响, 同时第二期限制性股票考核条件为扣非后归母净利润不低于对标21家企业的75分位, 市场担忧公司扣除大量费用之后或完成不了考核条件。我们认为, 从短期角度来看, 公司半年报和年报实际情况或远好于预期。**主要基于“收入体量增加+收入结构改变+毛利率提升+期间费用控制良好”。**

第一, 2020年是十三五计划最后一年, 军品订单和收入确认或显著提升。

军品采购具备一定周期性, 每个五年计划的最后一年均出现军品采购放量的现象, 十一五计划和十二五计划的最后一年(2010年和2015年)公司的收入增速分别为26.08%和35.34%, 均为当时五年计划中的增速最高的一年, 而归母净利润增速分别为34%和67.36%, 也为当时五年计划中的增速最高的一年, 且利润增速与收入增速的差值最大(不考虑2007年上市当年)。我们认为五年计划中最后一年的军品占比显著提升是业绩爆发的最主要原因。

第二, “军品占比提升+新能源汽车毛利率提升”或将大幅提升公司整体毛利率。

公司2019年整体毛利率为32.68%, 我们判断今年半年报和年报整体毛利率同比或有较大幅度上升, 主要基于“军品占比的提升+新能源汽车毛利率的提升”。新能源汽车方面, 公司整体毛利率或显著受益于公司新能源汽车业务产品结构的改善(比如放弃低毛利产品转做高毛利产品), 同时公司海外业务拓展方面或已取得一定进展(海外用户毛利率相对较高, 目前公司主要给特斯拉配套高压连接器)。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,816.02	9,158.83	11,250.35	13,648.68	16,277.60
增长率(%)	22.86%	17.18%	22.84%	21.32%	19.26%
归母净利润(百万元)	953.76	1,071.09	1,251.37	1,442.00	1,774.86
增长率(%)	-4.76%	12.30%	16.83%	15.23%	23.08%
净资产收益率(%)	15.77%	13.12%	12.29%	12.70%	13.86%
每股收益(元)	1.22	1.04	1.14	1.31	1.61
PE	30.17	35.21	32.29	28.02	22.76
PB	4.80	4.81	3.97	3.56	3.16

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

公司是中航工业旗下专业为军工防务及高端制造领域提供互连技术解决方案的高科技企业。公司产品广泛应用于航空航天和军事领域、通讯网络与数据中心、轨道交通、新能源汽车、电力、石油装备、医疗设备以及智能装备等民用高端制造领域。

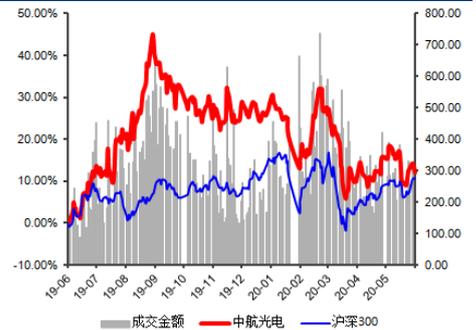
未来3-6个月重大事项提示:

发债及交叉持股介绍:

交易数据

52周股价区间(元)	30.63-44.89
总市值(亿元)	393.00
流通市值(亿元)	393.00
总股本/流通A股(万股)	110100/106500
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.69

52周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 王习

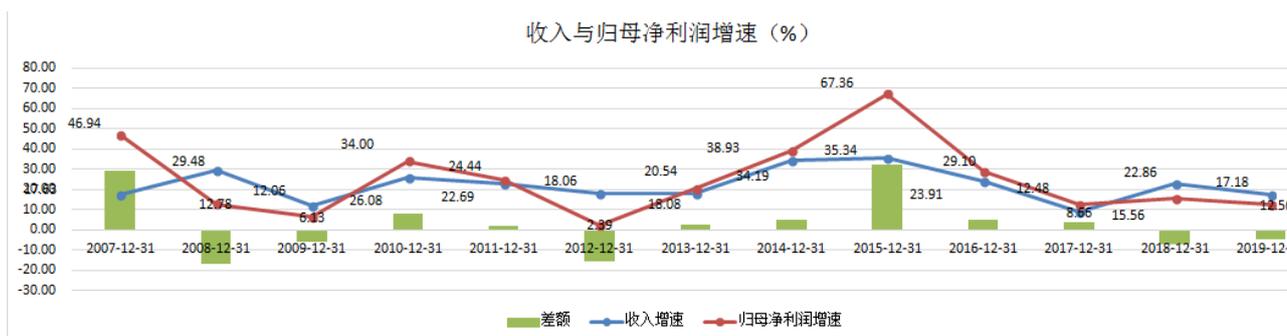
010-66554034

执业证书编号

wangxi@dxzq.net.cn

S1480518010001

图1: 每个五年计划的最后一年公司业绩均爆发



资料来源: wind, 东兴军工研究所

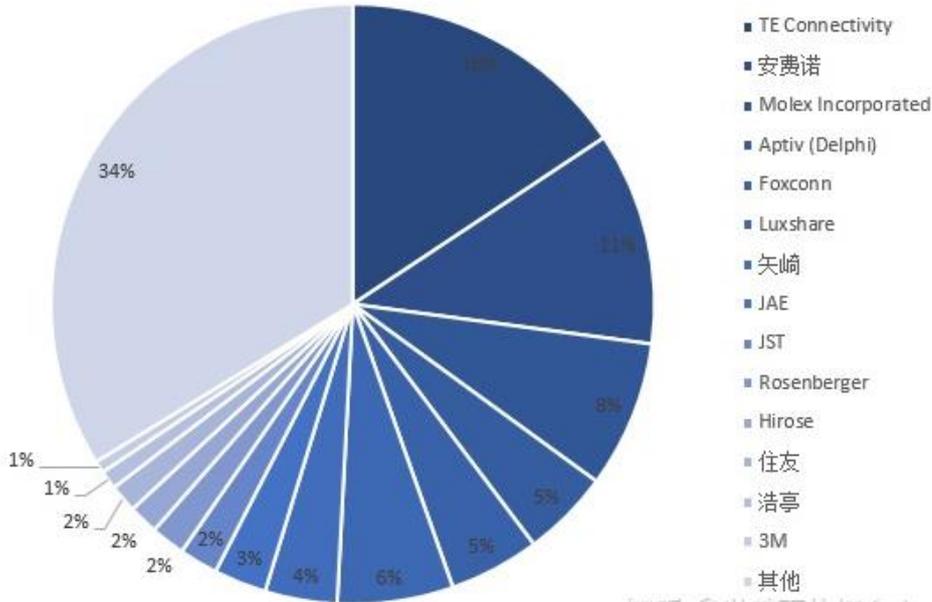
第三, 期间费用控制或取得较好效果, 抵消部分股权激励产生的管理费用。我们认为, 公司今年或加大力度对于期间费用的管控力度, 或通过专业的预算委员会等形式来降本增效, 抵消部分股权激励产生的管理费用。

我们认为短期业绩方面, 公司半年报收入和利润有望实现双增长, **第二季度单季度业绩或创历史最高 (2019年二季度单季度公司实现归母净利润为 3.4 亿元, 为历史最高, 而今年一季度归母净利润仅为 1.64 亿元, 如果公司 2020 年上半年业绩同比增长, 则公司二季度单季度归母净利润需实现大幅增长)**。全年业绩有望在扣除因股权激励所产生的管理费用之后仍保持较快增长。

2. 长期来看业绩确定性最好且制度更市场化, 伟大的公司终将被市场认可

公司军工子行业全覆盖, 业绩稳定性和确定性最好。国外的军工企业巨头如波音公司, 其军品覆盖大部分军工子行业, 如航空、航天、电子等, 而国内不同军工子行业的承载主体为各大军工集团, 军改的影响和部队采购计划的变动或影响不同子行业产品的交付, 故国内大部分军工上市公司抗风险能力较差。但中航光电的军用连接器覆盖航空、航天、舰船、兵器、电子等全部子行业, 稀缺性明显, 能够很大程度上抵御不同军工子行业订单波动的影响, 享受军品市场的稳定性。A股上市公司中, 能够保持连续 5 年营收和净利润正向增长的企业已不多, **而中航光电自上市以来 (2007 年上市连续 13 年) 每年营收和净利润都保持正向增长, 且自上市以来的营收和净利润加权平均增长率分别为 25.26% 和 22.12%, 无论是连续正向增长的年数还是营收和净利润增速的绝对值都令人叹为观止。**

图2: 全球连接器主要厂商 2019 年市场份额



资料来源: QYResearch, 东兴证券研究所

民企机制和外企的管理模式, 狼性的销售制度和研发制度促进产品不断迭代升级。公司制度在军工企业里面独树一帜, 虽然本身为国企, 但是机制更类似于民营企业, 而管理模式更类似于外企。公司制度的比较优势主要体现在狼性的销售制度和研发制度。公司销售人员激励机制灵活, 且销售人员自身既懂产品又懂销售, 对于公司产品和客户需求有深度的理解。而研发人员除了本身专业素质出众以外, 公司对于研发人员的激励制度也非常有利于研发团队进行产品创新, 同时通过进驻下游客户为客户量身定做配套产品, 用户体验较好。**成立以来, 公司一步一个脚印, 从行业搅局者逐步做到行业龙头, 由最初开始的只做单一通用型连接器 (圆形和矩形), 到现在的流体连接器、高速背板连接器等高技术含量产品, 同时通过单一连接器系统级的扩张来提高产品附加值和客户粘性, 公司在技术路径上完美地复制海外连接器行业巨头的发展路径。**

3. 投资建议:

站在当前时点, 我们认为, 公司是军工行业里少有的核心资产, **同时市场对于公司短期业绩和长期成长存在较大预期差, 公司半年报和全年的业绩或将受益于军品订单的爆发、公司整体毛利率的提升和期间费用的降低。**考虑限制性股票所产生的管理费用, 我们预测公司 2020 年~2022 年 EPS 分别为 1.14 元、1.31 元和 1.61 元, 对应 6 月 5 日收盘价 PE 分别为 32X、28X、23X, 已经进入历史估值中枢中下部, 向下风险较小但向上空间较大, 或将受益于“业绩+估值”提升的戴维斯双击效应, 我们维持“强烈推荐”的评级, 建议积极配置。

4. 风险提示:

武器装备交付进度低于预期, 增值税影响高于预期, 军品定价改革影响高于预期。

附表: 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				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	10832	12255	16659	19003	22728	营业收入	7816	9159	11250	13649	16278
货币资金	2700	2945	3752	4070	4342	营业成本	5271	6166	7481	9213	10987
应收账款	3676	4145	5191	6237	7475	营业税金及附加	32	32	51	55	69
其他应收款	42	31	38	46	55	营业费用	360	374	703	821	940
预付款项	48	53	127	220	329	管理费用	418	429	1530	1884	2230
存货	1965	2049	2789	3281	4005	财务费用	-5	33	36	21	30
其他流动资产	77	88	124	155	195	资产减值损失	38.91	-24.72	29.81	29.81	29.81
非流动资产合计	2454	2877	3176	3331	3269	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	119	136	136	136	136	投资净收益	31.47	18.45	18.45	18.45	18.45
固定资产	1381.24	1821.47	2266.11	2428.74	2166.37	营业利润	1100	1244	1439	1644	2010
无形资产	187	191	295	288	282	营业外收入	39.32	15.60	22.90	25.94	21.48
其他非流动资产	77	86	0	0	0	营业外支出	21.89	5.28	10.96	12.71	9.65
资产总计	13286	15132	19835	22334	25997	利润总额	1117	1254	1451	1658	2022
流动负债合计	5554	6000	7815	8269	10412	所得税	108	92	136	146	172
短期借款	1140	1035	2117	0	1543	净利润	1010	1163	1314	1512	1850
应付账款	2528	2362	3183	5048	5347	少数股东损益	56	91	63	70	75
预收款项	0	0	-47	-104	-172	归属母公司净利润	954	1071	1251	1442	1775
一年内到期的非流	181	18	18	18	18	EBITDA	1427	1632	1718	1957	2331
非流动负债合计	1161	398	1175	1975	1975	EPS (元)	1.22	1.04	1.14	1.31	1.61
长期借款	3	142	942	1742	1742	主要财务比率					
应付债券	1032	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	6715	6398	8990	10244	12388	成长能力					
少数股东权益	524	570	633	703	777	营业收入增长	22.86%	17.18%	22.84%	21.32%	19.26%
实收资本(或股本)	791	1070	1101	1101	1101	营业利润增长	13.57%	13.12%	15.64%	14.30%	22.21%
资本公积	1001	2088	2965	2965	2965	归属于母公司净利润	-4.76%	12.30%	16.83%	15.23%	23.08%
未分配利润	3122	3866	3502	3050	2514	获利能力					
归属母公司股东权	6047	8164	10183	11357	12803	毛利率(%)	32.56%	32.68%	33.50%	32.50%	32.50%
负债和所有者权	13286	15132	19835	22334	25997	净利率(%)	12.92%	12.69%	11.68%	11.08%	11.36%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	2.91%	7.18%	7.08%	6.31%	6.46%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	15.77%	13.12%	12.29%	12.70%	13.86%
经营活动现金流	23	822	-1307	2406	-647	偿债能力					
净利润	1010	1163	1314	1512	1850	资产负债率(%)	51%	42%	45%	46%	48%
折旧摊销	333.19	355.14	0.00	262.37	262.37	流动比率	1.95	2.04	2.13	2.30	2.18
财务费用	-5	33	36	21	30	速动比率	1.60	1.70	1.77	1.90	1.80
应付账款的变化	0	0	-1047	-1046	-1238	营运能力					
预收账款的变化	0	0	-47	-57	-68	总资产周转率	0.67	0.64	0.64	0.65	0.67
投资活动现金流	-260	-281	-544	-482	-265	应收账款周转率	2	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.78	3.75	4.06	3.32	3.13
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	31	18	18	18	18	每股收益(最新摊薄)	1.22	1.04	1.14	1.31	1.61
筹资活动现金流	1243	-316	2657	-1605	1184	每股净现金流(最新)	1.27	0.21	0.73	0.29	0.25
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	7.64	7.63	9.25	10.32	11.63
长期借款增加	0	0	800	800	0	估值比率					
普通股增加	0	279	31	0	0	P/E	30.17	35.21	32.29	28.02	22.76
资本公积增加	28	1087	878	0	0	P/B	4.80	4.81	3.97	3.56	3.16
现金净增加额	1006	225	807	319	272	EV/EBITDA	20.09	23.00	23.13	19.46	16.89

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	连接器行业专题报告：军民用高景气周期带来，产业升级加速	2019-05-09
行业	国防军工周报：坚定看好三季度军工行情，建议关注两大主线	2019-07-01
行业	国防军工周报：军工迎来配置时点，建议重视行业比较优势	2019-07-15
公司	中航光电（002179）事件点评：股价再创新高，半年报有望维持高增长	2019-07-29
公司	中航光电（002179）：大牛股的奥秘：上市以来及近两年股价全景式复盘	2019-08-20
公司	中航光电（002179）事件点评：转债强制赎回期抛压已逐步释放，关注难得的短期加仓良机	2019-09-23
公司	中航光电（002179）事件点评：中航光电还能不能买？	2019-10-17

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，六年证券从业经验，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。

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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526