

**中航光电(002179)/国防军工**
**军民市场顺利开拓, 主营业务高速成长**
**评级: 买入(维持)**
**市场价格: 34.37**
**分析师: 苏晨**

执业证书编号: S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

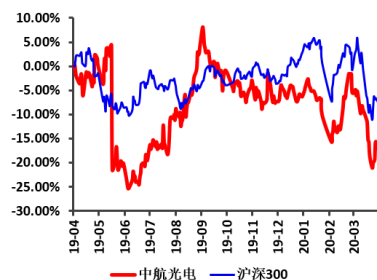
**研究助理: 李聪**

电话: 010-59013903

Email: licong@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

|           |          |
|-----------|----------|
| 总股本(百万股)  | 1100.91  |
| 流通股本(百万股) | 1065.35  |
| 市价(元)     | 34.37    |
| 市值(百万元)   | 37838.18 |
| 流通市值(百万元) | 36616.16 |

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1. 相关报告一: 中航光电业绩快报点评《高额研发影响短期业绩, 长期看好军工白马发展前景》2020.3.1
2. 相关报告二: 中航光电三季报点评《公司经营业绩稳步提升, 下游需求有望持续增长》2019.10.24

**公司盈利预测及估值**

| 指标        | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 7,816  | 9,159  | 10,863 | 12,932 | 15,399 |
| 增长率 yoy%  | 22.86% | 17.18% | 18.60% | 19.05% | 19.08% |
| 净利润       | 954    | 1,071  | 1,287  | 1,550  | 1,872  |
| 增长率 yoy%  | 15.56% | 12.30% | 20.16% | 20.44% | 20.74% |
| 每股收益(元)   | 0.87   | 0.97   | 1.17   | 1.41   | 1.70   |
| 每股现金流量    | 0.02   | 0.75   | 2.36   | 1.39   | 0.31   |
| 净资产收益率    | 15.77% | 13.12% | 13.67% | 14.35% | 14.99% |
| P/E       | 39.67  | 35.33  | 29.40  | 24.41  | 20.22  |
| PEG       | 2.16   | 1.74   | 1.72   | 1.33   | 1.00   |
| P/B       | 6.26   | 4.64   | 4.02   | 3.50   | 3.03   |

备注: 采用 2020/3/30 行情数据

**投资要点**

- **事件:** 3月30日, 公司发布2019年年度报告, 报告期内报告期内, 公司实现营业收入91.59亿元, 同比增长17.18%; 归属于上市公司股东的净利润10.71亿元, 同比增长12.56%; 扣非归母净利润10.34亿元, 同比增长17.12%; 基本每股收益1.0422元。
- **主营业务规模高速增长, 研发投入大幅提升。**报告期内, 实现营业总收入91.59亿元, 同比增长17.18%, 毛利率同比提升0.12个百分点至32.68%。其中连接器产品实现销售收入90.30亿元, 占营收比重为98.59%, 同比增长16.99%; 销售量4.63亿只, 同比增长22.29%; 毛利率同比提升0.14个百分点至32.62%。由于研发投入同比大幅增长38.55%, 占营收比重增加1.55个百分点, 带动整体期间费率上行0.79个百分点至19.17%。最终公司实现归属于上市公司股东的净利润10.71亿元, 同比增长12.56%。
- **公司展开措施推进回款, 债转股优化资本结构。**本期公司净现金流为2.45亿元, 同比降低约8亿元, 主要由于2018年发行13亿可转换公司债券, 2019年度筹资净现金流下降15.59亿元, 同时债转股也抵消了应付债券项目, 公司负债规模降低而所有者权益规模增加, 资本结构实现优化; 而经营活动产生的现金流量净额为8.22亿元, 较去年同期增加约8亿元, 主要系公司开展供应链金融, 多渠道、多方式引入付款方式, 销售回款情况改善。
- **子公司业绩创新高, 整体盈利能力提升。**公司旗下四家较为重要的参控股公司分别为沈阳兴华、中航富士达、深圳翔通与中航海信, 除合营企业中航海信2019年净利润出现下滑外, 另外三家控股子公司2019年净利润同比增幅皆在17%以上, 尤其是中航富士达, 净利润实现0.64亿元, 同比增幅达到152.8%。不考虑合并抵消情况, 四家子公司按持股比例合计净利润达到1.32亿元, 同比增长27.82%, 整体净利率亦实现同比提升2.13个百分点至12.53%。
- **公司注重科技创新, 多项技术实现突破。**2019年公司研发费用为9.20亿元, 同比增长2.56亿元, 新申请发明专利220项。拉动研发费用的增长主要为材料费与专项费用, 分别同比提升67.27%和63.49%, 增加规模分别为1.81和1.56亿元, 材料费的高速增长或表明公司在研产品的研发试验在加速推进。报告期内, 公司在多个领域实现技术突破: 高速、印制板表贴等一系列技术取得新成果, 比肩国际领先水平; 成功突破万米深水环境下密封连接技术, 填补国内空白; “智能检测、无线传输”等预先研究技术取得突破性成果。
- **军品紧跟国家大型项目, 民品市场实现重大拓展。**公司作为军工防务领域连接器龙头, 紧跟国家重点项目, 圆满完成建国70周年阅兵保障任务, 成功助力长征十一号、高速磁悬浮列车等多项国之重器首航首发, 全力助推国产大飞机研制试飞工作。民品市场, 通信领域全面参与客户5G全球平台项目, 高速背板连接器产品打破国际垄断, 批量用于客户全球平台; 新能源汽车领域成功进入国际一流车企供应链; 充电产品、液冷产品进入国际顶级客户供应链, 国内外市场开拓实现重大进展。
- **盈利预测及投资建议:** 我们预测公司2020-2022年实现收入分别为108.63/129.32/153.99亿元, 同比增长18.60%/19.05%/19.08%; 实现归母净利润12.87/15.50/18.72亿元, 同比增长20.16%/20.44%/20.74%; 对应EPS分别为1.17/1.41/1.70元; 对应PE为29/24/20倍。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场行业激烈竞争风险; 盈利能力下滑风险; 5G建设不及预期; 新产品和海外市场开拓带来的未知风险。

图表：财务报表与比率

## 损益表 (人民币百万元)

|              | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E   |
|--------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业总收入        | 7,816  | 9,159  | 10,863 | 12,932 | 15,399  |
| 增长率          | 22.9%  | 17.2%  | 18.6%  | 19.0%  | 19.1%   |
| 营业成本         | -5,271 | -6,166 | -7,238 | -8,599 | -10,178 |
| % 销售收入       | 67.4%  | 67.3%  | 66.6%  | 66.5%  | 66.1%   |
| 毛利           | 2,545  | 2,993  | 3,624  | 4,333  | 5,221   |
| % 销售收入       | 32.6%  | 32.7%  | 33.4%  | 33.5%  | 33.9%   |
| 营业税金及附加      | -32    | -32    | -54    | -65    | -77     |
| % 销售收入       | 0.4%   | 0.4%   | 0.5%   | 0.5%   | 0.5%    |
| 营业费用         | -360   | -374   | -500   | -556   | -693    |
| % 销售收入       | 4.6%   | 4.1%   | 4.6%   | 4.3%   | 4.5%    |
| 管理费用         | -418   | -429   | -1,466 | -1,785 | -2,094  |
| % 销售收入       | 5.3%   | 4.7%   | 13.5%  | 13.8%  | 13.6%   |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,736  | 2,158  | 1,604  | 1,928  | 2,357   |
| % 销售收入       | 22.2%  | 23.6%  | 14.8%  | 14.9%  | 15.3%   |
| 财务费用         | 5      | -33    | -33    | -35    | -24     |
| % 销售收入       | -0.1%  | 0.4%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.2%    |
| 资产减值损失       | 39     | -25    | 11     | 12     | 32      |
| 公允价值变动收益     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| 投资收益         | 31     | 18     | 19     | 15     | 16      |
| % 税前利润       | 1.7%   | 0.9%   | 1.2%   | 0.8%   | 0.7%    |
| 营业利润         | 1,812  | 2,119  | 1,601  | 1,920  | 2,381   |
| 营业利润率        | 23.2%  | 23.1%  | 14.7%  | 14.8%  | 15.5%   |
| 营业外收支        | 17     | 10     | -16    | -13    | -18     |
| 税前利润         | 1,829  | 2,129  | 1,585  | 1,907  | 2,363   |
| 利润率          | 23.4%  | 23.2%  | 14.6%  | 14.7%  | 15.3%   |
| 所得税          | -108   | -92    | -172   | -207   | -276    |
| 所得税率         | 5.9%   | 4.3%   | 10.8%  | 10.9%  | 11.7%   |
| 净利润          | 1,010  | 1,163  | 1,391  | 1,676  | 2,023   |
| 少数股东损益       | 56     | 91     | 104    | 126    | 152     |
| 归属于母公司的净利润   | 954    | 1,071  | 1,287  | 1,550  | 1,872   |
| 净利率          | 12.2%  | 11.7%  | 11.8%  | 12.0%  | 12.2%   |

## 现金流量表 (人民币百万元)

|          | 2018A  | 2019A | 2020E  | 2021E | 2022E  |
|----------|--------|-------|--------|-------|--------|
| 净利润      | 1,010  | 1,163 | 1,391  | 1,676 | 2,023  |
| 加: 折旧和摊销 | 179    | 193   | 165    | 168   | 171    |
| 资产减值准备   | 75     | 65    | 0      | 0     | 0      |
| 公允价值变动损失 | 0      | 0     | 0      | 0     | 0      |
| 财务费用     | 12     | 74    | 33     | 35    | 24     |
| 投资收益     | -31    | -19   | -19    | -15   | -16    |
| 少数股东损益   | 56     | 91    | 104    | 126   | 152    |
| 营运资金的变动  | -1,224 | -701  | -1,343 | -345  | -2,182 |
| 经营活动现金净流 | 23     | 822   | 227    | 1,519 | 20     |
| 固定资本投资   | -219   | -304  | -60    | -60   | -50    |
| 投资活动现金净流 | -260   | -281  | -45    | -49   | -38    |
| 股利分配     | -103   | -103  | -129   | -163  | -190   |
| 其他       | 1,345  | -213  | 494    | -643  | 1,001  |
| 筹资活动现金净流 | 1,243  | -316  | 365    | -805  | 811    |
| 现金净流量    | 1,006  | 225   | 548    | 665   | 793    |

## 资产负债表 (人民币百万元)

|          | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金     | 2,700  | 2,945  | 3,493  | 4,158  | 4,952  |
| 应收款项     | 6,040  | 7,095  | 8,484  | 10,063 | 12,023 |
| 存货       | 1,965  | 2,049  | 2,663  | 2,935  | 3,692  |
| 其他流动资产   | 127    | 165    | 216    | 225    | 241    |
| 流动资产     | 10,832 | 12,255 | 14,856 | 17,381 | 20,908 |
| % 总资产    | 81.5%  | 81.0%  | 84.3%  | 86.7%  | 89.2%  |
| 长期投资     | 120    | 136    | 136    | 136    | 136    |
| 固定资产     | 1,381  | 1,821  | 1,707  | 1,591  | 1,472  |
| % 总资产    | 10.4%  | 12.0%  | 9.7%   | 7.9%   | 6.3%   |
| 无形资产     | 187    | 191    | 174    | 156    | 138    |
| 非流动资产    | 2,454  | 2,877  | 2,769  | 2,658  | 2,541  |
| % 总资产    | 18.5%  | 19.0%  | 15.7%  | 13.3%  | 10.8%  |
| 资产总计     | 13,286 | 15,132 | 17,624 | 20,039 | 23,449 |
| 短期借款     | 1,140  | 1,035  | 1,085  | 619    | 832    |
| 应付款项     | 3,976  | 4,637  | 5,157  | 6,666  | 7,217  |
| 其他流动负债   | 438    | 329    | 388    | 388    | 388    |
| 流动负债     | 5,554  | 6,000  | 6,630  | 7,673  | 8,437  |
| 长期贷款     | 3      | 142    | 142    | 0      | 0      |
| 其他长期负债   | 1,158  | 256    | 400    | 400    | 400    |
| 负债       | 6,715  | 6,398  | 7,171  | 8,073  | 8,837  |
| 普通股股东权益  | 6,047  | 8,164  | 9,779  | 11,166 | 13,659 |
| 少数股东权益   | 524    | 570    | 674    | 800    | 952    |
| 负债股东权益合计 | 13,286 | 15,132 | 17,624 | 20,039 | 23,449 |

## 比率分析

|              | 2018A  | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|--------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标         |        |         |         |         |         |
| 每股收益 (元)     | 0.87   | 0.97    | 1.17    | 1.41    | 1.70    |
| 每股净资产 (元)    | 5.49   | 7.42    | 8.88    | 10.14   | 12.41   |
| 每股经营现金净流 (元) | 0.02   | 0.75    | 0.21    | 1.38    | 0.02    |
| 每股股利 (元)     | 0.09   | 0.09    | 0.12    | 0.15    | 0.17    |
| 回报率          |        |         |         |         |         |
| 净资产收益率       | 15.77% | 13.12%  | 13.16%  | 13.88%  | 13.70%  |
| 总资产收益率       | 7.60%  | 7.68%   | 7.89%   | 8.36%   | 8.63%   |
| 投入资本收益率      | 20.36% | 19.52%  | 21.35%  | 21.57%  | 25.08%  |
| 增长率          |        |         |         |         |         |
| 营业总收入增长率     | 22.86% | 17.18%  | 18.60%  | 19.05%  | 19.08%  |
| EBIT增长率      | 72.91% | 27.35%  | -26.77% | 19.79%  | 21.24%  |
| 净利润增长率       | 15.56% | 12.30%  | 20.16%  | 20.44%  | 20.74%  |
| 总资产增长率       | 32.46% | 13.89%  | 16.47%  | 13.70%  | 17.01%  |
| 资产管理能力       |        |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数     | 153.7  | 155.1   | 155.1   | 155.1   | 155.1   |
| 存货周转天数       | 76.1   | 78.9    | 78.1    | 77.9    | 77.5    |
| 应付账款周转天数     | 141.3  | 142.7   | 142.0   | 142.4   | 142.2   |
| 固定资产周转天数     | 64.4   | 62.9    | 58.5    | 45.9    | 35.8    |
| 偿债能力         |        |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益     | -8.97% | -26.31% | -27.68% | -35.89% | -53.04% |
| EBIT利息保障倍数   | -314.6 | 67.7    | 49.6    | 55.4    | 99.2    |
| 资产负债率        | 50.54% | 42.28%  | 40.69%  | 40.29%  | 37.69%  |

来源：中泰证券研究所

投资评级说明:

|                                                                                                                                                                          | 评级 | 说明                                 |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|------------------------------------|
| 股票评级                                                                                                                                                                     | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|                                                                                                                                                                          | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|                                                                                                                                                                          | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|                                                                                                                                                                          | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级                                                                                                                                                                     | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|                                                                                                                                                                          | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|                                                                                                                                                                          | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 |    |                                    |

### 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。