

中航光电 (002179) 事件点评：中航光电还能不能买？

2019年10月17日

强烈推荐/维持

中航光电 公司报告

报告摘要：

【事件】

中航光电是军工行业中为数不多的核心资产，拥有众多粉丝。尽管市场对于其业绩增长、新能源汽车业务盈利水平、增值税事项等等存在一定分歧，但公司在过去的两三个月里不断刷新历史新高。公司股价9月中下旬开始调整，最近路演感受是大家对于光电存在一定的分歧，比如在当前估值下能不能涨？能涨多少？未来决定公司股价的主要驱动力是什么？我们试着解答投资者关注的几大问题。

我们的观点：

1、机构们配置中航光电主要买的是什么？

中航光电作为军工历史上的超级牛股，自2007年上市以来股价涨幅已经超过700%，我们此前复盘了光电历史股价表现的主要驱动力，机构们配置中航光电，主要买的是公司独有的四点特质：

第一，持续稳健的业绩增速和高ROE是决定公司股价的核心变量。无论是在2012-2015年的小票风格时代（注重想象空间），还是2016-2019年的“核心资产”时代（注重确定性），高ROE和高利润增速都是良好股价表现的核心因素，中航光电自上市以来每年营收和净利润都保持正向增长，且营收和净利润10年加权平均增长率分别为26.34%和24.43%，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。

第二，聚焦主业，专心做好一件事很重要。公司所有的业务都是基于连接器这个核心来进行横向和纵向的扩张，并未如部分公司那样发展双主业或新主业，专心做一件事让公司更了解产业未来方向，也更了解客户。

第三，军民合一卡位优势明显，民品大市场将提供可持续增长潜力。对军民合一企业来说，产品的技术特征是第一位的，用户性质则是第二位的。也就是说，企业更多地专注产品本身，至于客户购买是军用还是民用完全取决于需求。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,361.81	7,816.02	9,693.34	12,084.6	14,554.3
增长率(%)	8.66%	22.86%	24.02%	24.67%	20.44%
归母净利润(百万元)	866.37	1,009.52	1,226.69	1,595.65	1,940.53
增长率(%)	11.58%	16.52%	21.51%	30.08%	21.61%
净资产收益率(%)	16.88%	15.77%	14.71%	16.68%	17.48%
每股收益(元)	1.05	1.22	1.13	1.48	1.80
PE	38.15	33.00	35.67	27.20	22.27
PB	6.49	5.25	5.25	4.54	3.89

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：

交易数据

52周股价区间(元)	23.83-45.08
总市值(亿元)	421.00
流通市值(亿元)	418.00
总股本/流通A股(万股)	102814/102029
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

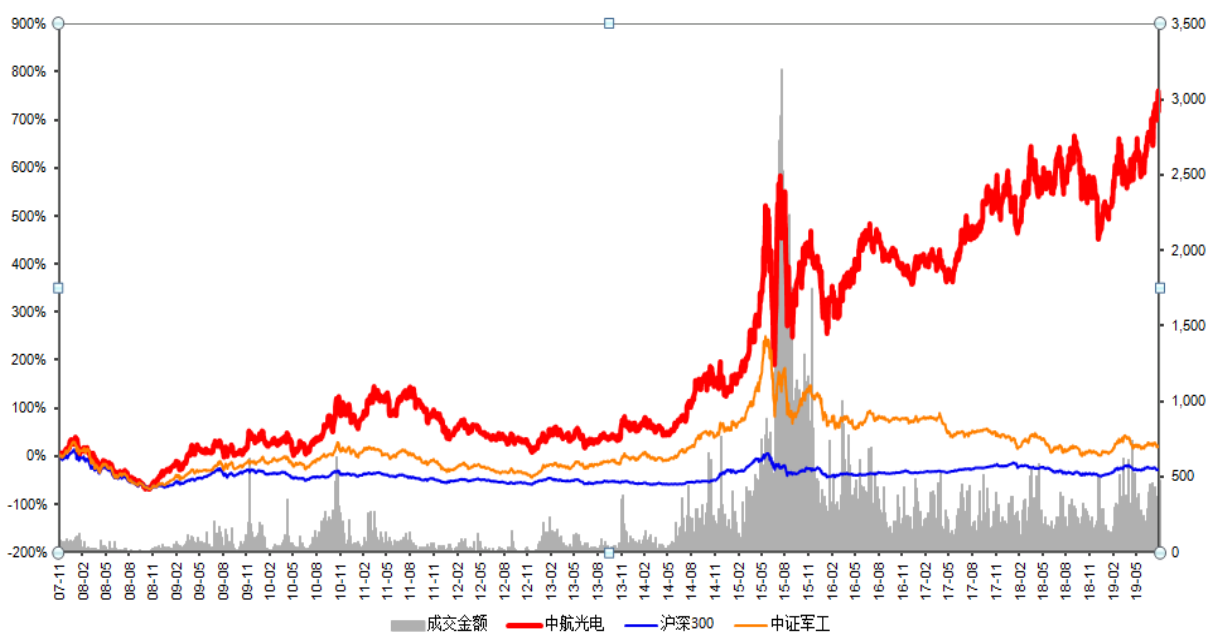
wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号

S1480518010001

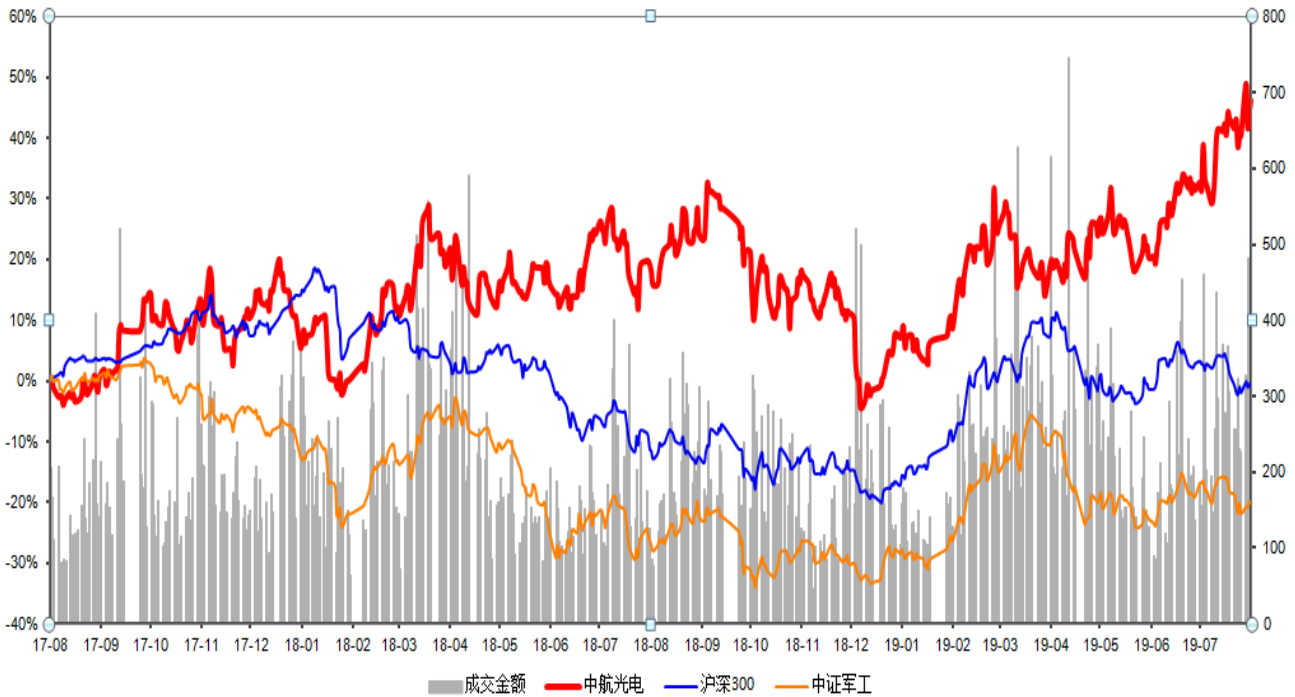
第四，行业龙头公司，赢者通吃的局面会延续。行业龙头公司最大的优势在于收入（或订单）的可持续性和产品的市场竞争优势（具备一定定价权），公司未来仍有望提高市占率，第一，通过提高技术难度和系统集成为客户创造新的需求。第二，军品定价改革背景下，吞并规模较小的配套厂商。

图 1：公司上市以来股价表现对比



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 2：公司近两年来股价表现对比



资料来源: Wind、东兴证券研究所

2、现在的估值到底贵不贵?

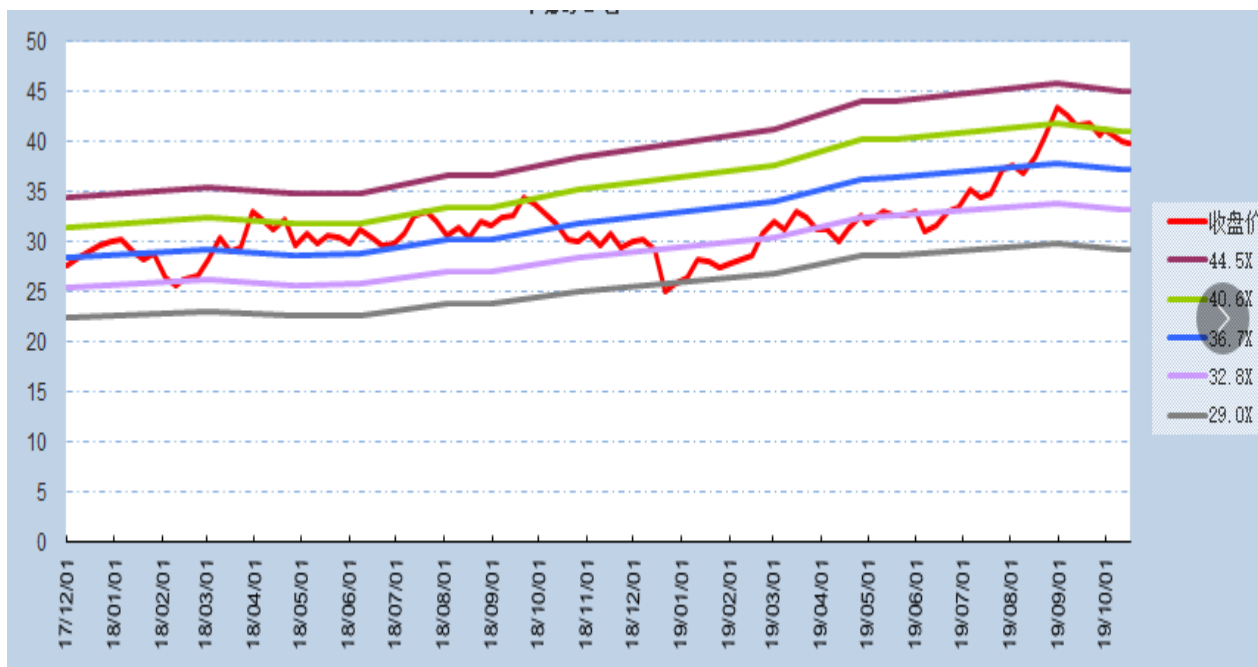
估值是一门艺术,中航光电历史上的 PE Band 大约在 29-44 倍之间,现在按照 19 年的盈利预测计算估值大概在 36 倍左右,不得不说现在光电的估值不便宜,站在当前时点,到底怎么看估值呢?

第一,核心资产享受更高的溢价,马太效应将加速体现。具备核心竞争力的细分行业龙头就是核心资产。无论是传统的制造业、消费行业,还是新兴产业,都能找到相应的核心资产。龙头企业从市场占有率、产品比较优势、品牌价值等多方面,必然具有一定的技术壁垒,这种技术壁垒一般在较长的时间有效存在,马太效应会加速体现,物以稀为贵,股市也一样,好公司一定是极少数,享有一定的估值溢价是正常现象。

第二,公司未来各项业务景气度都处在上升阶段,未来可以随着不断成长逐步消化高估值。尽管随着股价上涨公司确实出现了阶段性高估,但只要其拥有的核心竞争力没有弱化,未来还是可以通过公司的不断成长逐步消化高估值。

从基本面上来看,公司的各项业务都在向好。军工方面,明年是十三五的最后一年,军品订单和收入增速大概率只会比今年更好;新能源汽车方面,过去 2-3 年公司新能源汽车业务毛利率已经下滑很多,可喜的是公司今年在几大主流车厂渗透方面都做得不错,比如上汽、CATL 等,新能源汽车业务毛利率不但稳住了还有了小幅上升;通讯方面,公司作为华为的金牌供应商,5G 相关连接器和组件的价值量要显著高于 4G,而公司在通讯方面很早就已经开始研发测试 5G 相关产品,明年通讯业务的产值和毛利率有可能比大家想象的都要好。

图 1: 中航光电 PE Band



资料来源：wind，东兴证券研究所

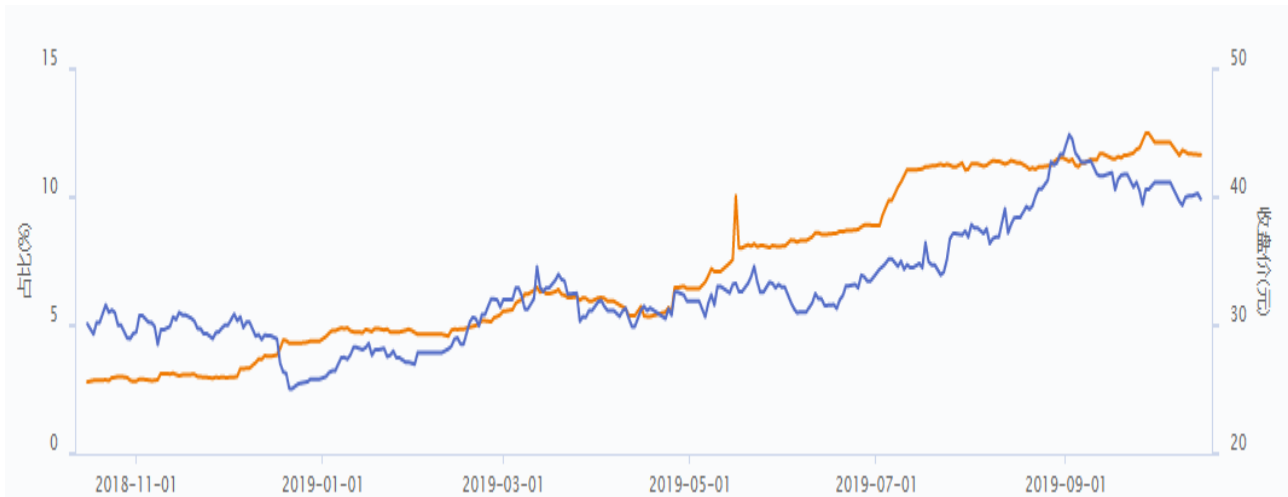
3、在当前时点买划算吗？

现在也有很多投资者关心，现在买入中航光电并持有是否意味着上涨的空间不大，性价比不高，怎么看待这个问题？

第一，按照现在定位买的话确定赚的是业绩成长的钱，估值切换或者市场风险偏好提高的时候也存在赚估值提升的钱。首先，可以赚公司每年业绩成长的钱。公司业绩成长是较为确定的，同时明年开始几大业务将迎来高景气周期，长期持股每年赚业绩成长也会取得可观的收益；其次，按照 2020 年的业绩预测计算的估值大约为 29 倍，四季度估值切换会存在估值提升的机会。此外，历史上来看，公司股价表现和电子、通讯的相关度越来越高，往往市场风险偏好高的时候，公司会同时受益于军工、电子、通讯等具备科技含量的行业估值的提升。

第二，配置同时需要考虑增量资金的偏好，价值投资正在成为主流，公司也不会出现么蛾子。如果把 2015 年作为一个时间节点，2015 年之前可能市场增量资金更多是由游资提供，炒题材股、重组股盛行，2015 年之后，随着监管的深入和上市公司业绩爆雷，大家都被教育了，当前市场的增量资金更多是由理性的外资或者国内长线机构（国内的理财、险资、养老等中长期资金）提供，而未来随着外资规模增加和深度参与，确定性和价值投资的理念将更加深入人心。**此外，外资最关心的是手中资金能不能实现“安全增长”，而国内中长期资金对于上市公司潜在风险的关注度也达到了前所未有的高度。**中航光电本身的特质就是跟得住、基本不会有么蛾子，这些特质很符合未来增量资金的喜好。

图 4：沪深港通持股占自由流通股本比重 (%)



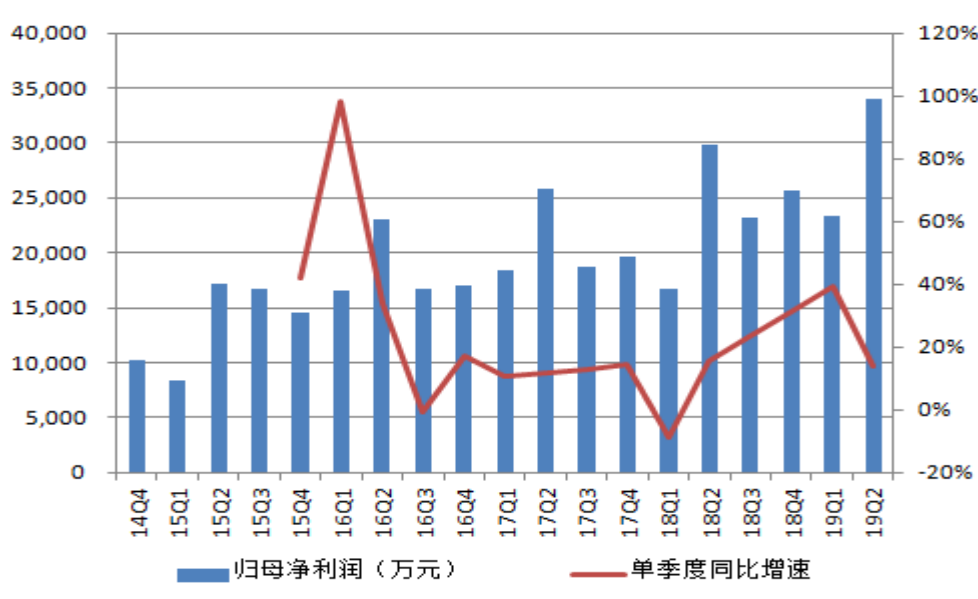
资料来源: wind, 东兴证券研究所

4、短期来看, 三季度报会怎么样? 可转债不利影响是不是消除了?

第一, 对于市场比较关注的三季度报, 我们预测公司的营业收入和利润增速或超过 20%。我们看到, 2019 年上半年军品收入增速或与民品收入增速较为接近, 相对于 2018 年显著改善, 而三季度开始, 随着军品的批量交付, 高毛利率的军品收入占比或增加, 公司利润增速有望进一步和收入增速匹配。

第二, 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。“光电转债”已经于 2019 年 10 月 16 日当天停止交易。“光电转债”停止交易后, 所有债券持有人仍可在 2019 年 10 月 29 日收市前申请转股。**根据公司公告, 截止至 9 月底, 光电转股数量为 2045.29 万股, 剩余可转债余额为 6.68 亿元(668.47 万张)。**根据我们测算, 公司 1300 万张可转债每张面值为 100 元, 假设按照转股价格 30.87 元/股来测算相当于 4211.21 万股公司股票, 我们认为公司因为转股导致的抛压或将在本周得到大部分释放, 或将迎来难得的短期配置窗口。

图 5: 中航光电单季度归母净利润情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

5、投资建议

站在当前时点，我们认为随着军工行业和 5G 业务景气度抬升，公司未来数年保持业绩高速增长无忧，同时作为军工行业中为数不多的核心资产，公司依然会凭借确定性享有估值溢价。**建议已经配置的投资者耐心持股，没配置的投资者择机上车。（特别是在市场受到外部因素冲击，非理性下跌的时候）。**我们预测公司 2019 年~2021 年 EPS 分别为 1.13 元、1.48 元、1.80 元，对应 10 月 16 日收盘价 PE 分别为 36X、27X、22X。

6、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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	7826	10832	13843	16171	19027	营业收入	6362	7816	9693	12085	14554
货币资金	1648	2700	2930	3272	2927	营业成本	4133	5271	6562	8302	9897
应收账款	2918	3676	4503	5649	6782	营业税金及附加	34	32	52	57	73
其他应收款	39	42	53	66	79	营业费用	299	360	455	567	717
预付款项	55	48	114	197	296	管理费用	856	418	1212	1329	1674
存货	1338	1965	2124	2502	3093	财务费用	80	-5	33	36	21
其他流动资产	37	77	137	208	284	资产减值损失	75.25	38.91	55.05	55.05	55.05
非流动资产合计	2204	2454	2790	2972	2937	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	100	119	119	119	119	投资净收益	34.36	31.47	31.47	31.47	31.47
固定资产	1413.74	1381.24	1989.48	2179.47	1944.46	营业利润	968	1100	1356	1770	2149
无形资产	205	187	291	285	280	营业外收入	13.77	39.32	35.93	29.68	34.98
其他非流动资产	65	77	0	0	0	营业外支出	5.71	21.89	10.71	12.77	15.12
资产总计	10030	13286	16633	19142	21965	利润总额	976	1117	1382	1787	2169
流动负债合计	4280	5554	6821	7226	8463	所得税	110	108	155	191	228
短期借款	531	1140	1573	0	499	净利润	866	1010	1227	1596	1941
应付账款	1611	2528	2814	4549	4833	少数股东损益	41	56	47	48	50
预收款项	65	0	-39	-87	-145	归属母公司净利润	825	954	1180	1548	1891
一年内到期的非流	500	181	181	181	181	EBITDA	1390	1427	1604	2070	2433
非流动负债合计	322	1161	936	1736	1736	EPS (元)	1.05	1.22	1.13	1.48	1.80
长期借款	181	3	803	1603	1603	主要财务比率					
应付债券	0	1032	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	4602	6715	7757	8961	10198	成长能力					
少数股东权益	539	524	571	618	668	营业收入增长	8.66%	22.86%	24.02%	24.67%	20.44%
实收资本(或股本)	791	791	1049	1049	1049	营业利润增长	15.35%	13.57%	23.33%	30.50%	21.40%
资本公积	973	1001	1879	1879	1879	归属于母公司净利润	-4.76%	15.56%	23.74%	31.16%	22.14%
未分配利润	2452	3122	2866	2505	2079	获利能力					
归属母公司股东权	4890	6047	8021	9278	10814	毛利率(%)	35.04%	32.56%	32.30%	31.30%	32.00%
负债和所有者权	10030	13286	16633	19142	21965	净利率(%)	13.62%	12.92%	12.65%	13.20%	13.33%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	2.91%	8.23%	7.18%	7.10%	8.09%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	16.88%	15.77%	14.71%	16.68%	17.48%
经营活动现金流	480	23	-462	1937	-190	偿债能力					
净利润	866	1010	1227	1596	1941	资产负债率(%)	46%	51%	47%	47%	46%
折旧摊销	341.39	333.19	0.00	235.01	235.01	流动比率	1.83	1.95	2.03	2.24	2.25
财务费用	80	-5	33	36	21	速动比率	1.52	1.60	1.72	1.89	1.88
应付账款的变化	0	0	-826	-1146	-1133	营运能力					
预收账款的变化	0	0	-39	-48	-58	总资产周转率	0.69	0.67	0.65	0.68	0.71
投资活动现金流	-287	-260	-574	-495	-278	应收账款周转率	3	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.29	3.78	3.63	3.28	3.10
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	34	31	31	31	31	每股收益(最新摊薄)	1.05	1.22	1.13	1.48	1.80
筹资活动现金流	62	1243	1267	-1100	123	每股净现金流(最新)	0.32	1.27	0.22	0.33	-0.33
应付债券增加	0	0	-1032	0	0	每股净资产(最新摊)	6.18	7.64	7.65	8.85	10.31
长期借款增加	0	0	800	800	0	估值比率					
普通股增加	188	0	258	0	0	P/E	38.15	33.00	35.67	27.20	22.27
资本公积增加	-8	28	878	0	0	P/B	6.49	5.25	5.25	4.54	3.89
现金净增加额	255	1006	230	342	-345	EV/EBITDA	22.54	22.01	26.01	19.62	17.04

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

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。