

中航光电 (002179): 半年报有望维持高增长

2019 年 07 月 21 日

强烈推荐/维持

中航光电 公司报告

报告摘要:

【投资建议】

中航光电是我们团队重点覆盖标的,现更新我们近期交流观点,我们认为公司半年报营收增速有望达到 25-30% 的区间,而净利润增速有望达到 20-25% 的区间。展望全年,军品逐步迎来高景气周期,通讯方面将充分受益于国产替代加速,2019 年全年业绩有望超预期。作为军工行业中少有的核心资产,建议积极参与。我们预测公司 2019 年~2021 年 EPS 分别为 1.19 元、1.55 元、1.84 元,对应 7 月 19 日收盘价 PE 分别为 29X、22X、19X。

我们现对市场关注的几个问题进行一一解答:

1、优质龙头股应该享有估值溢价

公司历史上估值最高的时候为 2015 年 7 月时市场给予的 40 倍左右 PE (TTM),参照整个 A 股和海外市场,优质龙头股的确定性均享有估值溢价,作为军工行业中为数不多的核心资产,公司股价不仅成功穿越牛熊且近三年来三次创历史新高,我们认为公司合理的 PE 区间在 25-40 倍之间。

2、公司订单或继续维持高速增长

有传言指公司 6 月单月整体订单和军品订单不佳。我们判断,一方面,公司目前整体订单增速一般或与新能源汽车订单完成情况不佳有关,而新能源汽车订单上半年不佳与整车厂基本面变化有关,公司新能源汽车下半年有望攻克重点客户获得增量订单;另一方面,军品单月订单即便体量较小,但我们判断 6 月单月目标或制定的较少,而公司单月完成率较高,这并不意味着公司军品订单未来增速出现实质下滑。

3、2018 年二季度营收和利润基数较高原因为延迟确认收入

公司 2018 年第二季度单季度实现营收 21.08 亿元,同比增长 30.87%,而二季度单季度实现归属于上市公司股东净利润 2.98 亿元,单季同比增长 15.55%。我们认为当时单季度营收大幅增长的主要原因是 2018 年一季度较多收入延迟到二季度确认,而利润增速慢于营收增速较多主要原因是去年上

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	1,269.22	1,644.12	1,945.11
增长率 (%)	11.58%	16.52%	25.72%	29.54%	18.31%
净资产收益率 (%)	16.88%	15.77%	15.22%	17.11%	17.43%
每股收益 (元)	1.05	1.22	1.19	1.55	1.84
PE	33.01	28.56	29.21	22.37	18.85
PB	5.62	4.54	4.45	3.83	3.29

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)	34.74-42
总市值 (亿元)	357.18
流通市值 (亿元)	354.45
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: 陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517080001

分析师: 王习

010-66554034

wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480518010001

研究助理: 张卓琦

010-66554018

zhangzq_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

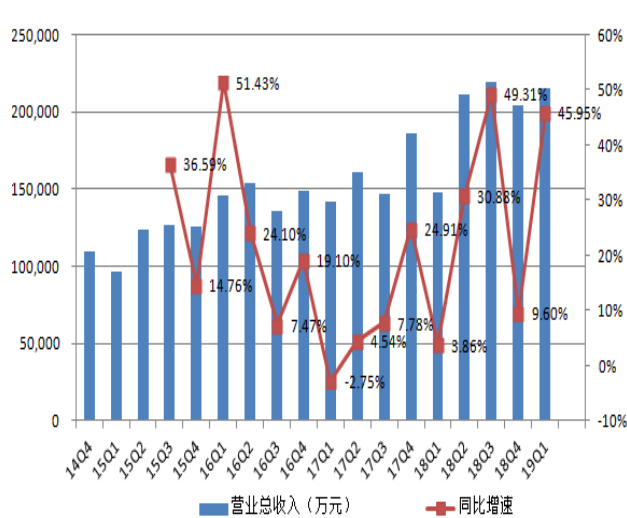
S1480117080010

半年毛利率较低的新能源汽车业务和通讯业务增速远高于军工，造成民品占比较大。

4、去年第二季度单季度高基数并不会影响今年半年报

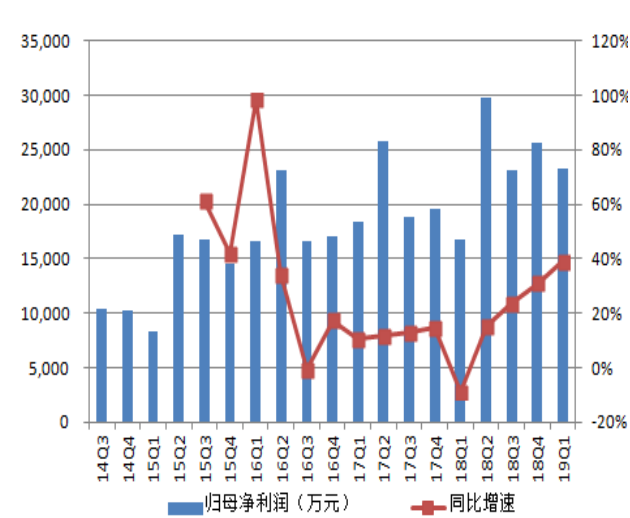
我们判断去年高基数对于 2019 年半年报有一定影响但是影响不大，主要原因，第一，2019 年上半年军品收入增速或与民品收入增速较为接近，而军品业务毛利率远高于民品，军品结构占比同比增加有望提升公司毛利率水平；第二，2018 年上半年期间管理费用同比增长 19.71%，增加主要原因或为研发人员基本工资增加及奖金计提增加，而 2019 年这种情况或出现边际改观。2019 年一季报公司利润增速与收入增速较为匹配。

图 1:单季度营业收入变化情况



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 2:单季度归母净利润变化情况



资料来源: 互联网、东兴证券研究所

5、发行可转债费用并不会带来财务费用大幅增加

我们判断可转债发行费用或低于市场此前预期，2019 年一季报显示财务费用只增加不到 700 万，主要原因或为发行可转债募集的资金用作协议存款，所获取的利息收入抵消一部分可转债发行按照贷款基准利率计提的财务费用，实际利率或为 2% 左右。

6、新能源汽车及通讯业务并不会拖累公司毛利率

新能源汽车业务和通讯业务毛利率近几年下滑较为明显，目前两项业务毛利率已位于较低区间，对于净利润贡献有限，我们判断今年下半年与 5G 相关的产品会逐步贡献业绩，公司通讯业务毛利率有望稳中有升。

投资建议:

我们预测公司 2019 年~2021 年 EPS 分别为 1.19 元、1.55 元、1.84 元，对应 7 月 19 日收盘价 PE 分别为 29X、22X、19X。

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					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	7826	10832	13817	16176	19026	营业收入	6362	7816	9693	12085	14554
货币资金	1648	2700	2930	3297	2927	营业成本	4133	5271	6485	8242	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	113	195	294	管理费用	856	418	1212	1329	1674
存货	1338	1965	2099	2484	3093	财务费用	80	-5	62	42	16
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	1404	1824	2154
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	16607	19148	21963	利润总额	976	1117	1429	1841	2174
流动负债合计	4280	5554	6781	7178	8404	所得税	110	108	160	197	229
短期借款	531	1140	1588	0	440	净利润	866	1010	1269	1644	1945
应付账款	1611	2528	2780	4516	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	1223	1596	1895
一年内到期的非流	500	181	181	181	181	EBITDA	1390	1427	1682	2130	2433
非流动负债合计	322	1161	936	1736	1736	EPS (元)	1.05	1.22	1.19	1.55	1.84
长期借款	181	3	803	1603	1603	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
应付债券	0	1032	0	0	0						
负债合计	4602	6715	7717	8913	10140	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	1028	1028	1028	营业利润增长	15.35%	13.57%	27.68%	29.92%	18.07%
资本公积	973	1001	1879	1879	1879	归属于母公司净利润	-4.76%	15.56%	28.20%	30.56%	18.71%
未分配利润	2452	3122	2857	2484	2057	获利能力					
归属母公司股东权	4890	6047	8035	9332	10871	毛利率(%)	35.04%	32.56%	33.10%	31.80%	32.00%
负债和所有者权	10030	13286	16607	19148	21963	净利率(%)	13.62%	12.92%	13.09%	13.60%	13.36%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	2.91%	8.23%	7.18%	7.36%	8.34%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	16.88%	15.77%	15.22%	17.11%	17.43%
经营活动现金流	480	23	-419	1991	-160	偿债能力					
净利润	866	1010	1269	1644	1945	资产负债率(%)	46%	51%	46%	47%	46%
折旧摊销	341.39	333.19	0.00	235.01	235.01	流动比率	1.83	1.95	2.04	2.25	2.26
财务费用	80	-5	62	42	16	速动比率	1.52	1.60	1.73	1.91	1.90
应付帐款的变化	0	0	-826	-1146	-1133	营运能力					
预收帐款的变化	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	3.65	3.31	3.11
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	1.19	1.55	1.84
筹资活动现金流	62	1243	1223	-1130	69	每股净现金流(最新	0.32	1.27	0.22	0.36	-0.36
应付债券增加	0	0	-1032	0	0	每股净资产(最新摊	6.18	7.64	7.82	9.08	10.57
长期借款增加	0	0	800	800	0	估值比率					
普通股增加	188	0	237	0	0	P/E	33.01	28.56	29.21	22.37	18.85
资本公积增加	-8	28	878	0	0	P/B	5.62	4.54	4.45	3.83	3.29
现金净增加额	255	1006	230	367	-369	EV/EBITDA	19.46	19.01	21.02	16.06	14.39

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

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

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。

研究助理简介

研究助理：张卓琦

清华大学工业工程博士，3 年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017 年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

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。