

中航光电 (002179) 年报点评: 研发费用增长拖累利润释放, 低基数或为未来高增长埋下伏笔

2020年03月31日

强烈推荐/维持

中航光电 公司报告

【事件】

公司发布 2019 年年报, 2019 年全年实现营业收入 91.59 亿元, 同比增长 17.18%, 归属于上市公司股东净利润 10.71 亿元, 同比增长 12.56%。每股收益为 1.04 元, 同比增长 11.87%。

我们的观点:

1、研发费用一定程度拖累利润增速, 利润增速较低或为未来高增长埋下伏笔

2019 年全年实现营业收入 91.59 亿元, 同比增长 17.18%, 归属于上市公司股东净利润 10.71 亿元, 同比增长 12.56%。每股收益为 1.04 元, 同比增长 11.87%。

第一, 收入增长符合预期。收入方面, 我们判断军品收入增长保持稳健, 子板块中航天和电子的快速增长或弥补了舰船方面的下滑。而通讯收入亦保持较快增长, 主要原因为全面参与客户 5G 全球平台建设。新能源汽车业务收入或由于行业整体影响低于预期。此外, 而中航富士达对西安富士达微波技术有限公司的持股由控股转为参股, 西安富士达微波技术有限公司不再纳入公司合并报表范围 (中航富士达收入有所下滑)。

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	10,909.6	13,178.7	15,730.6
增长率 (%)	22.86%	17.18%	19.12%	20.80%	19.36%
归母净利润 (百万元)	1,009.52	1,162.57	1,390.62	1,631.40	1,955.67
增长率 (%)	16.52%	15.16%	19.62%	17.31%	19.88%
净资产收益率 (%)	15.77%	13.12%	12.96%	13.56%	14.41%
每股收益 (元)	1.22	1.04	1.21	1.42	1.71
PE	28.25	32.98	28.50	24.23	20.12
PB	4.50	4.51	3.69	3.29	2.90

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

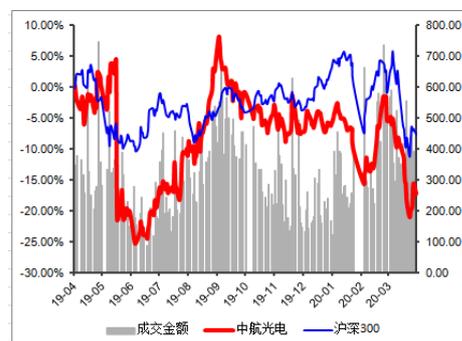
公司是中航工业旗下专业为军工防务及高端制造领域提供互连技术解决方案的高科技企业。公司产品广泛应用于航空航天和军事领域、通讯网络与数据中心、轨道交通、新能源汽车、电力、石油装备、医疗设备以及智能装备等民用高端制造领域。

未来 3-6 个月重大事项提示:

交易数据

52 周股价区间 (元)	29.79-45.08
总市值 (亿元)	374.00
流通市值 (亿元)	362.00
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

wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号

S1480518010001

第二，利润增速慢于收入增速。主要原因一方面是公司加大核心产品和核心能力建设，研发投入同比增长38.48%所致（绝对值增加2.56亿元），研发费用占收入的比重同比上升1.5个百分点（由8.49%上升至10.04%），研发人员占比同比增加4.4个百分点（由23.03%上升至27.43%）。我们推断研发费用或主要用于5G相关产品的研发和建设，公司2020年5G产品有望实现较好交付。另一方面，公司财务费用同比增加超过3000万元，主要原因为上年同期受益于美元汇率波动影响和本期可转债导致利息增加所致。

第三，单季度来看，公司归母净利润下滑或与单季度通讯业务占比增加和股权激励费用确认有关。公司2019年第四季度实现营业收入22.67亿元（+11.37%），归母净利润2.4亿元（-5.69%）。我们判断四季度单季度归母净利润下滑或与产品结构变化（四季度单季度军品收入确认放缓通讯收入确认变快）和费用计提（股权激励费用或集中在四季度确认）有关。2019年全年毛利率为32.68%，相对于2018年时的32.56%略有上升，而2019年半年报时的毛利率则相对于2018年半年报出现下降，可以判断2019年下半年毛利率出现边际改善（或与产品结构中通讯业务占比提升新能源汽车业务占比下降有关）。

第四，展望2020年，我们认为，公司军品业务将由于进入到十三五最后一年而保持订单饱满的状态，通讯业务有望受益于5G建设的提速超预期，而新能源汽车业务有望超过制定的计划目标。受到疫情影响，我们判断公司一季报或受到疫情冲击较大，不过从二季度起公司或加速产值和收入确认，考虑到军工企业原本上半年确认的订单和收入占全年的比重就较小，公司2020年全年仍有望完成既定目标。公司从2019年起更加注重盈利指标而非订单指标，我们判断公司2019年利润增速基数较低也为2020年的高速增长埋下伏笔。

2、限制性股票解锁条件更加注重盈利质量考核，管理费用增加不改公司业绩增长信心

公司限制性股票激励计划（第二期）省去了对于营业收入增长和营业利润率的考核指标，转而增加了对于扣非归母净利润增速的考核指标，我们认为公司未来不但注重企业收入体量的增长，并且将更注重对盈利质量的考核。同时第一期限限制性股票考核条件为ROE、营收和营业利润率不低于同行业平均水平，而第二期限限制性股票考核条件为不低于对标企业75分位，这21家对标企业包括泰科、安费诺、航天电器等中外连接器龙头企业，我们计算了这21家企业2018年扣非后归母净利润增速的75分位水平约为17.75%的增长，对标企业75分位的设定也显示公司对于未来高速增长的信心。公司第一期限限制性股票首次解锁日为2019年1月19日，公司2017年度扣除非经常性损益后净资产收益率为17.24%，公司2015-2017年度营业收入的复合增长率为15.99%，公司2017年度营业利润率为15.22%，三项指标公司均超额完成，我们认为第二期限限制性股票公司仍有望超额完成解锁条件。同时，公司第二期限限制性股票将产生约4.8亿元管理费用，我们看到从2020年起公司管理费用摊销较大，公司限制性股票激励计划首次解锁日为2021年12月26日，在管理费用如此大的背景下依然设定扣非归母净利润超过10%的增速且不低于对标企业75分位，显示公司未来经营性净利润增速或显著超预期。

3、投资建议：军工里少有的核心资产，在市场不确定性增强的时候有望享受确定性溢价和估值溢价

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，在市场不确定性增强的时候有望享受确定性溢价和估值溢价，此前因为疫情影响的订单交付会在二季度加速释放，2020年随着军工行业和5G业务景气度抬升，公司内生增长有望超过市场预期。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1.21元、1.42元和1.71元，对应3月30日收盘价PE分别为29X、24X和20X，已经进入历史估值中枢中下部，维持“强烈推荐”评级。

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	16175	18895	21212	营业收入	7816	9159	10910	13179	15731
货币资金	2700	2945	3638	4963	3706	营业成本	5271	6166	7309	8896	10697
应收账款	3676	4145	5034	6023	7224	营业税金及附加	32	32	44	50	62
其他应收款	42	31	37	44	53	营业费用	360	374	502	607	761
预付款项	48	53	126	215	322	管理费用	418	429	1484	1819	2045
存货	1965	2049	2725	2681	3606	财务费用	-5	33	36	21	30
其他流动资产	77	88	118	147	186	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	1523	1775	2126
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	19351	22226	24481	利润总额	1117	1254	1535	1789	2138
流动负债合计	5554	6000	7269	8002	8650	所得税	108	92	144	157	182
短期借款	1140	1035	1690	0	0	净利润	1010	1163	1391	1631	1956
应付账款	2528	2362	3109	4874	5206	少数股东损益	56	91	63	70	75
预收款项	0	0	-46	-101	-166	归属母公司净利润	954	1071	1328	1561	1881
一年内到期的非流	181	18	18	18	18	EBITDA	1427	1632	1802	2088	2447
非流动负债合计	1161	398	1175	1975	1975	EPS (元)	1.22	1.04	1.21	1.42	1.71
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	8444	9977	10625	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%	19.12%	20.80%	19.36%
实收资本(或股本)	791	1070	1101	1101	1101	营业利润增长	13.57%	13.12%	22.43%	16.56%	19.73%
资本公积	1001	2088	2965	2965	2965	归属于母公司净利润	-4.76%	12.30%	23.97%	17.59%	20.46%
未分配利润	3122	3866	3479	2990	2422	获利能力					
归属母公司股东权	6047	8164	10245	11517	13049	毛利率(%)	32.56%	32.68%	33.00%	32.50%	32.00%
负债和所有者权益	13286	15132	19351	22226	24481	净利率(%)	12.92%	12.69%	12.75%	12.38%	12.43%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	2.91%	7.18%	7.08%	6.86%	7.03%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	15.77%	13.12%	12.96%	13.56%	14.41%
经营活动现金流	23	822	-979	3008	-613	偿债能力					
净利润	1010	1163	1391	1631	1956	资产负债率(%)	51%	42%	44%	45%	43%
折旧摊销	333.19	355.14	0.00	262.37	262.37	流动比率				2.36	2.45
财务费用	-5	33	36	21	30	速动比率				2.03	2.04
应付帐款的变化	0	0	-890	-988	-1201	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	-46	-55	-66	总资产周转率	0.67	0.64	0.63	0.63	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	3.99	3.30	3.12
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	1.21	1.42	1.71
筹资活动现金流	1243	-316	2216	-1200	-379	每股净现金流(最新)	1.27	0.21	0.63	1.20	-1.14
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	7.64	7.63	9.31	10.46	11.85
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	28.25	32.98	28.50	24.23	20.12
资本公积增加	28	1087	878	0	0	P/B	4.50	4.51	3.69	3.29	2.90
现金净增加额	1006	225	693	1325	-1257	EV/EBITDA	18.80	21.47	20.45	16.59	14.67

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。