

## 收入利润稳健增长，整体经营状况良好 增持（维持）

2019年03月21日

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7,816	9,153	10,672	12,187
同比（%）	22.9%	17.1%	16.6%	14.2%
归母净利润（百万元）	954	1,148	1,393	1,653
同比（%）	15.6%	20.4%	21.3%	18.7%
每股收益（元/股）	1.21	1.45	1.76	2.09
P/E（倍）	36.20	30.08	24.79	20.89

证券分析师 陈显帆  
执业证号：S0600515090001  
021-60199769  
chenxf@dwzq.com.cn  
证券分析师 周佳莹  
执业证号：S0600518090001  
021-60199793  
zhoujy@dwzq.com.cn

### 投资要点

■ **事件：**中航光电发布2018年报，实现收入78.16亿元，同比增长22.86%，归母净利润9.54亿元，同比增长15.56%，扣非归母净利润8.85亿元，同比增长14.48%。

### ■ 整体情况：收入利润稳健增长

从利润表上看，归母净利润增速低于收入增速，原因在于毛利率下降，综合毛利率从2017年35.04%下降到2018年32.56%，分产品看三类产品的毛利率也都有所下降，但与历史水平相比仍处于合理区间，波动幅度不大。另外，公司销售和管理（研发）费用率较为稳定，财务费用率显著降低，主要受益于美元汇率波动影响。整体上看，公司2018年经营状况良好，业绩稳健增长。

### ■ 订单增加以及票据未到期导致现金流下降

公司2018年经营性净现金流2264万元，同比下降95.28%，根据公告，主要系订单量增加企业购买商品支付金额较上期增加34.72%及票据尚未到期所致。从现金流量表补充资料上看，存货的增加和应收项目增加是经营性净现金流较少的主要原因。同时军工配套企业2018年经营性净现金流较少是普遍现象，原因在于2017军方打款高峰期已过，以及主机厂对上游占款。

### ■ 个别客户订单不及预期，关联交易增速下降

公司2018年向中航工业集团销售商品的关联交易金额为11.3亿元，实际金额与预计金额的比例明显下降，根据公告，销售商品实际发生情况与预计存在差异主要系个别客户2018年度订货合同未按预计增长。

### ■ 股权激励第二期解锁条件达成

公司2017年1月实施股权激励，锁定2年，解锁期3年，即将于2019年初解锁，目前2019和2020年解锁条件已达成，若要达成2021年第三期解锁条件，2017-2019年收入复合增速不低于15%，2019年收入增速不低于7.65%。

### ■ 盈利预测与投资评级

我们认为公司连接器业务能够受益于下游军工、通讯、新能源汽车等领域的景气保持快速增长，预计公司2019-2021年归母净利润分别为11.48亿元、13.93亿元、16.53亿元，对应PE为30倍、25倍、21倍。我们看好公司发展前景，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**军用连接器产品所配套的下流型号研发进程不及预期；新能源汽车、通讯等行业竞争日趋激烈。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	43.65
一年最低/最高价	31.06/46.00
市净率(倍)	5.71
流通A股市值(百万元)	34154.82

### 基础数据

每股净资产(元)	7.64
资产负债率(%)	50.54
总股本(百万股)	790.94
流通A股(百万股)	782.47

### 相关研究

- 1、《中航光电(002179)：Q3经营状况良好，收入利润快速增长》2018-10-26
- 2、《中航光电(002179)：业绩稳健增长，看好公司长期发展前景》2018-08-27
- 3、《2017经营状况良好，业绩稳定增长》2018-03-19

**事件：**中航光电发布 2018 年报，实现收入 78.16 亿元，同比增长 22.86%，归母净利润 9.54 亿元，同比增长 15.56%，扣非归母净利润 8.85 亿元，同比增长 14.48%。

## 1. 整体情况：收入利润稳健增长

公司实现营业收入 78.16 亿元，同比增长 22.86%，归母净利润 9.54 亿元，同比增长 15.56%，扣非归母净利润 8.85 亿元，同比增长 14.48%。

从利润表上看，归母净利润增速低于收入增速，原因在于毛利率下降，综合毛利率从 2017 年 35.04% 下降到 2018 年 32.56%，分产品看三类产品的毛利率也都有所下降，但与历史水平相比仍处于合理区间，波动幅度不大。另外，公司销售和管理（研发）费用率较为稳定，财务费用率显著降低，主要受益于美元汇率波动影响。整体上看，公司 2018 年经营状况良好，业绩稳健增长。

表 1：公司 2018 年占营业收入或营业利润 10% 以上产品情况（亿元）

分产品	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上 年同期增减	营业成本比上 年同期增减	毛利率比上 年同期增减
电连接器	40.77	25.68	37.02%	9.52%	9.85%	-0.19%
光器件及光 电设备	14.93	11.64	22.02%	33.69%	34.46%	-0.45%
线缆组件及 集成产品	19.24	13.31	30.79%	37.80%	54.53%	-7.50%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

## 2. 订单增加以及票据未到期导致现金流下降

公司 2018 年经营性净现金流 2264 万元，同比下降 95.28%，根据公告，主要系订单量增加企业购买商品支付金额较上期增加 34.72% 及票据尚未到期所致。从现金流量表补充资料上看，存货的增加和应收项目增加是经营性净现金流较少的主要原因。由于公司处于军工产业链上游，在多数年份经营性净现金流都会小于净利润，同时结合中航机电和中航电子 2018 年现金流情况可以看出，军工配套企业 2018 年经营性现金流较少是普遍现象，原因在于 2017 军方打款高峰期已过，以及主机厂对上游占款。

表 2：中航光电现金流量表补充资料（亿元）

	2018/12/31	2017/12/31
净利润	10.10	8.66
加：资产减值准备	0.75	0.75

固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1.46	1.36
无形资产摊销	0.27	0.26
长期待摊费用摊销	0.06	0.04
固定资产报废损失	0.01	0.01
财务费用	0.12	0.25
投资损失	-0.31	-0.34
递延所得税资产减少	-0.16	-0.14
递延所得税负债增加	0.00	0.00
存货的减少	-6.66	-0.57
经营性应收项目的减少	-13.66	-9.95
经营性应付项目的增加	8.04	4.59
其他	0.21	-0.12
经营活动产生的现金流量净额	0.23	4.80

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

### 3. 个别客户订单不及预期，关联交易增速下降

公司 2018 年向中航工业集团销售商品的关联交易金额为 11.3 亿元，实际金额与预计金额的比例明显下降，根据公告，销售商品实际发生情况与预计存在差异主要系个别客户 2018 年度订货合同未按预计增长。

表 3：公司向中航工业集团销售商品的关联交易情况（亿元）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
预计金额	6.60	8.20	7.50	10.40	11.50	14.50	14.04
实际金额	5.54	4.85	7.55	9.04	10.65	11.25	
实际发生额占预计金额比例	83.90%	59.10%	100.66%	86.94%	92.59%	77.61%	
实际销售金额增速		-12.49%	55.79%	19.77%	17.76%	5.68%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 4. 股权激励第二期解锁条件达成

公司 2017 年 1 月实施股权激励，锁定 2 年，解锁期 3 年，即将于 2019 年初解锁，解锁条件之一为解锁日前三个财务年度营业收入复合增长率不低于 15%，由于 2019 年解锁时 2018 年报还未公布，因此 2019 年解锁时条件是： $(2017 \text{ 收入}/2015 \text{ 收入})^{\wedge}0.5$

>1.15, 2020 年解锁时条件是:  $(2018 \text{ 收入}/2016 \text{ 收入})^{0.5} > 1.15$ , 目前 2019 和 2020 年解锁条件已达成, 若要达成 2021 年第三期解锁条件, 2017-2019 年收入复合增速不低于 15%, 2019 年收入增速不低于 7.65%。

## 5. 盈利预测和投资建议

我们认为公司连接器业务能够受益于下游军工、通讯、新能源汽车等领域的景气保持快速增长, 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 11.48 亿元、13.93 亿元、16.53 亿元, 对应 PE 为 30 倍、25 倍、21 倍。我们看好公司发展前景, 维持“增持”评级。

## 6. 风险提示

军用连接器产品所配套的下游型号研发进程不及预期; 新能源汽车、通讯等行业竞争日趋激烈。

中航光电三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>10832</b>	<b>9806</b>	<b>13507</b>	<b>13408</b>	<b>营业收入</b>	<b>7816</b>	<b>9153</b>	<b>10672</b>	<b>12187</b>
现金	2700	2331	2678	2971	减:营业成本	5271	6072	7147	8083
应收账款	3676	3289	4896	4740	营业税金及附加	32	41	46	53
存货	1965	1959	2610	2532	营业费用	360	412	486	576
其他流动资产	2491	2226	3322	3166	管理费用	418	1020	1154	1242
<b>非流动资产</b>	<b>2454</b>	<b>2757</b>	<b>3039</b>	<b>3277</b>	财务费用	-5	38	41	33
长期股权投资	119	164	209	253	资产减值损失	39	23	53	82
固定资产	1381	1710	2014	2259	加:投资净收益	31	29	31	31
在建工程	532	486	455	430	其他收益	0	0	0	0
无形资产	187	168	137	110	<b>营业利润</b>	<b>1100</b>	<b>1576</b>	<b>1776</b>	<b>2150</b>
其他非流动资产	234	229	224	224	加:营业外净收支	17	23	25	18
<b>资产总计</b>	<b>13286</b>	<b>12563</b>	<b>16546</b>	<b>16685</b>	<b>利润总额</b>	<b>1117</b>	<b>1599</b>	<b>1800</b>	<b>2169</b>
<b>流动负债</b>	<b>5554</b>	<b>3838</b>	<b>6596</b>	<b>5269</b>	减:所得税费用	108	376	326	420
短期借款	1140	1140	1140	1430	少数股东损益	56	76	82	96
应付账款	3736	500	4682	1324	<b>归属母公司净利润</b>	<b>954</b>	<b>1148</b>	<b>1393</b>	<b>1653</b>
其他流动负债	678	2198	774	2515	EBIT	1174	1625	1822	2183
<b>非流动负债</b>	<b>1161</b>	<b>1034</b>	<b>873</b>	<b>681</b>	EBITDA	1352	1783	2017	2411
长期借款	1035	907	747	554					
其他非流动负债	127	127	127	127	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>6715</b>	<b>4872</b>	<b>7469</b>	<b>5950</b>	每股收益(元)	1.21	1.45	1.76	2.09
少数股东权益	524	600	681	777	每股净资产(元)	7.31	8.63	10.28	12.25
归属母公司股东权益	6047	7092	8396	9957	发行在外股份(百万股)	791	791	791	791
<b>负债和股东权益</b>	<b>13286</b>	<b>12563</b>	<b>16546</b>	<b>16685</b>	ROIC(%)	12.5%	13.1%	14.0%	14.3%
					ROE(%)	15.4%	15.9%	16.2%	16.3%
					毛利率(%)	32.6%	33.7%	33.0%	33.7%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	12.2%	12.5%	13.1%	13.6%
经营活动现金流	23	286	1067	740	资产负债率(%)	50.5%	38.8%	45.1%	35.7%
投资活动现金流	-260	-432	-447	-433	收入增长率(%)	22.9%	17.1%	16.6%	14.2%
筹资活动现金流	1243	-222	-274	-303	净利润增长率(%)	15.6%	20.4%	21.3%	18.7%
现金净增加额	1046	-368	347	3	P/E	36.20	30.08	24.79	20.89
折旧和摊销	179	158	196	227	P/B	5.97	5.06	4.25	3.56
资本开支	280	259	237	193	EV/EBITDA	25.74	19.73	17.23	14.39
营运资本变动	-1228	-1104	-613	-1238					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

