

毛利率总体可控，四季度盈利状况或显著改善——中航光电（002179）事件点评

2018 年 11 月 13 日

强烈推荐/维持

中航光电

事件点评

评

姓名	分析师 陆洲	执业证书编号：S1480517080001
	Email: luzhou@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554142
分析师 王习	分析师 王习	执业证书编号：S1480518010001
	Email: wangxi@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554034
研究助理 张卓琦	研究助理 张卓琦	
	Email: Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554018

事件：

公司股价上周调整明显。公司三季报显示，前三季度毛利率为 32.06%，三季度单季度毛利率为 29.35%，三季度单季度毛利率同比和环比均出现下滑，此前市场担忧公司未来毛利率是否仍存在下滑空间。我们认为，公司目前整体毛利率可控，而四季度盈利状况或显著改善。

观点：

➤ 1. 军品收入占比或下滑，军品本身结构也出现变化

第一，军品收入占比或下降。我们判断前三季度毛利率相对较低的民品业务收入增速快于军品，而收入增量大多数来自于民品贡献。

第二，军品结构变化和研发的新产品在部分领域尚未批产。我们认为，前三季度毛利率相对较高的集成化设备下游收入确认或存在滞后，导致军品本身结构也出现一定变化。

➤ 2. 新能源汽车业务行业竞争或加剧，新能源汽车业务毛利率继续下滑可能性不大

公司涉足新能源业务较早，自 2013 年起规模迅速扩展到超过 6 个亿的规模。不过新能源汽车行业目前竞争较为激烈，公司的竞争对手为国际巨头如安费诺、泰科，以及国内众多民营企业，整体连接器行业毛利率或出现下滑。不过我们认为新能源汽车毛利率继续大幅下滑可能性不大，公司的主要优势在于除连接器以外的线缆组件和集成化产品占比较大，这些业务毛利率相对较高，占比或超过 70%。

我们判断，公司未来在新能源汽车方面的战略是继续向集成化设备商转型，同时乘用车方面向主流厂商渗透，积极应对 2017 年新能源汽车补贴政策退坡的影响，在巩固和提升现有市场占有率的基础上，布局智能互联网汽车、物流车市场并取得重大突破。

➤ 3. 通讯业务毛利率整体可控，未来看点在 5G

我们判断前三季度通讯业务收入增长或较快，主要原因或为海外出口业务向好，以及在大型通讯客户方面市占率上升所致。虽然不排除或通过产品降价的形式获得一定市场份额，但通讯业务整体毛利率并不高，未来毛利率下降空间不大。

上半年公司光器件及光电设备产品营业收入同比增长 42.93%，主要为公司通讯领域光器件及光电设备产品中标份额增加所致。公司通讯业务 2014 年达到高峰，随后业务保持平稳增长状态，2018 年通讯领域仍处于 4G 向 5G 的过渡前期，预计 2018 年增速较为平稳。5G 方面，公司的通讯连接器主要应用于无线分布基站和数据中心设备，客户主要为中兴、华为等我国通讯基站的核心供应商。同时公司也是国内首家拥有 56Gbps 高速连接器的高速互联解决方案的供应商，并获得国家扶持基金 4620 万元，随着项目的落成，公司有望实现生产 56Gbps 高速连接器 1000 万套的能力。我们认为通讯技术的快速发展促使通讯设备的更新换代以及现有设备的保养和维护将为通讯连接器市场释放一定的存量需求，此外 5G 建设高峰有望为公司通讯业务的发展提供新的增长空间。

➤ **4. 四季度盈利状况环比或显著改善**

民品方面，我们判断前三季度新能源汽车业务和通讯业务实际完成任务量已接近全年目标，四季度预计毛利率相对较低的民品业务收入占比会下降。军品方面，考虑到军品业务收入四季度集中确认的季节性特点，一方面军品收入占比或显著提升，另一方面军品中高毛利率的产品收入确认或向好，占比或提升。公司第四季度毛利率环比或改善明显。

➤ **5. 投资建议**

我们预测公司 2018 年~2020 年 EPS 分别为 1.36 元、1.82 元、2.45 元，对应 PE 分别为 27、20X、15X，维持“强烈推荐”评级。

➤ **6. 风险提示**

空军装备列装速度不及预期；民品市场开拓差于预期。

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		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	6571	7826	9414	11488	14243	营业收入	5855	6362	7788	9586	11832
货币资金	1404	1648	2148	2483	3065	营业成本	3879	4133	5059	6227	7687
应收账款	2147	2918	3214	3955	4882	营业税金及附加	29	34	42	52	64
其他应收款	31	39	48	59	72	营业费用	282	299	374	457	544
预付款项	62	55	106	168	245	管理费用	780	856	1048	1198	1302
存货	1278	1338	1652	2034	2510	财务费用	23	80	0	-11	17
其他流动资产	19	37	69	110	161	资产减值损失	50.98	75.25	63.11	63.11	63.11
非流动资产合计	1939	2204	2564	2765	2750	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	89	100	100	100	100	投资净收益	28.45	34.36	42.95	55.83	72.58
固定资产	1392.92	1413.74	1789.92	1999.65	1784.37	营业利润	839	968	1245	1655	2228
无形资产	224	205	308	300	293	营业外收入	54.71	13.77	29.90	32.79	25.49
其他非流动资产	0	65	0	0	0	营业外支出	4.52	5.71	4.38	4.87	4.99
资产总计	8510	10030	11978	14253	16993	利润总额	890	976	1270	1683	2249
流动负债合计	3059	4280	4305	5375	6506	所得税	113	110	157	204	268
短期借款	464	531	0	299	1110	净利润	776	866	1113	1479	1981
应付账款	1358	1611	1941	2388	2317	少数股东损益	43	41	40	41	41
预收款项	63	65	40	27	-1	归属母公司净利润	734	825	1074	1438	1940
一年内到期的非流	38	500	500	500	500	EBITDA	1213	1390	1443	1890	2491
非流动负债合计	839	322	278	259	231	EPS（元）	1.22	1.05	1.36	1.82	2.45
长期借款	181	181	143	125	97	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	500	0	0	0	0						
负债合计	3898	4602	4583	5634	6737	成长能力					
少数股东权益	505	539	578	619	660	营业收入增长	23.91%	8.66%	22.42%	23.08%	23.44%
实收资本(或股本)	603	791	791	791	791	营业利润增长	24.12%	15.35%	28.55%	32.98%	34.63%
资本公积	981	973	1851	1851	1851	归属于母公司净利润	30.07%	33.96%	30.07%	33.96%	34.92%
未分配利润	1857	2452	2323	2112	1853	获利能力					
归属母公司股东权	4107	4890	6799	7982	9578	毛利率(%)	33.75%	35.04%	35.04%	35.04%	35.04%
负债和所有者权	8510	10030	11978	14253	16993	净利率(%)	13.26%	13.62%	14.29%	15.43%	16.74%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润（%）	2.91%	8.62%	8.23%	8.96%	10.09%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	17.87%	16.88%	15.79%	18.02%	20.26%
经营活动现金流	231	480	805	776	405	偿债能力					
净利润	776	866	1113	1479	1981	资产负债率(%)	46%	46%	38%	40%	40%
折旧摊销	350.40	341.39	177.03	215.28	215.28	流动比率	2.15	1.83	2.19	2.14	2.19
财务费用	23	80	0	-11	17	速动比率	1.73	1.52	1.80	1.76	1.80
应付帐款的变化	0	0	-296	-742	-927	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	-25	-14	-28	总资产周转率	0.73	0.69	0.71	0.73	0.76
投资活动现金流	-241	-287	-574	-478	-245	应收账款周转率	3	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.64	4.29	4.39	4.43	5.03
长期股权投资减少	0	0	6	0	0	每股指标（元）					
投资收益	28	34	43	56	73	每股收益(最新摊薄)	1.22	1.05	1.36	1.82	2.45
筹资活动现金流	-7	62	269	37	421	每股净现金流(最新	-0.03	0.32	0.63	0.42	0.74
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	6.82	6.18	8.60	10.09	12.11
长期借款增加	0	0	-37	-19	-28	估值比率					
普通股增加	0	188	0	0	0	P/E	32.71	37.92	27.33	20.43	15.18
资本公积增加	31	-8	878	0	0	P/B	5.85	6.46	4.64	3.96	3.30
现金净增加额	-17	255	500	335	582	EV/EBITDA	19.64	22.40	20.84	15.88	12.13

资料来源: 公司财报、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，军工行业分析师。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

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法律责任。

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。