

军品目录调整及相关税收问题点评

2018年12月21日

强烈推荐/维持

中航光电

事件点评

——中航光电（002179）事件点评

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	执业证书编号：S1480518010001
	Email:wangxi@dxzq.net.cn	Tel:010-66554034
姓名	研究助理张卓琦	执业证书编号：S1480117080010
	Email:Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn	Tel:010-66554018

事件：

12月20日有消息指，有关部门正在对武器装备科研生产许可目录进行调整，许可范围将缩小。因为许可目录和军工产品免税直接挂钩，下发后将对军工配套企业产生较大影响。我们认为此消息是中航光电这两天大幅下跌的主要诱因。我们认为，税的影响是中性的，比拼的是转嫁能力，对二三四级配套产品而言，核心还是质优价廉。国有企业将与民营企业正面竞争。这是当前改革的主要取向。继续看好中航光电，短期调整不影响公司长期发展。对前期超额收益较明显的股票，补跌或能释放一些获利盘的了结的压力，为后续持续上行排除隐患。我们预测公司2018年~2020年EPS分别为1.16元、1.33元、1.69元，对应PE分别为30X、26X、20X。

观点：

➤ 1.我们的看法：

1、装备科研生产许可目录不是免税目录，仅仅是参考。2、目前实际操作中执行的是军品清单式免税政策。即企业向科工局或工办上报合同清单，审核依据没有具体类别，周期较长。一般大企业话语权较大，小企业话语权较小。3、未来新的军品定价议价规则会预留含税采购条款，军品含税采购是大趋势。4、税的影响是中性的，比拼的是转嫁能力，因为上游、下游、同行都要开征。5、目前包括缩减许可目录、降低保密要求、督促及时回款等的政策取向都是在为军民融合铺路。对二三四级配套产品而言，核心还是质优价廉。国有企业将与民营企业正面竞争。这是当前改革的主要取向。

至于对于公司业绩的影响，我们认为，即使未来有部分产品被剔除出军品免税许可目录，对公司盈利影响也是微乎其微的：首先，没有在许可目录范围内的产品也不一定征收增值税。除了固有的许可目录以外，满足军品免税条件的产品也可以审核上报并执行。比如自产的销售给军队、武警等机关及其他纳税人的军品，以及取得军品免征增值税合同清单等条件。第二，即使需要缴纳增值税，缴纳税收多少取决于与下游客户的关系。如公司和下游研究所或者主机厂关系较好时，谈判时下游客户会帮公司共同分担增值税的缴纳，比如含税产品价格上浮一定比例。同时过去公司进项税额不抵扣，如未来产生销项税额后可抵扣进项税额，对公司盈利的影响是一个净值的概念。第三，国家未来或扶植电子元器件自主可控，如真的有产品被剔除出军品免税许可目录，配套支持政策或一并推出。

➤ 2. 关于盈利预测：

下跌有三大传闻：直接导火索据称是公司 11 月订单合同同比有所下降；公司未来部分军品可能不再享受增值税免税优惠；军品定价改革可能压低元器件价格。事实上，11 月合同额是销售员调节所致，根本不必担心。后两个因素属于“事出有因，查无实据”。税收政策我们上文已经分析过，目前科研生产许可目录尚未下发，军品定价改革对元器件而言可能会有影响，不过公司上游供应商较多，同时人工工资初期制定时较高，理论上可以转嫁大部分降价压力。

中航光电 2013-2017 年的业绩增速分别达 21%、39%、67%、29%和 12.5%。2014、2015 年是“十二五”计划的最后两年，订单释放高，业绩增速快。我们推断，2019-2020 年公司订单也同样会较前三年出现显著增长。订单的增长能否消化税收和定价改革的不利因素仍需测算。我们暂且维持明年 15%的盈利增速，但我相信大概率会超预期，因为公司有广阔的市场，强大的执行力和强烈的增长意愿。

➤ 3. 关于潜在的估值中枢下移。

近两年来，中航光电的估值区间在 25 倍-35 倍之间，享有一定的估值溢价。原因是公司上市 11 年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。公司自上市以来 ROE 均值为 13.03%，仅有一年低于 10%（13 年 9.5%），大部分所谓优质的成长股都很难做到 ROE 长期维持在 10%或以上，这种现象无论在军工行业还是在 A 股中都是极为稀缺的。

我们认为，中航光电的优秀，已经反映 2018 年静态 30 倍的 PE 中。大家不怀疑公司的经营能力和治理水平，也不担心明后年的军品订单，大家更多的担心是公司要承受外部环境政策的变化。下跌总是让人恐慌的，下跌的时候利空信息也是最多的。

如果我们充分考虑到明年的经济形势和较为严格的财税政策，叠加目前的市场风格和流动性状况，按最悲观的盈利假设，我们预测中航光电今年 11%、明年 15%的净利润增速，预计 2019 年公司净利润为 10.5 亿元。以估值中枢下移后给予 25 倍 PE，中航光电的市值下限为 262 亿元。

➤ 4. 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	12609	13794	16619	营业收入	5855	6362	8081	9937	12260
货币资金	1404	1648	2016	3617	2142	营业成本	3879	4133	5406	6777	8336
应收账款	2147	2918	3335	4329	5200	营业税金及附加	29	34	40	51	62
其他应收款	31	39	49	61	75	营业费用	282	299	389	479	620
预付款项	62	55	109	177	260	管理费用	780	856	1076	1324	1633
存货	1278	1338	3703	2042	4111	财务费用	23	80	83	74	45
其他流动资产	19	37	76	131	191	资产减值损失	50.98	75.25	53.15	53.15	53.15
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	34.36	34.36	34.36
固定资产	1392.92	1413.74	1789.92	1999.65	1784.37	营业利润	839	968	1068	1214	1544
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	15174	16559	19368	利润总额	890	976	1093	1242	1565
流动负债合计	3059	4280	6797	6484	8160	所得税	113	110	135	151	187
短期借款	464	531	2435	0	1212	净利润	776	866	958	1091	1378
应付账款	1358	1611	1973	3713	3805	少数股东损益	43	41	40	41	41
预收款项	63	65	39	7	-32	归属母公司净利润	734	825	918	1050	1338
一年内到期的非流	38	500	500	500	500	EBITDA	1213	1390	1348	1534	1835
非流动负债合计	839	322	1115	1915	1915	EPS (元)	1.22	1.05	1.16	1.33	1.69
长期借款	181	181	981	1781	1781	主要财务比率					
应付债券	500	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	3898	4602	7912	8399	10076	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%	27.03%	22.96%	23.37%
实收资本(或股本)	603	791	791	791	791	营业利润增长	24.12%	15.35%	10.26%	13.70%	27.23%
资本公积	981	973	1851	1851	1851	归属于母公司净利润	-4.76%	12.48%	11.27%	14.37%	27.38%
未分配利润	1857	2452	2336	2175	1988	获利能力					
归属母公司股东权	4107	4890	6665	7523	8615	毛利率(%)	33.75%	35.04%	33.10%	31.80%	32.00%
负债和所有者权	8510	10030	15174	16559	19368	净利率(%)	13.26%	13.62%	11.85%	10.98%	11.24%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.91%	8.62%	8.23%	6.05%	6.34%
						ROE(%)	17.87%	16.88%	13.78%	13.96%	15.53%
经营活动现金流	231	480	-2540	3993	-2124	偿债能力					
净利润	776	866	958	1091	1378	资产负债率(%)	46%	46%	52%	51%	52%
折旧摊销	350.40	341.39	0.00	215.28	215.28	流动比率	2.15	1.83	1.86	2.13	2.04
财务费用	23	80	83	74	45	速动比率	1.73	1.52	1.31	1.81	1.53
应付帐款的变化	0	0	-417	-994	-871	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	-26	-32	-40	总资产周转率	0.73	0.69	0.64	0.63	0.68
投资活动现金流	-241	-287	-572	-490	-273	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	4.51	3.50	3.26
长期股权投资减少	0	0	6	0	0	每股指标(元)					
投资收益	28	34	34	34	34	每股收益(最新摊薄)	1.22	1.05	1.16	1.33	1.69
筹资活动现金流	-7	62	3480	-1902	921	每股净现金流(最新	-0.03	0.32	0.46	2.02	-1.87
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	6.82	6.18	8.43	9.51	10.89
长期借款增加	0	0	800	800	0	估值比率					
普通股增加	0	188	0	0	0	P/E	28.07	32.54	29.50	25.79	20.25
资本公积增加	31	-8	878	0	0	P/B	5.02	5.54	4.06	3.60	3.14
现金净增加额	-17	255	368	1601	-1475	EV/EBITDA	16.83	19.18	21.50	16.79	15.50

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。