



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩超预期，四季度单季度盈利能力显著改善

——中航光电（002179）年报点评

2019年3月21日

强烈推荐/维持

中航光电

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：

公司发布 2018 年年报，2018 年度实现营业收入 78.16 亿元，同比增长 22.86%，归属于上市公司股东净利润 9.54 亿元，同比增长 15.56%。每股收益为 1.22 元。

观点：

➤ 1. 四季度单季度利润增速显著快于营收增速，一季报业绩有望超预期

2018 年全年公司实现营业收入 78.16 亿(+22.86%)，归属于上市公司股东净利润 9.54 亿元(+15.56%)，基本每股收益为 1.22 元。四季度单季度来看，公司实现营业收入 20.41 亿元，同比增长 9.60%，实现归母净利润 2.57 亿元，同比增长 31.18%，四季度单季度利润增速大幅超过营收增速，我们判断原因有二，第一，产品结构变化和研发的新产品在部分领域在四季度开始批产。前三季度毛利率较低的民品业务收入增速快于军品，而四季度单季度来看，毛利率较高的军品收入确认或逐月改善，而低毛利率的民品收入占比或逐月下降；第二，公司收入持续增长的同时受益于美元汇率波动影响。

2018 年公司毛利率为 32.56%，同比下滑了 2.48 个百分点，我们判断主要原因为民品收入增速大于军品收入增速，且民品本身毛利率有小幅下滑。而经营活动产生的现金流量净额出现大幅下滑，主要原因或由于支付给职工以及为职工支付的现金同比增加较多，我们判断经营活动现金流未来同比会显著改善。

展望一季报，我们判断，公司一季度或有意赶产值，确认收入。一方面，去年 12 月由于若干子行业完成全年目标后压缩的合同有望在今年一季度集中释放，带来收入增量；另一方面，去年一季度研发人员工资和奖金大幅发放所带来的管理费用增长，今年同比或出现边际改善。

公司同时在年报中披露，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.30 元（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 3 股。

➤ 2. 短期政策消化后具备极强配置价值

去年 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。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。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。我们认为，此前的股价过度地反映了增值税事件的悲观预期，股价具备极强配置价值。

➤ 3. 目录的放开旨在引入民营企业参与市场竞争，行业龙头赢者通吃的局面会延续

2015 年时武器装备科研生产许可目录已有调整，当时的新版目录较 2005 年时候的 1988 项减少至 755 项。而公司通过与下游客户议价、降本增效等方式将不利影响降至最低。我们认为，行业龙头公司最大的优势在于收入（或订单）的可持续性和产品的市场竞争优势（具备一定定价权），即使与众多民营企业竞争，公司未来仍有望保持毛利率和提高市占率，具体手段有二：第一，通过提高技术难度和系统集成成为客户创造新的需求。公司具备创新基因，可以为客户创造新的需求（新的市场），比如提高产品技术难度（抗电磁干扰、电气性能比肩国外先进军机上的连接器），来拓展应用场景，或者推广一些集成化程度更高的产品（多种类型连接器集成在一个面板上，如集成设备安装柜），在降低客户成本的同时提高自己的市占率。第二，军品定价改革背景下，吞并规模较小的配套厂商。军品定价改革出台后，主机厂或将对上游电子元器件级别的供应商压价，而规模较小的配套厂商由于不具备规模效益和供应商选择权，成本无法下降太多，或将面临行业重新洗牌。公司有望通过吞并规模较小的配套厂商提升市场份额。我们认为，公司作为行业龙头公司仍有望凭借市场份额的提高来获得超额收益。

➤ 4. 军品未来三年景气度有望抬升，新产品比例较高降价风险较小

我们认为，结合补偿性订单的落实和十三五后三年增量订单的放大，2018 年合同和收入仍有望保持平稳较快增速。据我们草根调研各军工企业，军改对于各子行业影响或不尽相同，主站装备受军改影响较小。我们看好 2019 年航空、舰船、兵器等子行业继续保持高增长，而电子子行业或存在数量较多的补偿性订单。同时，我们认为公司在军品方面创新基因较强，具备独家供货权的新产品（单品附加值和毛利率较高）占比较高，未来下游产品放量毛利率仍有望保持高位。

➤ 5. 投资建议

中航光电是我们团队重点覆盖标的，此前受到武器装备科研生产目录调整传言的影响被错杀，我们在 12 月 18 日以来陆续发布多篇报告（《1218 中航光电市场传言解答：基本面稳健，调整即是买入良机》、《1220 中航光电下跌再思考》、《1220 中航光电机构交流再思考》、《1224 中航光电（002179）事件点评：回购股份彰显信心，利空消化后具备极强配置价值》），坚定指出短期政策消化后具备极强配置价值，公司股价自 12 月 21 日低点以来反弹幅度已接近 30%。站在当前时点，我们仍然坚定看好公司，公司 2019 年毛利率有望保持稳定，且业绩有望加速释放，同时一季报有望超市场预期，建议积极参与。我们预测公司 2019 年~2021 年 EPS 分别为 1.54 元、2.01 元、2.39 元，对应 3 月 20 日收盘价 PE 分别为 28X、22X、18X。

➤ 6. 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。

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		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	7826	10832	13817	15927	19026	营业收入	6362	7816	9693	12085	14554
货币资金	1648	2700	2930	3048	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	69	50	25
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	1397	1816	2145
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	18899	21963	利润总额	976	1117	1422	1833	2165
流动负债合计	4280	5554	7024	7178	8659	所得税	110	108	159	196	228
短期借款	531	1140	1830	0	695	净利润	866	1010	1263	1637	1937
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	1216	1589	1887
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	1.54	2.01	2.39
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	7959	8913	10395	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	791	791	791	营业利润增长	15.35%	13.57%	27.02%	29.98%	18.13%
资本公积	973	1001	1879	1879	1879	归属于母公司净利润	-4.76%	15.56%	27.52%	30.63%	18.78%
未分配利润	2452	3122	2858	2487	2062	获利能力					
归属母公司股东权	4890	6047	7793	9083	10616	毛利率(%)	35.04%	32.56%	33.10%	31.80%	32.00%
负债和所有者权	10030	13286	16607	18899	21963	净利率(%)	13.62%	12.92%	13.03%	13.54%	13.31%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.91%	8.23%	7.18%	7.32%	8.41%
						ROE(%)	16.88%	15.77%	15.61%	17.49%	17.78%
经营活动现金流	480	23	-418	1992	-160	偿债能力					
净利润	866	1010	1263	1637	1937	资产负债率(%)	46%	51%	48%	47%	47%
折旧摊销	341.39	333.19	0.00	235.01	235.01	流动比率	1.83	1.95	1.97	2.22	2.20
财务费用	80	-5	69	50	25	速动比率	1.52	1.60	1.67	1.87	1.84
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	1.54	2.01	2.39
筹资活动现金流	62	1243	1222	-1379	316	每股净现金流(最新)	0.32	1.27	0.29	0.15	-0.15
应付债券增加	0	0	-1032	0	0	每股净资产(最新摊	6.18	7.64	9.85	11.48	13.42
长期借款增加	0	0	800	800	0	估值比率					
普通股增加	188	0	0	0	0	P/E	41.62	36.01	28.49	21.81	18.36
资本公积增加	-8	28	878	0	0	P/B	7.09	5.73	4.45	3.81	3.26
现金净增加额	255	1006	230	118	-121	EV/EBITDA	24.62	24.03	20.53	15.67	14.06

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。