

军品进入快速增长期，P30 技术突破打开民品成长空间

——利达光电（002189）深度报告

2019 年 5 月 16 日

强烈推荐/首次

利达光电

深度报告

报告摘要：

公司去年反向收购中光学成功切入“光学防务+光电产业链”下游，未来将更名为“中光学”。中光学军品自 2018 年起已迎来高景气阶段，并将至少持续到 2020 年。公司民品方面已进入华为 P30 Pro 供应链体系，未来将受益于高端手机出货量增加。公司目前为兵器装备集团光电板块唯一上市公司。

◆ **反向收购中光学切入“光学防务+光电产业链下游”。**中光学集团代号为兵器 508 厂，历史上利达光电是中光学培育的民品企业，本次反向收购完成后进入高毛利、高增长的军品领域。中光学的军品包括轻武器系列夜视瞄准镜（微光、红外）、坦克装甲系列观察瞄准镜、军民两用要地监控产品等，目前已列装产品中有 6 个型号为独家产品，市场占有率 100%。民品方面，中光学投影领域具备投影整机设计研发生产能力，同时覆盖 DLP 及 3LCD 两种主流技术方案。

◆ **军品进入快速增长期，今明两年景气度很高。**中光学军品主要为夜视瞄准镜，属于光电侦察装备，其主要优点是成像分辨率高，提供的目标图像清晰。目前种类有可见光、微光、红外、激光和光电综合侦察仪器。2018 年中光学受益于军品订单大幅增长，实现营收 16.71 亿元（+107.65%），净利润 9045.61 万元（+298.83%）。我们判断军品放量有三方面原因：一是此前受军改影响延迟的订单出现补偿性释放；二是新型号列装部队，进入批量交付期；三是国内外防务部门训练、演习、作战需求提升，加大采购。展望“十三五”后两年，我们判断补偿性订单的落实和每个五年计划前紧后松的装备采购安排仍将持续，训练、演习、作战需求也极为旺盛，公司今明两年军品收入增速将非常可观。根据公告，中光学微光产品现批量装备多个型号产品，红外产品已应用于军方新型主战装备。根据测算，我国军用红外市场的市场总容量达 300 亿元以上。

◆ **民品“光学镜头+投影仪”兼具看点，P30 Pro 技术突破打开成长空间。**利达光电是全球投影显示领域光学元件配套最齐全的企业，光学薄膜装备水平与规模化生产能力国内领先。中光学母公司 2018 年投影机 6 亿元销售收入中，自主品牌投影机销售收入大概占 1 个亿。目前中光学销售的投影机的毛利水平较低，约 3% 左右。我们认为公司将通过三种途径提升毛利率：一是在结构方面增加 ODM 产品；二是做成激光投影仪；三是自主开发核心组件。根据 IDC 预测，至 2023 年中国投影机市场的复合增长率将会达到 15.5%，或超过 900 万台。此外，公司目前已经配套华为 P30 Pro 潜望式摄像头。我们预计 2019 年华为 P30 合计出货量为 2000 万台，每年公司营收空间在 3000 万左右。作为智能手机领域龙头企业的华为，其技术突破未来将变成行业标配。我们预测 2019 年全年中国智能手机出货量约为 3.8 亿部，公司潜望式摄像头棱镜业务每年市场空间约为 6 亿元。

分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

分析师：王习

010-66554034

Wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518010001

研究助理：张卓琦

010-66554018

Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn

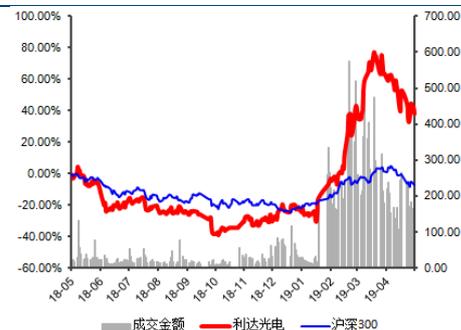
执业证书编号：

S1480117080010

交易数据

52 周股价区间（元）	9.57-29.88
总市值（亿元）	59.87
流通市值（亿元）	45.47
总股本/流通 A 股（万股）	26237/19924

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- ◆ **股权激励调动员工积极性，兵装集团光电板块唯一上市平台。**公司于今年4月完成限制性股票授予，向公司高管、核心营销、技术骨干等103人授予限制性股票176.7万股，授予价格5.65元/股。实施股权激励案将充分调动管理层与核心员工的积极性，同时有利于稳定和吸引人才。兵器装备集团旗下光电资产还包括武汉长江光电、湖北华中光电、湖南华南光电和成都光明光电等。这部分光电资产2018年收入规模约20亿元，利润数亿元。利达光电作为光电板块唯一上市平台，具有一定的整合空间。
- ◆ **盈利预测及投资评级。**预测公司2019-2021年公司营收为33.10亿元、38.76亿元、48.76亿元，归母净利润为2.19亿元、2.63亿元、3.41亿元，同比增长31.37%、20.35%、29.28%，EPS为0.83元、1.00元、1.29元，对应PE为28X/23X/18X，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：民用新型市场拓展不及预期，军品订单收入确认不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	912.87	2,583.51	3,309.64	3,876.23	4,876.37
增长率(%)	10.74%	183.01%	28.11%	17.12%	25.80%
净利润(百万元)	22.51	166.64	218.92	263.47	340.60
增长率(%)	53.08%	640.17%	31.37%	20.35%	29.28%
净资产收益率(%)	3.92%	17.56%	10.89%	11.77%	13.51%
每股收益(元)	0.11	0.68	0.83	1.00	1.29
PE	210.73	34.09	27.89	23.26	17.99
PB	8.33	5.97	3.04	2.74	2.43

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 反向收购中光学后切入“光学防务+光电产业链下游”	5
1.1 历史上利达光电是中光学培育的优质民品企业	5
1.2 收购中光学切入军品及光电产业下游领域	6
2. 军品进入快速列装阶段，未来高增速有保证	7
2.1 光电侦察装备比较优势在于分辨率高，目前应用领域广泛	7
2.2 中光学大幅超额完成业绩承诺，十三五后两年高增速有保证	8
2.3 核心产品已批量列装多个型号，下游市场空间巨大	9
3. 民品“光学镜头+投影仪”兼具看点，P30 Pro 技术突破打开成长空间	11
3.1 利达光电光学镜头龙头企业	11
3.2 中光学投影仪销售迎高景气周期，毛利率有提升空间	12
3.3 配套华为 P30 Pro 潜望式摄像头，龙头公司的技术突破或变成行业标配.....	13
4. 兵装集团光电板块唯一上市公司，股权激励调动员工积极性	14
4.1 兵装集团光电板块唯一上市公司，资产证券化仍有空间	14
4.2 股权激励绑定管理层利益，调动员工积极性	15
5. 盈利预测及投资评级	16
6. 风险提示	16

单击此处输入文字。

表格目录

表 1：军用光电侦察装备概况	7
表 2：我国军用红外热像仪市场需求	11
表 3：兵装集团下光电资产	15
表 4：股权激励业绩考核条件	15
表 5：公司盈利预测表	17

插图目录

图 1：上市股权结构及子公司构成.....	5
图 2：利达光电历史沿革.....	6
图 3：民用夜视瞄准镜.....	6
图 4：要地监控解决方案（公安领域）.....	6
图 5：中光学 CX197 数字高清投影机.....	7
图 6：利达光电近三年业务拆分（万元）.....	9
图 7：国产微光瞄准镜构成.....	10
图 8：国产新型红外瞄准镜可用在 95 式步枪上.....	10
图 9：全球军用红外热像仪市场规模（亿美元）.....	10
图 10：光学元器件产业链.....	11
图 11：利达光电光学元器件收入拆分（万元）.....	12
图 12：利达光电光学元器件毛利率变动（%）.....	12
图 13：IDC 中国投影机市场预测.....	13
图 14：华为 P30 Pro 摄像头.....	13
图 15：国内智能手机出货量及增长趋势.....	13

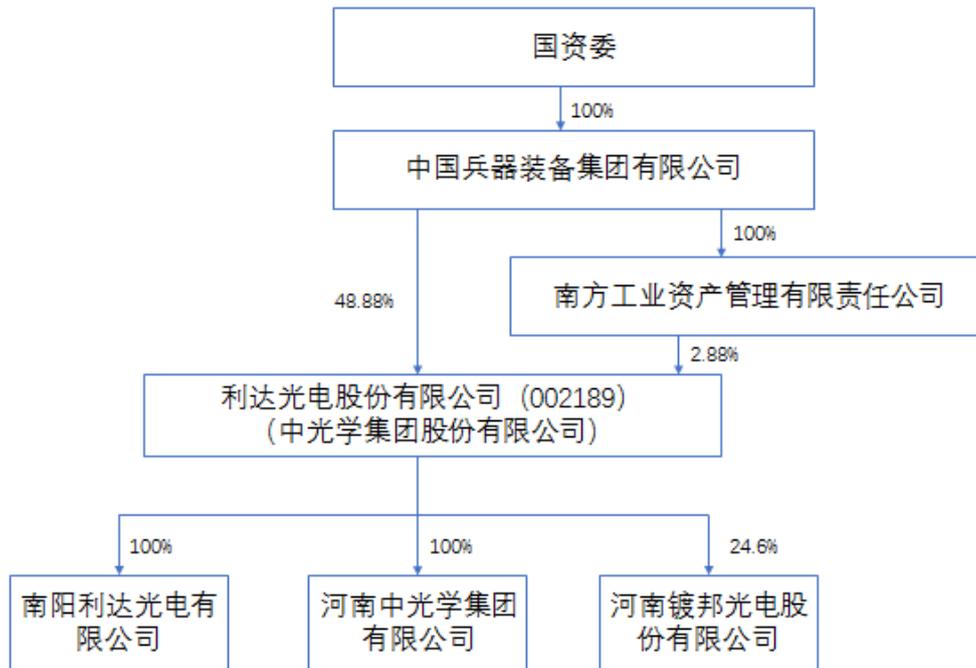
1. 反向收购中光学后切入“光学防务+光电产业链下游”

1.1 历史上利达光电是中光学培育的优质民品企业

利达光电成立于 1968 年, 公司所处细分行业为光学元件与组件加工业, 处于光电行业产业链的中游, 上游为光学材料生产行业, 下游为光电整机行业。历史上利达光电是中光学培育的民品企业, 2006 年 1 月 8 日兵装集团将下属全资企业中光学所持南阳利达 (利达光电前身) 国有股权无偿划转给兵器装备集团。股权划转后, 南阳利达控股股东由中光学变更为兵器装备集团。利达光电自 2007 年上市以来一直从事光学元件与组件的研发、生产和销售业务。

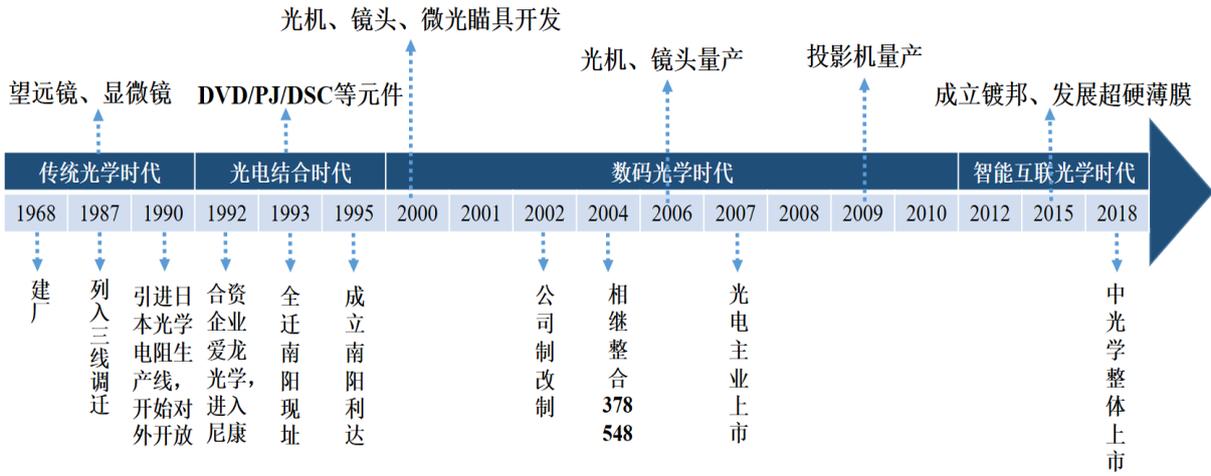
公司发展历程分为四个阶段, 从传统光学时代 (望远镜、显微镜) --- 光电结合时代 (DVD/PJ/DSC 等元件) --- 数码光学时代 (光机、镜头、微光瞄具开发、光机、镜头量产、投影机量产) --- 智能互联光学时代 (成立镀邦、发展超硬薄膜)。利达光电旗下包括全资的南阳利达光电和河南中光学集团, 以及参股的河南镀邦光电控股有限公司。

图 1: 上市股权结构及子公司构成



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 利达光电历史沿革



资料来源: 东兴证券研究所

利达光电主导产品是透镜、棱镜、光学镜头、光学辅料、光敏电阻等, 主要业务分布在数码光学、薄膜光学、安防车载光学与军用光学四个细分领域。2018 年 11 月, 公司重组中光学并募集配套资金项目获得中国证监会重组委审核通过, 公司的业务进入毛利率水平较高的光电防务等光电行业下游领域。

1.2 收购中光学切入军品及光电产业下游领域

反向收购完成后公司正式进入高毛利、高增长的军品领域以及投影机整机业务。

军品方面, 中光学的军品包括轻武器系列夜视瞄准镜(微光、红外)、坦克装甲系列观察瞄准镜、系列激光测距机、光电对抗装备、军民两用要地监控产品等, 目前已列装产品中有 6 个型号为独家产品, 市场占有率 100%, 剩余的列装产品主要与其他军工单位共同承担军方订单。在要地监控领域, 标的资产是国家边防委指定的国内唯一一家同时入围陆防及海防监控的军工单位, 与各边海防办、各省市海防与口岸打私办公室、武警边防部队、海关等均建立了长期合作关系。

图 3: 民用夜视瞄准镜



资料来源: 互联网, 东兴证券研究所

图 4: 要地监控解决方案(公安领域)



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

民品方面，中光学投影领域具备投影整机设计研发生产能力，同时覆盖 DLP 及 3LCD 两种主流技术方案。近年来，随着激光投影技术、便携投影技术、短焦镜头技术不断发展，一方面，投影质量得到提升，投影机寿命得到延长，另一方面，便携投影、短焦镜头等技术的出现使投影机可以在家庭娱乐等更广泛的环境中进行应用。

图 5：中光学 CX197 数字高清投影机



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

2. 军品进入快速列装阶段，未来高增速有保证

2.1 光电侦察装备比较优势在于分辨率高，目前应用领域广泛

中光学军品主要为夜视瞄准镜，属于光电侦察装备。

军用光电侦察装备是利用光源在目标和背景上的反射或目标、背景本身辐射电磁波的差异来探测、识别目标并对它们进行跟踪、瞄准的军用侦察仪器或系统。1. 光电侦察装备的主要优点是成像分辨率高，提供的目标图像清晰，这是其它侦察装备无法比拟的；大都是被动侦察装备，隐蔽性好，不容易被敌方探测；抗干扰性能好。在强电磁对抗环境中，雷达无法工作，光电侦察设备担负主要侦察任务；全天候性能好，白天和黑夜都能实施侦察。2. 军用光电侦察装备经长期发展，品种越来越齐全、性能越来越先进、应用越来越广泛。现代光电侦察装备包括可见光、微光、红外、激光和光电综合侦察仪器。它们是以激光、红外、微光、光纤、半导体、微电子、计算机、精密机械等现代技术为基础构成的光电器材。

表 1：军用光电侦察装备概况

现代光电侦察装备种类	定义	分类	典型产品
微光侦察装备	微光技术是在微弱的光照度情况下获得景物的图像，扩展人眼在低照度下对目标的识别能力，主	(1) 微光望远镜。供部队进行夜间手持侦察和监视，可配有照相机或摄像机，目前各国已有 50 余种微光望远镜。 (2) 轻武器瞄准具。轻武器瞄准具也可作为手持的侦察装备。各国现装备的第二代和第三代微光瞄准具约有 60	美国 ITT 公司生产的 F4965 型瞄准具、AN/PVS-7B 步兵夜视眼镜、AN/AVS-6 飞行

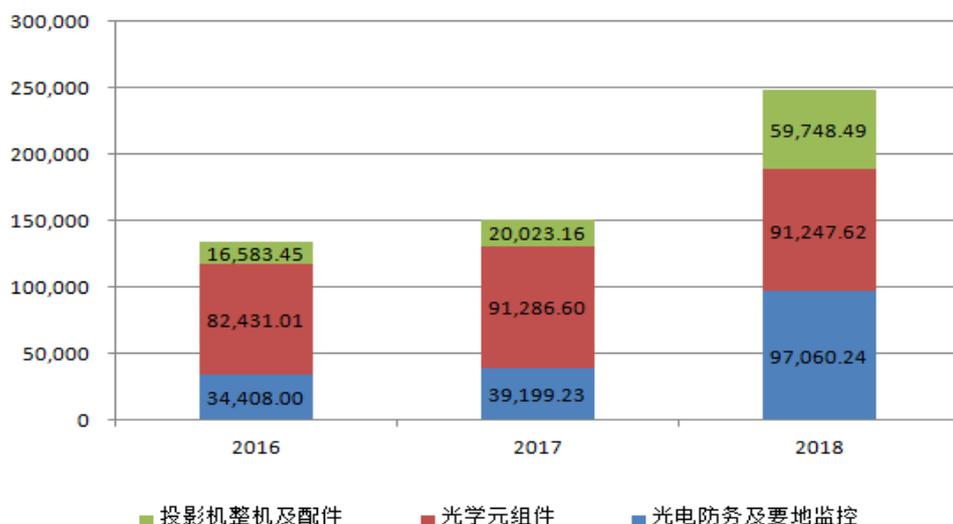
	要用于夜间侦察与火控系统。	<p>种,其性能大同小异,作用距离能满足轻武器射程要求。</p> <p>(3)微光夜视眼镜。微光夜视眼镜与微光望远镜不同之点是放大倍率不同。前者的倍率是1倍,后者的倍率是3X或4X。</p> <p>(4)微光电视。微光电视是像增强技术和电视摄像技术相结合的产物,国外已装备30余种。</p>	员夜视眼镜
红外侦查装备	<p>红外成像具有作用距离远、抗干扰性好、穿透烟尘雾霾能力强、可全天候、全天时工作等优点。在军事上,包括对军事目标的搜索、观瞄、侦察、预警与跟踪;红外成像的精确制导等。</p>	<p>(1)主动红外夜视仪,红外夜视仪利用光电转换技术的军用夜视仪器。它分为主动式和被动式两种:前者用红外探照灯照射目标,接收反射的红外辐射形成图像;后者不发射红外线,依靠目标自身的红外辐射形成“热图像”,故又称为“热像仪”。</p> <p>(2)红外热像仪又称前视红外装置。主动红外夜视仪容易暴露自己,作用距离近,目前基本上被热像仪取代。</p>	<p>美国 AN/TAS-4 “陶 II”反坦克导弹热观察仪,法国和德国“米兰”导弹“米拉”热瞄准具,美国 AN/TAS-6 远距离热观察仪。</p>
激光侦察装备	<p>激光技术在军事应用中主要用于:激光测距、激光制导、激光通信、强激光压制毁伤等。随着激光器及激光敏感元件和大规模复杂集成电路的出现,激光技术正朝着小体积、大功率、低功耗、大测程、高频率方面发展。</p>	<p>(1)激光测距机。是利用调制激光的某个参数实现对目标的距离测量的仪器。</p> <p>(2)激光雷达。是以发射激光束探测目标的位置、速度等特征量的雷达系统。</p> <p>(3)激光指示器。是把可见激光设计成便携、手易握、激光模组(发光二极管)加工成的笔型发射器。</p>	AN/PAQ-1 激光目标指示器、AN/PAQ-3 组件化激光设备(MULE)

资料来源:互联网,公司公告,东兴证券研究所

2.2 中光学大幅超额完成业绩承诺, 十三五后两年高增速有保证

中光学超额完成业绩承诺, 十三五后两年军品高增速有保证。2018 年上市公司实现营业收入 25.84 亿元 (+55.34%), 实现归属于上市公司股东的净利润 1.62 亿元 (+237.74%), 实现扣非净利润 4156.53 万元 (+8.96%), 其中中光学 2018 年实现营收 16.71 亿元 (+107.65%), 净利润为 9045.61 万元 (+298.83%), 中光学母公司实现扣非归母净利润为 1.07 亿元, 大幅超额完成业绩承诺 (2018 年承诺业绩为 3388.94 万元), 公司 2019 年一季度营收同比增长 23.38%, 归母净利润和扣非净利润同比增速分别为 198.99%和 197.94%。

公司 2018 年军品订单大幅增长, 而中光学的光电防务及要地监控业务收入同比增速为 147.61%, 我们判断主要原因, 第一, 主要原因或为此前军改所挤压的补偿性订单释放; 第二, 新的产品列装部队, 进入批量交付期; 第三, 军方或因为某种客观因素加大采购。展望十三五后两年, 我们判断补偿性订单的落实和每个五年计划前紧后松的装备采购计划, 2019、2020 年军品收入增速会在 2018 年基础上稳步加快。

图 6: 利达光电近三年业务拆分 (万元)


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

非经常性损益不影响公司健康发展, 计提资产减值损失缓解公司经营风险。公司 2018 年年报显示, 一方面, 同一控制下企业合并产生的子公司 (收购中光学) 期初至合并日的当期净损益为 6300.35 万元。另一方面, 投资收益总计为 6308.25 万元, 其中处置可供出售金融资产实现的投资收益为 2586.46 万元 (处置公司持有的兵器装备集团财务有限责任公司股权形成投资收益), 处置长期股权投资产生的投资收益为 2378.21 万元 (权益法核算原子公司镀邦光电长期股权投资收益), 丧失控制权后, 剩余股权按公允价值重新计量产生的利得为 994.81 万元 (子公司镀邦光电增资后公司持股比例降低, 对该投资由成本法转为权益法核算, 镀邦光电不再纳入合并报表范围, 剩余股权按公允价值重新计量产生的利得)。这几项非经常性损益均为公司正常经营情况下所进行的会计处理, 且未来年度不会对公司利润产生较大影响。

同时, 公司 2018 年还计提应收账款坏账准备金额 520.78 万元、其他应收款坏账准备金额 2188.54 万元、存货跌价准备 4706.16 万元, 计提大额资产减值损失市公司按照会计准则要求正常计提, 这将缓解公司未来经营风险, 且计提大额资产减值损失并非经常性状况。

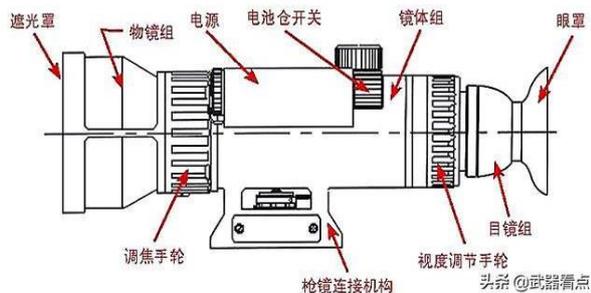
2.3 核心产品已批量列装多个型号, 下游市场空间巨大

目前, 中光学在研新产品和技术多达十余项, 包括多种类型的微光瞄准镜、红外瞄准镜、融合型望远镜、光电探测与干扰装置、自动标校装置、智能应用和智慧安防综合管理平台系统等。

根据公司公告, 1. 微光产品方面: 中光学于 2000 年首次成功将近贴式超二代国产像增强器应用于枪用微光瞄准镜, 实现了重量、体积的大幅度降低, 现批量装备多个型

号产品。2. 红外产品方面: 中光学于 2006 年首次将红外成像技术应用于轻武器红外枪用瞄准镜的研制与生产, 目前已具备其核心电路红外驱动组件的研发能力, 研制生产了多种非制冷探测器成像组件, 并已应用于军方新型主战装备。3. 激光产品方面: 中光学长期进行激光器与激光测距产品的研发工作, 目前已掌握激光器制造、激光测距、激光压制干扰系统等技术, 并应用于军方新型主战装备。

图 7: 国产微光瞄准镜构成



资料来源: 互联网, 东兴证券研究所

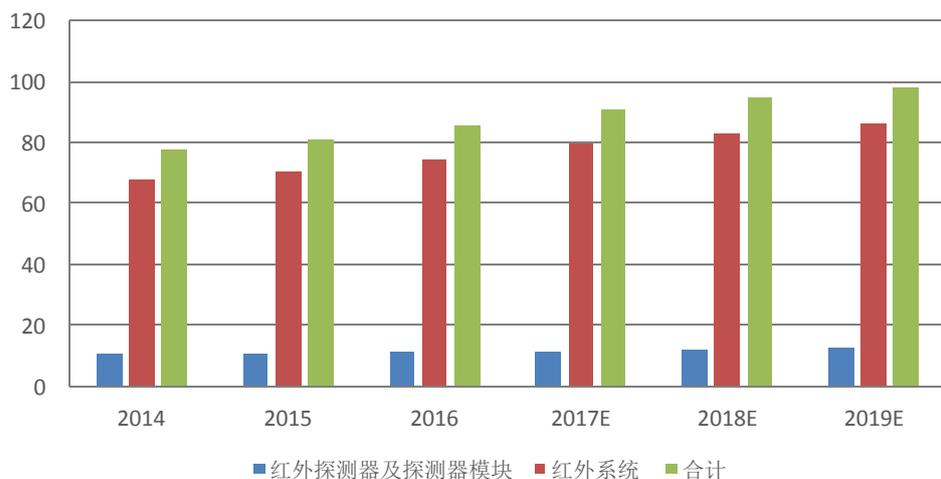
图 8: 国产新型红外瞄准镜可用在 95 式步枪上



资料来源: 百家号, 东兴证券研究所

军用红外热像仪的市场将保持稳定增长。军用红外热像仪领域市场化竞争程度低, 大多数军品生产企业的产品主要提供给本国军方。2013 年全球红外军用市场规模达到 79 亿美元, 2018 年的市场规模预计可达 98 亿美元, 其中红外探测器及探测器模块 12 亿美元, 红外系统 86 亿美元。军用红外热像仪销售金额复合年增长率 4.47%, 其中红外探测器及探测器模块增长率 2.9%, 红外系统增长率 4.7%。

图 9: 全球军用红外热像仪市场规模 (亿美元)



资料来源: 公开网络, 东兴证券研究所

我国军用红外热像仪处于快速增长时期。我国军用红外热像仪已装配在导弹、飞机、坦克、火箭、炮、枪等多种武器装备中。裁军后我国军队规模约为 200 万人, 按照我军 10% 的部队装备红外热像仪来推算, 则我国单兵用红外热像仪市场容量可达到 20 万套, 以每套 2 万元来计算, 市场规模为 40 亿元。红外热像仪在坦克装甲车辆、舰船、飞机以及制导武器上均有广泛应用。根据测算, 我国军用红外市场的市场总容量达 300 亿元以上。

表 2: 我国军用红外热像仪市场需求

应用领域	应用领域规模	单价估计(万元/套)	规模估计(亿元)
单兵	20 万套	2	40
坦克装甲等车辆	7500 辆坦克+7700 辆装甲战车 +2475 辆自行火炮	50	88
舰船	约 300 艘	1000	30
军机	约 300 架	200	60
抗红外制导武器	20000 枚	20	40

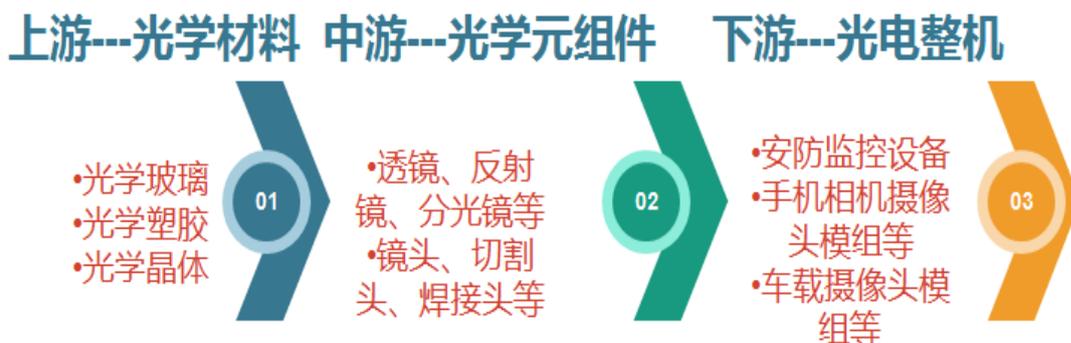
资料来源: 公开网络, 东兴证券研究所

3. 民品“光学镜头+投影仪”兼具看点, P30 Pro 技术突破打开成长空间

3.1 利达光电光学镜头龙头企业

利达光电是全球投影显示领域光学元件配套最齐全的企业, 数码光学精密零组件世界市场占有率稳居领先地位, 光学薄膜装备水平与规模化生产能力国内领先。公司建立了一个在行业内具有领先优势的国际化客户群, 是爱普生、富士、佳能、索尼、尼康等知名企业的合作伙伴和最佳供应商。

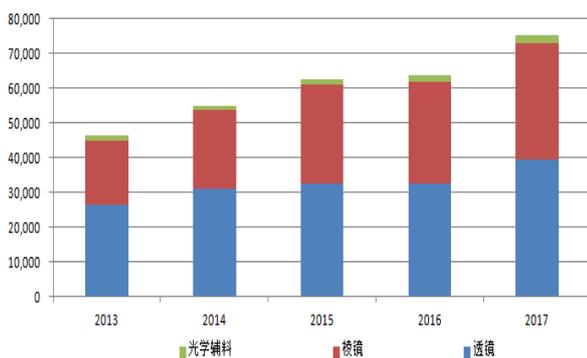
图 10: 光学元件产业链



资料来源: 公开网络, 东兴证券研究所

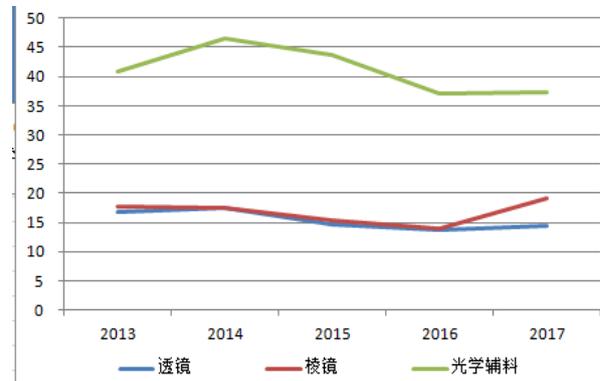
展开来看, 1. **透镜业务**未来将受益于车载光学快速增量的市场需求, 目前公司车载镜片已顺利实现量产; 2. **棱镜业务**主要依托公司光学薄膜核心技术优势, 在数码投影市场总体需求下降的形势下, 公司积极调整竞争策略, 使数码投影业务订单进一步向公司集中, 市场占有率进一步提升。目前前瞻领域开发取得实质性进展, 虚拟现实成像光波导器件等新品初步开发成功, 正在建立潜在客户群, 产品领域得到进一步丰富; 3. **OLPF 业务**质量效益得以改善提升, 准确把握了智能手机摄像模组技术发展趋势, 低反射低翘曲度无鬼影蓝玻璃、双摄蓝玻璃实现工艺突破、蓝玻璃组件实现了稳定批量生产, 镀膜效率大幅度提升, 正在开发的 3D 人脸识别精密光学滤光片有望推动 OLPF 业务新一轮发展; 4. **镜头业务**围绕车载和安防领域的转型升级, 公司目前对车载镜头及模组的技术理解和沉淀不断加深, 针孔安防镜头实现了稳定供货, 富士投射镜头生产线已建设完毕, 为镜头业务的发展奠定了基础; 5. **子公司镀膜邦光电**进一步发挥超硬功能光学薄膜技术优势, 相继完成车载中控盖板、指纹仪盖板镀膜工艺、盖板 IM 镀膜批量加工工艺、塑料基材柔性膜设计与镀膜工艺研发工作, 核心技术竞争力进一步提升。配套前道产线实现了批量生产, 已具备大规模化产线建设的工程复制能力。

图 11: 利达光电光学元组件收入拆分 (万元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 12: 利达光电光学元组件毛利率变动 (%)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3.2 中光学投影仪销售迎高景气周期, 毛利率有提升空间

中光学民品方面, 中光学母公司目前在投影机板块涉及研发和销售两个环节, 投影机销售主要采取 OEM 及 ODM 的战略客户销售模式, 以自主品牌对外销售的金额较小。中光学母公司根据客户的出货计划进行整机采购, 在整机成本的基础上加价后进行销售。

目前, 中光学母公司销售的投影机技术类型主要是 DLP 技术投影机, 此类投影机内部核心部件主要包括 DMD 芯片、光源、镜头等, 以上三大类零部件约占投影机整机成本的 60%至 70%左右, 公司 2018 年投影机 6 亿元销售收入中, 自主品牌投影机销售收入大概占 1 个亿。大部分来自进口, 导致生产成本较高。同时, 为了扩大市场,

目前中光学销售的投影机的毛利水平较低, 约 3% 左右。我们认为公司未来提升毛利率的手段或包括三条路径, 第一, 未来结构方面增加 ODM 产品; 第二, 做成激光投影仪; 第三, 自主开发出来的核心组件。

目前中国投影机市场拥有超过 40 个常规国内外品牌、接近 1600 个产品型号。从投影机市场发展现状来看, 满足用户智能化、个性化等应用需求成为厂商关注的新焦点。为此各大厂商不断加大在激光投影等新技术领域的投入, 在保证产品质量的同时不断提升产品智能化、个性化的程度。

2016 年, 中国投影机市场总出货量为 252 万台, 同比增长 14.8%。其中以 LED 光源为主的微型投影机市场出货量将近 58 万台, 同比增长 120.9%, 成为市场增长的主要动力。传统投影机市场全年出货量接近 194 万台, 同比微增 0.5%, 已呈现出饱和态势。2018 年, 中国投影机市场总出货量达 435 万台, 同比增长 31.1%。根据 IDC 预测, 至 2023 年中国投影机市场的复合增长率将会达到 15.5%, 或超过 900 万台。

图 13: IDC 中国投影机市场预测



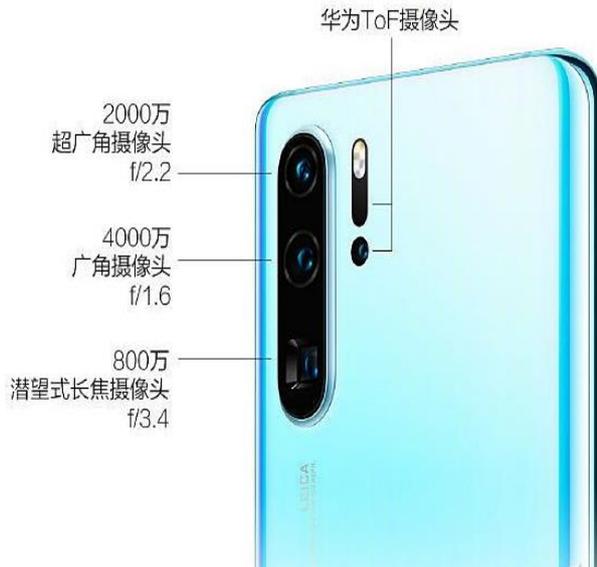
资料来源: IDC 中国, 东兴证券研究所

3.3 配套华为 P30 Pro 潜望式摄像头, 龙头公司的技术突破或变成行业标配

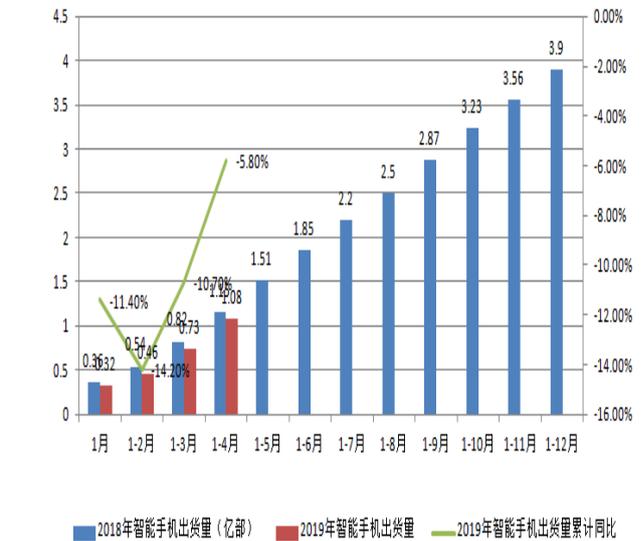
公司目前已经配套华为 P30 Pro 潜望式摄像头。潜望式摄像头结构区别于传统双摄镜头的并列排布, 将原本竖着排放的摄像头在手机内横向排放, 并以特殊的光学三棱镜让光线折射进入镜头组, 实现成像, 可以大幅度增加摄像头的焦距。华为 P30 Pro 潜望式摄像头的难度在于 50 倍数码变焦和生产的良率等问题, 有了潜望式摄像头之后, 可以帮助消费者看的更多看的更远。

图 14: 华为 P30 Pro 摄像头

图 15: 国内智能手机出货量及增长趋势



资料来源：互联网，东兴证券研究所



资料来源：中国信通院，东兴证券研究所

根据上游产业链数据显示，华为 P30 系列上市一个月来其全球出货量或已经超过 200 万台，我们预计 2019 年华为 P30 合计出货量为 2000 万台，同时我们假设华为 P30 Pro 2019 年出货量为 1000 万台，同时假设公司在每台华为 P30 Pro 上配套的棱镜价值量为 10 元，且假设市场份额为 30%，则每年公司营收空间在 3000 万左右。

有专家指出，对于潜望式摄像头来说，最大的难点其实在于光学的部分；镜头及棱镜的品质对于最终模组的成像效果影响很大，一旦未来产品普及的话，最大程度利好的是光学产业。我们认为，作为智能手机领域龙头企业的华为，其技术突破未来将变成行业标配。根据中国信通院发布的《2019 年 4 月国内手机市场运行分析报告》显示，2019 年 4 月，国内智能手机出货量 3479.1 万部，同比增长 6.5%，2019 年 1-4 月，国内智能手机出货量 1.08 亿部，同比下降 5.8%。我们预测 2019 年全年中国智能手机出货量约为 3.8 亿部，假设其中 50% 应用潜望式摄像头，假设公司市场份额为 30%，则公司潜望式摄像头棱镜业务每年市场空间约为 6 亿元。

4. 兵装集团光电板块唯一上市公司，股权激励调动员工积极性

4.1 兵装集团光电板块唯一上市公司，资产证券化仍有空间

兵器装备集团是我国陆军兵器工业的主导力量，承担着我国陆军装备与信息化装备研制发展与生产的任务，集团 2017 年实现营收 2914.74 亿元，兵装集团旗下光电资产还包括武汉长江光电、湖北华中光电、湖南华南光电和成都光明光电等资产，我们认为，未来集团或会以公司为光电板块上市平台整合集团内光电资产，我们判断，公司体外光电类资产 2018 年收入体量或超 20 亿，利润数亿元。

其中, **成都光明** 主要从事玻璃毛坯的生产, 为公司上游企业, **华南光电** 主要从事面向政府及企业等民用领域的安防业务。**华中光电**、**长江光电** 存在部分军用观瞄产品, 但主要系白光观瞄产品, 与公司生产的微光、红外观瞄产品存在本质区别。

表 3: 兵装集团下光电资产

公司	主营业务
成都光明光电股份有限公司	光学玻璃、电子玻璃、照明玻璃等专业性光电材料的生产销售。
湖北华中光电科技股份有限公司	有特种光电; 汽车、摩托车灯具; 枪用瞄准镜、望远镜; 光电仪器; 光学元件等五大生产线。
湖南华南光电科技股份有限公司	公司利用军民两用技术, 主要从事安防系统工程、大型计算机信息系统及建筑智能化等集成项目的设计和施工, 以及研发、生产和销售便携式痕量炸药探测器等。
武汉长江光电有限公司	主要生产民用枪瞄准镜、观靶镜、望远镜、光通信元器件、光学元件等系列产品以及具备观、测、瞄一体化功能的产品, 其中民用枪瞄准镜年生产能力达到 100 万具, 包括各种口径的定倍、变倍、广角、调焦、微光、夜视等几十个系列、200 多个品种, 产品销往北美、欧洲和澳洲等地区。

资料来源: 公开网络, 东兴证券研究所

4.2 股权激励绑定管理层利益, 调动员工积极性

公司于 2019 年 4 月完成限制性股票授予, 向公司高管、核心营销、技术和骨干等 103 人授予限制性股票 176.7 万股, 授予价格为 5.65 元/股, 实施股权激励案将充分调动经营管理层及核心员工的积极性, 同时有利于稳定和吸引人才。

表 4: 股权激励业绩考核条件

解除限售期	业绩考核标准
第一个解除限售期	(1) 可解锁日前一个财务年度加权平均净资产收益率 $\geq 4.1\%$, (2) 可解锁日前一个财务年度较 2017 年净利润平均复合增长率 $\geq 13\%$; (3) 可解锁日前一个财务年度主营业务收入占比 $\geq 93\%$ 。 且以上指标都 \geq 对标企业平均水平, 且 \geq 对标企业 75 分位;
第二个解除限售期	(1) 可解锁日前一个财务年度加权平均净资产收益率 $\geq 4.2\%$, (2) 可解锁日前一个财务年度较 2017 年净利润平均复合增长率 $\geq 14\%$; (3) 可解锁日前一个财务年度主营业务收入占比 $\geq 93\%$ 。 且以上指标都 \geq 对标企业平均水平, 且 \geq 对标企业 75 分位;
第三个解除限售期	(1) 可解锁日前一个财务年度加权平均净资产收益率 $\geq 4.3\%$, (2) 可解锁日前一个财务年度较 2017 年净利润平均复合增长率 $\geq 15\%$; (3) 可解锁日前一个财务年度主营业务收入占比 $\geq 93\%$ 。 且以上指标都 \geq 对标企业平均水平, 且 \geq 对标企业 75 分位;

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

5. 盈利预测及投资评级

公司 2018 年完成收购中光学成功切入光学防务+光电产业链下游，未来或更名为“中光学”，中光学军品自 2018 年起已迎来高景气阶段，并将持续数年，而上市公司民品方面已进入华为 P30 供应链体系，未来将受益于高端手机出货量的增加，此外公司为兵装集团光电板块唯一上市公司，体外资产注入预期较强。我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.83 元、1.00 元和 1.29 元，对应 5 月 15 日收盘价 PE 分别为 28 倍、23 倍和 18 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

军品订单收入确认不及预期；民品市场竞争加剧导致市场份额流失。

表 5: 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	530	1777	3387	4445	5189	营业收入	913	2584	3310	3876	4876
货币资金	153	413	1785	2463	2750	营业成本	765	2044	2697	3159	3974
应收账款	253	902	1036	1284	1571	营业税金及附加	7	13	24	24	30
其他应收款	0	62	80	93	118	营业费用	22	67	86	100	116
预付款项	2	66	93	124	164	管理费用	79	105	232	271	341
存货	60	219	250	316	383	财务费用	16	2	9	5	7
其他流动资产	15	17	18	19	21	资产减值损失	6.22	73.40	29.75	36.46	46.54
非流动资产合计	388	822	1269	1601	1716	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	214	214	214	214	投资净收益	0.00	63.08	0.00	0.00	0.00
固定资产	324.34	301.15	598.62	926.16	828.71	营业利润	21	177	232	280	362
无形资产	14	61	178	183	188	营业外收入	0.00	0.52	0.67	0.40	0.53
其他非流动资产	0	111	0	0	0	营业外支出	0.00	0.39	0.13	0.17	0.23
资产总计	918	2599	4656	6047	6906	利润总额	22	177	233	280	362
流动负债合计	245	1574	1812	2181	2756	所得税	-1	11	14	17	22
短期借款	0	190	0	0	0	净利润	23	167	219	263	341
应付账款	178	609	792	928	1168	少数股东损益	1	4	1	2	2
预收款项	3	128	261	416	611	归属母公司净利润	22	162	218	261	338
一年内到期的非	1	52	52	52	52	EBITDA	95	298	306	401	485
非流动负债合计	65	78	813	1613	1613	EPS (元)	0.11	0.68	0.83	1.00	1.29
长期借款	50	0	800	1600	1600	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	310	1653	2625	3795	4369	成长能力					
少数股东权益	54	22	23	25	28	营业收入增长	10.74%	183.01%	28.11%	17.12%	25.80%
实收资本(或股	199	238	262	262	262	营业利润增长	53.10%	723.58%	31.16%	20.53%	29.27%
资本公积	185	325	1203	1203	1203	归属于母公司净利润	34.44%	19.90%	34.44%	19.90%	29.34%
未分配利润	146	326	469	641	863	获利能力					
归属母公司股东	555	924	2003	2221	2504	毛利率(%)	16.17%	20.89%	18.50%	18.50%	18.50%
负债和所有者权	918	2599	4656	6047	6906	净利率(%)	2.47%	6.45%	6.61%	6.80%	6.98%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.37%	6.24%	4.68%	4.32%	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	3.92%	17.56%	10.89%	11.77%	13.51%
经营活动现金流	131	327	512	433	650	偿债能力					
净利润	23	167	219	263	341	资产负债率(%)	34%	64%	56%	63%	63%
折旧摊销	57.54	119.29	0.00	97.45	97.45	流动比率	2.16	1.13	1.87	2.04	1.88
财务费用	16	2	9	5	7	速动比率	1.92	0.99	1.73	1.89	1.74
应收账款减少	0	0	-134	-248	-287	营运能力					
预收账款增加	0	0	132	155	195	总资产周转率	1.02	1.47	0.91	0.72	0.75
投资活动现金流	-60	-690	-542	-507	-301	应收账款周转率	4	4	3	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.31	6.56	4.72	4.51	4.65
长期股权投资减	0	0	7	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	63	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.11	0.68	0.83	1.00	1.29
筹资活动现金流	-23	427	1402	752	-63	每股净现金流(最新	0.24	0.27	5.23	2.58	1.09
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.78	3.89	7.63	8.47	9.54
长期借款增加	0	0	800	800	0	估值比率					
普通股增加	0	39	25	0	0	P/E	210.73	34.09	27.89	23.26	17.99
资本公积增加	0	140	878	0	0	P/B	8.33	5.97	3.04	2.74	2.43
现金净增加额	47	64	1373	677	287	EV/EBITDA	47.74	17.90	16.81	13.16	10.28

资料来源: 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，六年证券从业经验，曾任职于中航证券，长城证券，2017 年加入东兴证券军工组。

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。