

业绩稳健增长，管理水平突出 增持（维持）

2019 年 08 月 25 日

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

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	1,146	1,388	1,649
同比（%）	15.6%	20.1%	21.2%	18.8%
每股收益（元/股）	0.93	1.11	1.35	1.60
P/E（倍）	43.82	36.48	30.10	25.34

点评

收入利润稳健增长

2019H1 公司实现收入 45.97 亿元，同比增长 28.23%，归母净利润 5.73 亿元，同比增长 23.13%，扣非归母净利润 5.60 亿元，同比增长 22.87%，经营性净现金流 2.19 亿元。

分产品看，电连接器及集成组件、光器件及光电设备、流体齿科及其他产品分别实现收入 35.94 亿元、8.19 亿元、1.85 亿元，同比增长 31.79%、10.94%、53.44%，公司销售毛利率 33.25%，同比基本持平；费用方面，2019H1 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.82%、4.13%、8.79%、0.5%，费用水平同比整体保持稳定。

整体上看，2019H1 公司实现收入利润稳健增长。

存货和应收影响军工上游厂商现金流

2019H1 公司经营净现金流为 2.19 亿元，显著低于净利润。从现金流量表补充资料来看，存货和应收的增加是公司历年经营性净现金流小于净利润的主要原因。军工产业链的业务模式决定了上游厂商应收账款较多，特别是在企业快速增长期，应收和存货的增速会超过收入增速。2014 年-2019H1 公司经营净现金流之和占净利润之和的比例为 41%，在军工电子上市公司中处于中等水平。

我们认为，公司的经营净现金流虽然低于净利润，但以当前现金流入情况，持续经营能力不会受到影响。

公司管理水平突出，ROE 稳定

公司的 ROE 在军工行业中处于较高水平，2018 年为 17.44%，通过杜邦分析可以看出，2015-2018 年，公司净利润率、权益乘数、资产周转率都比较稳定，因此 ROE 水平也比较稳定。

值得注意的是，公司近几年应收和存货增速较快，是经营性现金流与利润不匹配的重要原因，理论上会导致资产周转率的下降，从而拉低 ROE 水平。但公司的资产周转率维持稳定，原因在于固定资产的使用效率在提升，从固定资产占收入比例数据看，2014-2018 年该比例持续下降，说明单位固定资产所带来的收入持续提升，体现出公司经营管理水平在同行中较为优秀。

盈利预测与投资建议

我们认为中航光电是一家稳健经营、管理水平优秀的企业，同时其产品主要的下游领域军工、通讯、新能源汽车需求都将持续增长，看好公司长期发展前景。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 11.46 亿元、13.88 亿元、16.49 亿元，对应 PE 为 36 倍、30 倍、25 倍。我们看好公司发展前景，维持“增持”评级。

■ 风险提示：军工装备列装不及预期；民品市场竞争逐渐激烈。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	40.65
一年最低/最高价	23.82/40.65
市净率(倍)	6.63
流通 A 股市值(百万元)	41474.78

基础数据

每股净资产(元)	6.13
资产负债率(%)	50.55
总股本(百万股)	1028.13
流通 A 股(百万股)	1020.29

相关研究

- 1、《中航光电 (002179)：收入利润稳健增长，整体经营状况良好》2019-03-21
- 2、《中航光电 (002179)：Q3 经营状况良好，收入利润快速增长》2018-10-26
- 3、《中航光电 (002179)：业绩稳健增长，看好公司长期发展前景》2018-08-27

表 1: 现金流量表补充资料(亿元)

补充资料:	2019-06-30	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31
净利润	6.18	10.10	8.66	7.76	6.03	3.74
加: 资产减值准备	0.77	0.75	0.75	0.51	0.33	0.35
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	0.76	1.46	1.36	1.26	1.09	0.97
无形资产摊销	0.14	0.27	0.26	0.29	0.29	0.17
长期待摊费用摊销	0.04	0.06	0.04	0.02	0.01	0.01
待摊费用减少						
预提费用增加						
处理固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00		0.00	0.01	0.00	0.01
固定资产报废损失		0.01	0.01			
公允价值变动损失			0.00			
财务费用	0.41	0.12	0.25	0.28	0.52	0.63
投资损失	-0.10	-0.31	-0.34	-0.28	-0.21	-0.16
递延所得税资产增加	-0.08	-0.16	-0.14	-0.05	-0.07	-0.05
递延所得税负债增加	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.02	0.01
存货的减少	-1.56	-6.66	-0.57	-0.54	-4.02	-3.66
经营性应收项目的减少	-10.17	-13.66	-9.95	-8.85	-4.13	-5.65
经营性应付项目的增加	5.72	8.04	4.59	1.87	6.44	5.17
未确认的投资损失						
其他	0.10	0.21	-0.12	0.03	-0.02	
活动现金流量净额差额(特殊报表科目)						
活动现金流量净额差额(合计平衡项目)						
产生的现金流量净额	2.19	0.23	4.80	2.31	6.24	1.53

数据来源: wind, 东吴证券研究所

表 2: 中航光电杜邦分析 (%)

补充资料:	2019-06-30	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31
报告期	中报	年报	年报	年报	年报	年报
杜邦分析						
净资产收益率(ROE)(%)	9.08	17.44	18.35	19.56	18.16	12.50
同比增长率	-0.81	-4.94	-6.17	7.67	45.30	5.49
因素分解						
销售净利率	13.44	12.92	13.62	13.26	12.77	10.72
净利润/利润总额	91.92	90.36	88.73	87.28	86.86	85.56
利润总额/息税前利润	96.52	97.11	96.09	95.53	93.12	92.91
息税前利润/营业总收入	15.15	14.72	15.97	15.91	15.79	13.49

入

归属母公司的净利润/净利润(%)	92.72	94.48	95.27	94.50	94.20	90.70
权益乘数	2.19	2.13	2.06	2.13	2.19	2.13
资产周转率	0.33	0.67	0.69	0.73	0.69	0.60

数据来源：wind，东吴证券研究所

表 3：公司固定资产占收入比例(%)

2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31
17.67	22.22	23.79	28.20	33.59

数据来源：wind，东吴证券研究所

中航光电三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	10832	9795	13520	13432	营业收入	7816	9153	10672	12187
现金	2700	2326	2662	2971	减:营业成本	5271	6063	7184	8167
应收账款	3676	3289	4896	4740	营业税金及附加	32	41	46	53
存货	1965	1953	2640	2555	营业费用	360	447	507	577
其他流动资产	2491	2226	3322	3166	管理费用	418	1020	1154	1242
非流动资产	2454	2757	3039	3277	财务费用	-5	38	41	34
长期股权投资	119	164	209	253	资产减值损失	39	0	0	0
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	营业利润	1100	1573	1770	2146
其他非流动资产	234	229	224	224	加:营业外净收支	17	23	25	18
资产总计	13286	12552	16559	16708	利润总额	1117	1596	1795	2164
流动负债	5554	3829	6643	5358	减:所得税费用	108	375	325	419
短期借款	1140	1140	1140	1479	少数股东损益	56	75	82	96
应付账款	3736	493	4715	1354	归属母公司净利润	954	1146	1388	1649
其他流动负债	678	2196	788	2525	EBIT	1174	1622	1816	2181
非流动负债	1161	1034	873	681	EBITDA	1352	1780	2012	2408
长期借款	1035	907	747	554					
其他非流动负债	127	127	127	127	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	6715	4863	7516	6039	每股收益(元)	0.93	1.11	1.35	1.60
少数股东权益	524	599	681	777	每股净资产(元)	5.62	6.64	7.88	9.36
					发行在外股份(百万股)	791	1028	1028	1028
归属母公司股东权益	6047	7090	8362	9893	ROIC(%)	12.5%	13.1%	14.0%	14.3%
负债和股东权益	13286	12552	16559	16708	ROE(%)	15.4%	15.9%	16.3%	16.4%
					毛利率(%)	32.6%	33.8%	32.7%	33.0%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	12.2%	12.5%	13.0%	13.5%
经营活动现金流	23	281	1083	737	资产负债率(%)	50.5%	38.7%	45.4%	36.1%
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	-301	-333	净利润增长率(%)	15.6%	20.1%	21.2%	18.8%
现金净增加额	1046	-374	336	-29	P/E	43.82	36.48	30.10	25.34
折旧和摊销	179	158	196	227	P/B	7.23	6.12	5.16	4.34
资本开支	280	259	237	193	EV/EBITDA	31.12	23.86	20.90	17.44
营运资本变动	-1228	-1107	-593	-1239					

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>