

公司研究

营收过百亿，发展注重质量提升

——中航光电（002179.SZ）2020 年度报告点评

买入（维持）

当前价/目标价：70.97 元

作者

分析师：王锐

执业证书编号：S0930517050004

010-56513153

wangrui3@ebsecn.com

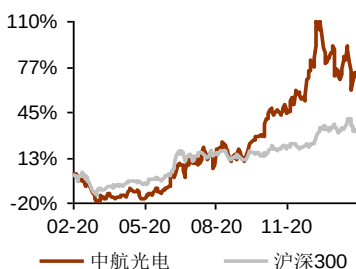
联系人：刘宇辰

liuyuchen0@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	11.01
总市值(亿元):	781.29
一年最低/最高(元):	33.09/87.44
近 3 月换手率:	68.61%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.30	-17.71	62.73
绝对	-5.53	-20.83	99.69

资料来源：Wind

相关研报

Q3 业绩同比增长 69%，重组轨交业务进一步提升竞争力——中航光电（002179.SZ）2020 年三季度报告点评（2020-10-30）

要点

事件：

公司发布 2020 年度报告，全年实现营业收入 103.05 亿元，同比增长 12.52%；归母净利润 14.39 亿元，同比增长 34.36%；扣非归母净利润 13.79 亿元，同比增长 33.39%。归母净利润超过我们此前对于公司的盈利预期。利润分配预案为：以公司权益分派实施时股权登记日的总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 4 元（含税）。

点评：

防务与民品、国内与国外业务均获突破性进展：2020 年公司全力保障防务领域配套交付，重点配套保障大型水陆两栖飞机 AG600 实现海上首飞，持续进行业务推广，成为国内首家进入商飞合格供方目录的连接器供应商；站稳国内 5G 市场；新能源汽车领域实现“国际一流、国内主流”转型发展，全年完成多个重点车型项目定点。公司工业领域增幅显著，医疗行业实现翻番增长，消费出行业务初具规模。国际业务保持较快发展速度，成功拿下多个重点平台项目。

积极扩大生产规模，现金流提升：公司 20 年末与 19 年同期相比，应收票据增长 35.65%，应收账款增长 8.6%；存货增长 36.26%，其中原材料增长 68.65%；应付票据增长 9.2%，应付账款增长 37.72%，合同负债增长 120.74%。以上科目的变化反映公司任务饱满，正在积极备货，为后续的生产做准备。公司此前公告，投资建设华南基地，主要产品面向通信、新能源汽车等民用领域，进一步扩大产能以提升生产规模。经营活动产生的现金流量净额较 19 年同期上升 54.18%，主要系公司销售商品收到的现金同比增加。

各业务及综合毛利率同步提升：电连接器业务毛利率提升 4.48PCT，光器件及光电设备业务毛利率提升 1.52PCT，流体、齿科及其他业务毛利率提升 0.91PCT，三分业务毛利率实现同步提升。综合毛利率提升 3.35PCT 至 36.03%。我们认为毛利率的提升与公司产品形成规模效应、加强管理，以及公司对下游客户所在领域及具体客户的选择策略有关。考虑连接器类互联产品在各个行业均存在广泛的应用需求，叠加公司的行业龙头地位以及产品的军工品质等因素，我们认为后续公司的综合毛利率有望保持相对较高水平。

整体费用率因股权激励摊销等因素略有提升：期间费用中，销售费用降低 12.43%，费用率降低 0.9PCT；公司加大研发投入，研发费用增长 4.71%，费用率降低 0.7PCT；管理费用因新增 A 股限制性股票激励计划（第二期）摊销而增长 47.09%，费用率提升 1.44PCT；财务费用因汇率波动，汇兑损失增加，增长 190.96%，费用率提升 0.56PCT。整体费用率小幅提升 0.4PCT。

盈利预测、估值与评级：受益于国防装备、通信、新能源汽车、轨道交通等国家重点发展行业的增长，公司业务规模、经营效益有望持续稳定增长。我们看好公司未来发展，上调对公司 2021、2022 年的盈利预测至 17.86 亿元（上调 17.58%）、21.51 亿元（上调 18.45%），并预测 2023 年净利润为 25.69 亿元。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.62、1.95、2.33 元，当前股价对应 PE 分别为 44X、36X、30X。维持公司“买入”评级。

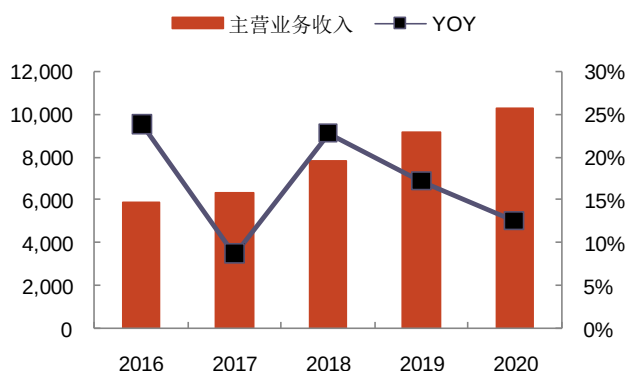
风险提示：宏观经济波动风险、市场及业务经营风险、管理风险、应收账款增加的风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9,159	10,305	12,701	15,274	17,909
营业收入增长率	17.18%	12.52%	23.25%	20.25%	17.25%
净利润（百万元）	1,071	1,439	1,786	2,151	2,569
净利润增长率	12.30%	34.36%	24.13%	20.41%	19.44%
EPS（元）	0.97	1.31	1.62	1.95	2.33
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.12%	14.78%	16.11%	16.94%	17.57%
P/E	73	54	44	36	30
P/B	9.3	8.0	7.0	6.2	5.3

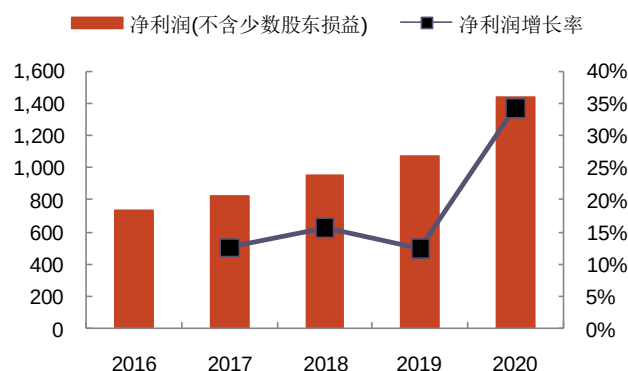
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-30

图 1：公司 20 年收入实现稳步增长（单位：百万元）



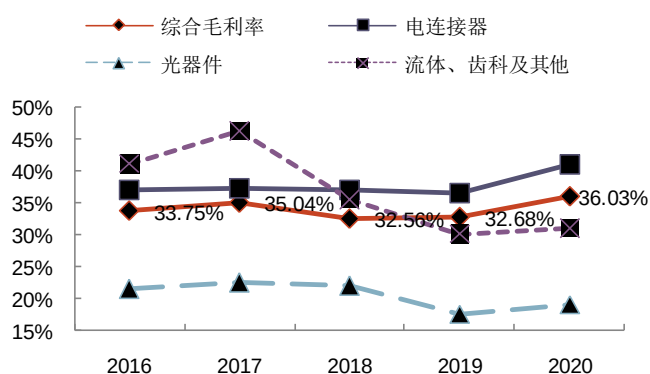
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：2020 年净利润增速高于收入增速（单位：百万元）



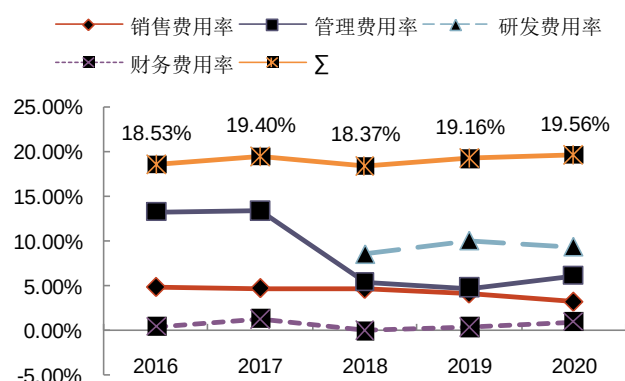
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：20 年各项业务及综合毛利率均实现提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：整体费用率因股权激励摊销等因素略有提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,159	10,305	12,701	15,274	17,909
营业成本	6,166	6,592	8,224	9,894	11,607
折旧和摊销	185	202	235	253	270
税金及附加	32	28	35	42	49
销售费用	374	327	419	504	591
管理费用	429	631	778	936	1,097
研发费用	920	963	1,187	1,427	1,673
财务费用	33	95	21	42	16
投资收益	18	30	20	20	20
营业利润	1,244	1,662	2,043	2,444	2,903
利润总额	1,254	1,681	2,062	2,463	2,922
所得税	92	150	184	219	260
净利润	1,163	1,531	1,879	2,243	2,661
少数股东损益	91	92	92	92	92
归属母公司净利润	1,071	1,439	1,786	2,151	2,569
EPS(按最新股本计)	0.97	1.31	1.62	1.95	2.33

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	822	1,267	1,020	2,040	2,653
净利润	1,071	1,439	1,786	2,151	2,569
折旧摊销	185	202	235	253	270
净营运资金增加	1,054	368	2,149	1,456	1,228
其他	-1,488	-743	-3,150	-1,820	-1,415
投资活动产生现金流	-281	-413	-111	-177	-209
净资本支出	-292	-389	-170	-197	-229
长期投资变化	136	156	0	0	0
其他资产变化	-125	-180	59	20	20
融资活动现金流	-316	853	98	-884	-1,490
股本变化	279	31	0	0	0
债务净变化	-1,161	68	436	-435	-965
无息负债变化	844	2,257	1,112	1,725	1,807
净现金流	245	1,637	1,007	979	954

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	32.7%	36.0%	35.2%	35.2%	35.2%
EBITDA 率	16.8%	20.6%	18.5%	18.2%	18.1%
EBIT 率	14.7%	18.5%	16.6%	16.6%	16.5%
税前净利润率	13.7%	16.3%	16.2%	16.1%	16.3%
归母净利润率	11.7%	14.0%	14.1%	14.1%	14.3%
ROA	7.7%	8.0%	8.5%	8.9%	9.5%
ROE (摊薄)	13.1%	14.8%	16.1%	16.9%	17.6%
经营性 ROIC	11.5%	15.0%	14.3%	15.6%	17.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	42%	45%	46%	46%	44%
流动比率	2.04	1.91	1.95	2.02	2.15
速动比率	1.70	1.57	1.60	1.65	1.74
归母权益/有息债务	6.83	7.71	6.52	10.04	48.88
有形资产/有息债务	12.37	14.91	12.84	19.63	92.52

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	15,132	19,218	22,204	25,197	28,055
货币资金	2,945	4,581	5,589	6,568	7,522
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	4,145	4,503	5,431	6,388	7,323
应收票据	2,920	3,962	4,629	5,261	5,810
其他应收款 (合计)	42	34	41	50	58
存货	2,049	2,792	3,442	4,075	4,693
其他流动资产	101	22	-142	-319	-501
流动资产合计	12,255	15,954	19,064	22,113	25,012
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	136	156	156	156	156
固定资产	1,821	1,922	1,991	2,029	2,049
在建工程	396	659	516	414	342
无形资产	191	187	187	187	188
商誉	69	69	69	69	69
其他非流动资产	171	142	83	83	83
非流动资产合计	2,877	3,264	3,140	3,084	3,043
总负债	6,398	8,724	10,271	11,561	12,403
短期借款	1,035	561	1,634	1,199	234
应付账款	2,362	3,253	4,058	4,882	5,727
应付票据	2,076	2,267	2,828	3,402	3,991
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	13	28	57	89	121
流动负债合计	6,000	8,365	9,789	10,946	11,652
长期借款	142	65	65	65	65
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	233	293	416	549	685
非流动负债合计	398	359	482	615	751
股东权益	8,733	10,495	11,933	13,636	15,652
股本	1,070	1,101	1,101	1,101	1,101
公积金	3,319	4,385	4,385	4,385	4,385
未分配利润	3,866	4,996	6,342	7,953	9,877
归属母公司权益	8,164	9,739	11,085	12,696	14,620
少数股东权益	570	756	848	940	1,033

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.08%	3.18%	3.30%	3.30%	3.30%
管理费用率	4.69%	6.13%	6.13%	6.13%	6.13%
财务费用率	0.36%	0.92%	0.17%	0.27%	0.09%
研发费用率	10.04%	9.34%	9.34%	9.34%	9.34%
所得税率	7%	9%	9%	9%	9%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.15	0.40	0.49	0.59	0.70
每股经营现金流	0.77	1.15	0.93	1.85	2.41
每股净资产	7.63	8.85	10.07	11.53	13.28
每股销售收入	8.56	9.36	11.54	13.87	16.27

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	73	54	44	36	30
PB	9.3	8.0	7.0	6.2	5.3
EV/EBITDA	51.7	38.2	34.7	29.1	24.8
股息率	0.2%	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE