

证券研究报告—动态报告

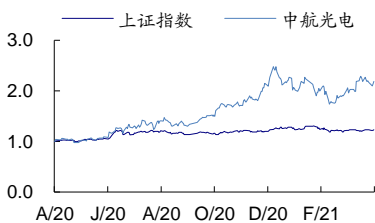
国防军工

航空军工

中航光电 (002179)
买入
2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 30 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 1,101/1,068 |
| 总市值/流通(百万元) | 83,007/80,526 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,475/14,464 |
| 12 个月最高/最低(元) | 87.44/33.30 |

相关研究报告:

《中航光电-002179-2021 年一季报预告点评: 十四五开门红, 21Q1 预增 270%-300%, 大超预期》——2021-04-09
 《中航光电-002179-2020 年年报点评: 收入突破百亿, 十四五迈入新征程》——2021-04-08
 《中航光电-002179-2017 年半年报点评: 业绩稳定增长, 深耕传统军品力拓新兴民品》——2017-08-31
 《中航光电-002179-进口替代和行业拓展实现稳定增长》——2010-09-06

证券分析师: 花超

电话:
 E-MAIL: huachao1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521040001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
十四五开门红高增长, 收入利润均创历史新高
●十四五开门红实现高增长, 收入利润均创新高

21Q1 实现营收 33.86 亿元 (+88.14%), 归母净利润 6.24 亿元 (+281.43%), 均创历史新高。母公司实现营收 27.78 亿元 (+93%), 净利润 5.83 亿元 (+262%), 原因系一方面 2020Q1 受新冠疫情影响, 基数较低; 另一方面, 今年公司在手订单饱满, 整体生产、经营情况良好, 营业收入快速增长, 军品增长势头毛利率水平较去年同期提升, 归母净利润实现大幅增长。同时给出了 2021 年半年报的经营业绩预计为 9.28 亿元-11.27 亿元, 同比增长 40%-70%。

●军品增长势头强劲拉动毛利率明显提升

毛利率 41.44%, 同比提高了 13pct; 净利率 19.52%, 同比提高 10pct, 环比提高也非常明显, 也是历史新高水平。期间费用率 16.4% 则相对平稳。综合看, 军品结构的提升对公司毛利率提升效果很明显, 军品结构性占比或提升较快, 甚至包括部分节余。

●公司十四五快速发展可期, 21 年是新征程起点

防务领域方面, 公司产品涉及航空、航天、船舶、船舶、通信指挥以及兵器等几乎所有军工领域。预计十四五期间, 伴随着我国武器装备现代化进程加速, 信息化占比不断提高推动军用连接器需求不断增长。公司作为我国高端军用连接器的领军企业以及军工行业上游元器件公司, 将全面受益于行业的高景气。民用领域, 公司在通讯领域、新能源汽车领域、工业、医疗等领域, 订单增长明显。

●投资建议: 维持“买入”评级。

军工连接器龙头, 全面受益十四五军工行业的高景气度。我们认为公司的防务领域的行业优势地位在十四五地位优势有望进一步加强, 同时通讯和新能源行业的市场前景广阔, 公司治理结构、激励制度优越, 十四五将不断的突破发展界限。2021-2023 年净利润上调至 22/28/35 亿元 (原 19/24/29 亿元), 同比增速 54/27/26%, 当前股价对应 PE=38/30/24x, 维持“买入”评级。

●风险提示: 军品业务放量不及预期; 民品业务拓展不及预期
盈利预测和财务指标

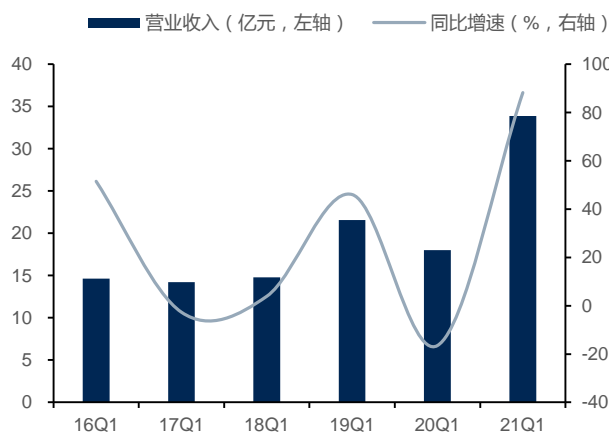
| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 9,159 | 10,305 | 13,407 | 16,944 | 21,010 |
| (+/-%) | 17.2% | 12.5% | 30.1% | 26.4% | 24.0% |
| 净利润(百万元) | 1071 | 1439 | 2210.75 | 2802.69 | 3529.21 |
| (+/-%) | 12.3% | 34.4% | 53.6% | 26.8% | 25.9% |
| 每股收益(元) | 1.00 | 1.31 | 2.01 | 2.55 | 3.21 |
| EBIT Margin | 23.6% | 26.5% | 19.1% | 19.3% | 19.4% |
| 净资产收益率(ROE) | 13.1% | 14.8% | 19.1% | 20.1% | 20.9% |
| 市盈率(PE) | 75.3 | 57.7 | 37.6 | 29.6 | 23.5 |
| EV/EBITDA | 37.2 | 31.3 | 33.3 | 26.5 | 21.9 |
| 市净率(PB) | 9.88 | 8.52 | 7.16 | 5.95 | 4.91 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

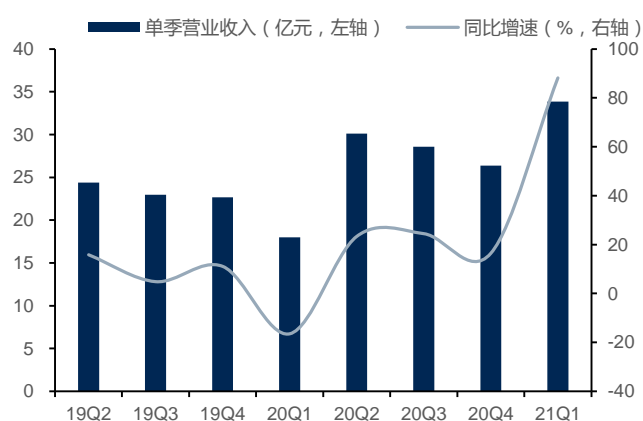
十四五开门红实现高增长，收入利润均创新高 21Q1 实现营收 33.86 亿元 (+88.14%)，归母净利润 6.24 亿元 (+281.43%)，均创历史新高。母公司实现营收 27.78 亿元 (+93%)，净利润 5.83 亿元 (+262%)，原因系一方面 2020Q1 受新冠疫情影响，基数较低；另一方面，今年公司在手订单饱满，整体生产、经营情况良好，营业收入快速增长，军品增长势头毛利率水平较去年同期提升，归母净利润实现大幅增长。同时给出了 2021 年半年报的经营业绩预计为 9.28 亿元-11.27 亿元，同比增长 40%-70%。

图 1：中航光电一季度营业收入及增速



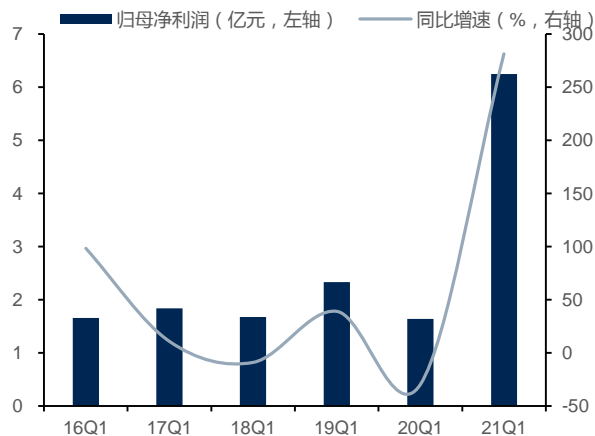
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：中航光电单季营业收入及增速



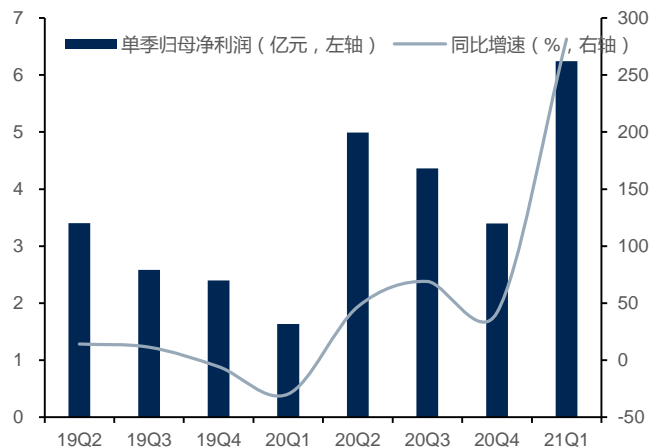
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 1：中航光电一季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

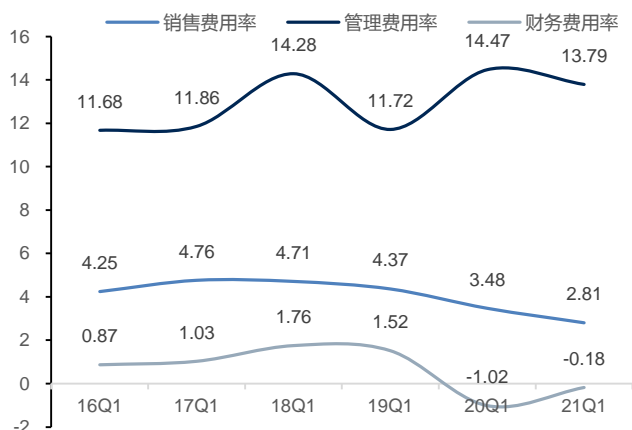
图 2：中航光电单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

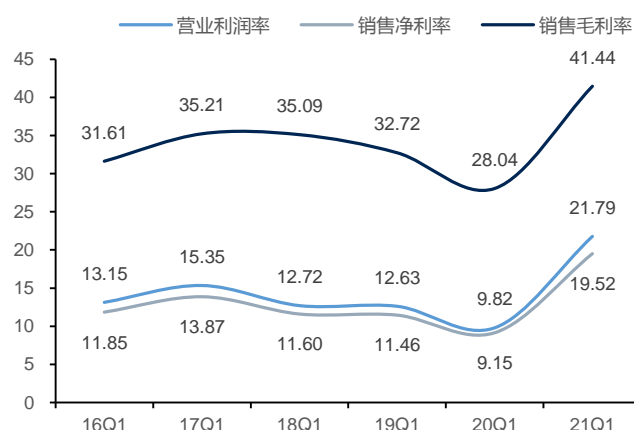
军品增长势头强劲拉动毛利率明显提升。公司毛利率 41.44%，同比提高了 13pct；净利率 19.52%，同比提高 10pct，环比提高也非常明显，也是历史新高水平。期间费用率 16.4%则相对平稳。综合看，军品结构的提升对公司毛利率提升效果很明显，一季度收入中预计军品的增长势头延续，甚至包括部分节余。

图 3：中航光电一季度三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：中航光电一季度毛利率、净利率变化情况

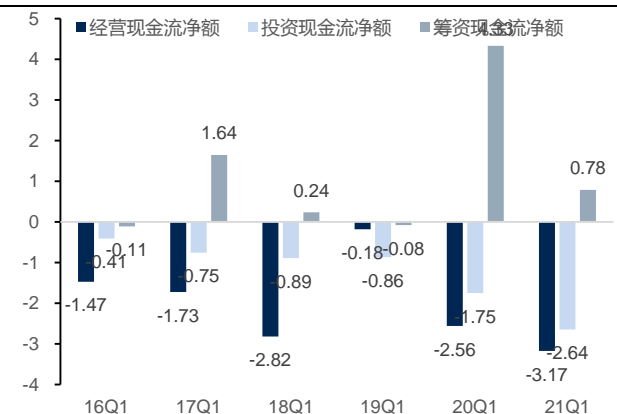


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资产负债表端多项目增长反映在手订单饱满。21Q1 占比较大的应收账款 58.41 亿元，较年末增长 29.71%，占总资产比例为 28.88%，主要系公司本季度交付增加；存货 30.66 亿元，较年末增长 9.81%，或因本季度业务订单增加，产成品增加。应付账款 34.50 亿元，较年末增长 6.06%，或因主要系公司业务增长，采购随之增加，反映出公司业务良好，在手订单饱满。

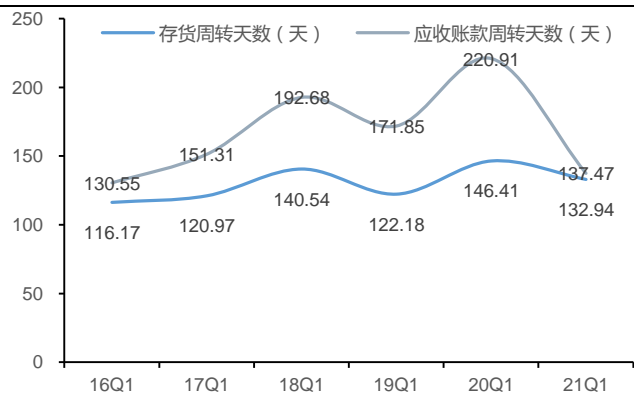
21Q1 年公司经营活动产生的现金流量净额-2.56 亿元（-23.97%），主要系 2020 年受疫情影响，社保暂缓缴纳，在本季度集中支付。投资活动产生的现金流量净额-1.75 亿元（-50.91%），主要系华南产业基地支付土地保证金及可转债募投项目支出增加所致。筹资活动产生的现金流量净额 4.33 亿元（-4.57%），主要系去年同期公司实施限制性股票激励计划（二期）收款所致。

图 5：中航光电一季度经营性现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：中航光电一季度主要流动资产周转情况（天数）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司十四五快速发展可期，21 年是新征程起点。防务领域方面，公司产品涉及航空、航天、船舶、船舶、通信指挥以及兵器等几乎所有军工领域。预计十四五期间，伴随着我国武器装备现代化进程加速，信息化占比不断提高推动军用连接器需求不断增长。公司作为我国高端军用连接器的领军企业以及军工行业上游元器件公司，将全面受益于行业的高景气。民用领域，公司是国内首家进入商飞合格供方目录的连接器供应商，伴随着国产大飞机 C919 的起量以及国

产替代的进程加速，公司也将核心受益。此外，公司在通讯领域、新能源汽车领域、工业、医疗等领域，订单增长明显。

投资建议：

军工连接器龙头，全面受益十四五军工行业的高景气度。我们认为公司的防务领域的行业优势地位在十四五地位优势有望进一步加强，同时通讯和新能源行业的市场前景广阔，公司治理结构、激励制度优越，十四五将不断的突破发展界限。2021-2023年净利润上调至22/28/35亿元（原19/24/29亿元），同比增速54/27/26%，当前股价对应PE==38/30/24x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 现金及现金等价物 | 4581 | 7000 | 8000 | 10129 | 营业收入 | 10305 | 13407 | 16944 | 21010 |
| 应收款项 | 8498 | 11020 | 12998 | 15542 | 营业成本 | 6592 | 8353 | 10556 | 13085 |
| 存货净额 | 2792 | 3328 | 3649 | 4181 | 营业税金及附加 | 28 | 34 | 41 | 46 |
| 其他流动资产 | 83 | 107 | 127 | 147 | 销售费用 | 327 | 503 | 640 | 786 |
| 流动资产合计 | 15954 | 21455 | 24774 | 29999 | 管理费用 | 631 | 1953 | 2432 | 3014 |
| 固定资产 | 2580 | 2746 | 2866 | 2937 | 财务费用 | 95 | 70 | 83 | 51 |
| 无形资产及其他 | 187 | 177 | 168 | 159 | 投资收益 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 投资性房地产 | 341 | 341 | 341 | 341 | 资产减值及公允价值变动 | 67 | 58 | 50 | 58 |
| 长期股权投资 | 156 | 176 | 197 | 217 | 其他收入 | (1066) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 19218 | 24896 | 28346 | 33653 | 营业利润 | 1662 | 2583 | 3271 | 4116 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 1198 | 3051 | 2143 | 2000 | 营业外净收支 | 19 | (3) | (3) | (3) |
| 应付款项 | 5519 | 6656 | 7859 | 9408 | 利润总额 | 1681 | 2579 | 3268 | 4113 |
| 其他流动负债 | 1648 | 2320 | 2928 | 3632 | 所得税费用 | 150 | 227 | 286 | 358 |
| 流动负债合计 | 8365 | 12027 | 12930 | 15039 | 少数股东损益 | 92 | 142 | 179 | 226 |
| 长期借款及应付债券 | 65 | 65 | 65 | 65 | 归属于母公司净利润 | 1439 | 2211 | 2803 | 3529 |
| 其他长期负债 | 294 | 334 | 376 | 419 | | | | | |
| 长期负债合计 | 359 | 399 | 441 | 484 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 8724 | 12426 | 13370 | 15523 | 净利润 | 1439 | 2211 | 2803 | 3529 |
| 少数股东权益 | 756 | 875 | 1025 | 1215 | 资产减值准备 | 51 | 17 | 12 | 7 |
| 股东权益 | 9739 | 11596 | 13950 | 16915 | 折旧摊销 | 202 | 297 | 361 | 423 |
| 负债和股东权益总计 | 19218 | 24896 | 28346 | 33653 | 公允价值变动损失 | (67) | (58) | (50) | (58) |
| | | | | | 财务费用 | 95 | 70 | 83 | 51 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | 238 | (1216) | (455) | (793) |
| 每股收益 | 1.31 | 2.01 | 2.55 | 3.21 | 其它 | 26 | 102 | 139 | 182 |
| 每股红利 | 0.21 | 0.32 | 0.41 | 0.51 | 经营活动现金流 | 1890 | 1353 | 2810 | 3291 |
| 每股净资产 | 8.85 | 10.53 | 12.67 | 15.36 | 资本开支 | (669) | (413) | (434) | (434) |
| ROIC | 23% | 17% | 18% | 21% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 15% | 19% | 20% | 21% | 投资活动现金流 | (690) | (433) | (454) | (454) |
| 毛利率 | 36% | 38% | 38% | 38% | 权益性融资 | 937 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 26% | 19% | 19% | 19% | 负债净变化 | (77) | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 28% | 21% | 21% | 21% | 支付股利、利息 | (229) | (354) | (448) | (565) |
| 收入增长 | 13% | 30% | 26% | 24% | 其它融资现金流 | 112 | 1853 | (908) | (143) |
| 净利润增长率 | 34% | 54% | 27% | 26% | 融资活动现金流 | 437 | 1499 | (1356) | (708) |
| 资产负债率 | 49% | 53% | 51% | 50% | 现金净变动 | 1636 | 2419 | 1000 | 2129 |
| 息率 | 0.3% | 0.4% | 0.5% | 0.7% | 货币资金的期初余额 | 2945 | 4581 | 7000 | 8000 |
| P/E | 57.7 | 37.6 | 29.6 | 23.5 | 货币资金的期末余额 | 4581 | 7000 | 8000 | 10129 |
| P/B | 8.5 | 7.2 | 6.0 | 4.9 | 企业自由现金流 | 2254 | 1007 | 2461 | 2921 |
| EV/EBITDA | 31.3 | 33.3 | 26.5 | 21.9 | 权益自由现金流 | 2289 | 2796 | 1477 | 2731 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032