

中航光电 (002179)

持续进行产业化布局，剑指“全球一流”

事件：5月17日，公司发布公告拟筹划非公开发行股票事项。

● 募投产业化项目应对需求提升，后续有望持续高增长

公司为满足业务发展需要，拟以非公开发行股票方式募集资金用于公司产业化项目建设和日常经营。此前，公司于2018年发行可转债用于新技术产业基地项目以及光电技术产业基地项目（二期），主要涵盖特种连接器、宇航连接器、液冷连接器、光器件、高速背板连接器、新能源汽车连接器等领域，预计21年6月30日全部达到可使用状态。我们推测本次募投项目仍然围绕公司核心下游应用领域的产业化提升，尤其是军品、新能源、通信领域，反映下游需求持续向好，公司提前部署应对，为“十四五”持续较快增长奠定基础。

● 关联交易大幅提升，表现显示订单饱满，彰显公司持续高增长能力

公司披露2021年关联交易预计金额为61.59亿元（+39.9%），主要增长项目为向航空工业下属单位销售商品（22.43亿元，+33%）以及向航空工业财务公司获取贷款（24亿元，+60%）等，表明公司产品销售有望持续提升，经营能力向好。资产负债表方面，合同负债2.98亿元（+120.7%），存货为27.92亿元（+36.3%），其中原材料4.99亿元（+68.6%），推测公司在手订单饱满，积极备货。

● 21Q1 高景气延续，剑指“全球一流”目标

2020年公司实现营业收入103.05亿元，首登百亿台阶，相较于“十三五”首年增长76%。21Q1，公司业绩同比增长281.43%，环比20Q4增长83.53%，高景气延续。面向“十四五”，公司明确了迈向“全球一流”目标，未来将加速外延发展，完善产业布局，拓宽互连业务边界，在军品领域持续提升竞争力，扩大国内领先优势，向国际一流看齐。全球一流互联供应商安费诺2020年财务数据为，营业收入561亿元、净利润78.5亿元、ROE22.35%，为了达成公司远景目标，公司基本面有望持续向好。我们认为，军品业务仍是支撑公司“十四五”快速发展的核心，寡头化格局推动市占率进一步提升，公司有望保持快速增长。

● 新能源汽车业务有望恢复式增长，通信产品受益于5G建设加速

2020年新能源汽车行业受疫情和行业政策影响，同比下降，下半年以来已经出现恢复性增长。公司是国内最早介入新能源汽车产业的连接器公司，未来有望突破国际电动车市场，实现放量。去年通信产品同样受疫情影响出现下滑，随着5G建设持续加快，未来公司将着力于产品结构和客户结构调整，板块有望实现规模提升。

● 连续实施股权激励计划，深度捆绑核心员工推动快速发展

公司先后实施两次股权激励计划，分别授予高管及核心骨干595.72万股和3149.34万股，深度捆绑核心员工利益。第一期股权激励计划已完成第三次解锁，各项考核指标均超过行业平均水平，激励效应显著。二期股权激励仍在考核期，有望推动公司“十四五”期间延续稳定较快增长态势。

盈利预测与评级：公司为军用连接器龙头，充分受益于下游武器装备放量，新能源汽车和通信产品有望恢复式增长，并不断通过募投进行产业化布局，看好公司长期发展。由于半年报业绩预告低于预期，我们将2021-23年归母净利润预期由23.87/29.55/36.48下调至22.50/27.99/34.54亿元，对应EPS为2.04/2.54/3.14元，对应PE为35.92/28.88/23.40x，维持“买入”评级。

风险提示：军品订单不及预期；新能源汽车补贴退坡导致需求下降；外部环境对于公司采购进口物料产生影响

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,158.83	10,305.22	13,549.34	16,830.09	20,739.48
增长率(%)	17.18	12.52	31.48	24.21	23.23
EBITDA(百万元)	2,385.84	3,025.83	2,706.19	3,337.47	4,083.67
净利润(百万元)	1,071.09	1,439.08	2,249.99	2,798.73	3,454.47
增长率(%)	12.30	34.36	56.35	24.39	23.43
EPS(元/股)	0.97	1.31	2.04	2.54	3.14
市盈率(P/E)	75.46	56.17	35.92	28.88	23.40
市净率(P/B)	9.90	8.30	6.45	5.35	4.40
市销率(P/S)	8.83	7.84	5.97	4.80	3.90
EV/EBITDA	16.92	27.55	28.14	22.45	17.73

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/航空装备
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	73.42元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,100.88
流通A股股本(百万股)	1,067.99
A股总市值(百万元)	80,826.88
流通A股市值(百万元)	78,411.57
每股净资产(元)	9.50
资产负债率(%)	43.91
一年内最高/最低(元)	87.44/33.30

作者

李鲁靖 分析师
SAC执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

潘暕 分析师
SAC执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

刘明洋 联系人
liumingyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中航光电-公司点评:业绩显著超预期，“军茅”迈向“全球一流”目标》 2021-04-10
- 2 《中航光电-首次覆盖报告:聚焦卓越成长稳定性，“十四五”基本面有望再上台阶》 2021-03-29
- 3 《中航光电-季报点评:Q1 营收/净利润中高速增长显著，军品/通信/新能源车望拉动业绩》 2019-04-29

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,945.01	4,581.42	6,529.51	7,685.97	10,543.10
应收票据及应收账款	7,064.73	8,464.57	9,461.46	12,545.88	14,329.54
预付账款	52.67	60.30	90.26	89.76	135.21
存货	2,049.34	2,791.92	2,680.25	4,456.04	4,210.40
其他	143.18	55.93	160.48	116.88	173.52
流动资产合计	12,254.92	15,954.14	18,921.96	24,894.52	29,391.77
长期股权投资	136.02	156.47	156.47	156.47	156.47
固定资产	1,821.47	1,921.53	2,103.51	2,192.30	2,212.17
在建工程	395.76	658.57	431.14	306.69	214.01
无形资产	190.80	186.68	172.52	158.35	144.19
其他	332.91	341.03	291.23	312.07	309.91
非流动资产合计	2,876.95	3,264.28	3,154.87	3,125.88	3,036.75
资产总计	15,131.87	19,218.42	22,076.84	28,020.41	32,428.52
短期借款	1,035.17	560.62	500.00	450.00	400.00
应付票据及应付账款	4,437.33	5,519.31	6,748.86	8,886.23	10,336.27
其他	527.87	2,285.30	761.86	2,037.10	1,507.62
流动负债合计	6,000.37	8,365.23	8,010.72	11,373.32	12,243.89
长期借款	141.72	65.00	50.00	50.00	50.00
应付债券	0.00	0.00	343.89	114.63	152.84
其他	256.30	293.55	225.55	258.47	259.19
非流动负债合计	398.02	358.55	619.44	423.10	462.03
负债合计	6,398.39	8,723.78	8,630.16	11,796.42	12,705.92
少数股东权益	569.90	755.65	911.37	1,115.23	1,352.61
股本	1,070.16	1,100.88	1,100.88	1,100.88	1,100.88
资本公积	2,087.54	3,009.54	3,009.54	3,009.54	3,009.54
留存收益	7,184.93	9,380.88	11,434.42	14,007.87	17,269.11
其他	(2,179.05)	(3,752.33)	(3,009.54)	(3,009.54)	(3,009.54)
股东权益合计	8,733.48	10,494.63	13,446.67	16,223.98	19,722.60
负债和股东权益总计	15,131.87	19,218.42	22,076.84	28,020.41	32,428.52

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,162.57	1,531.37	2,249.99	2,798.73	3,454.47
折旧摊销	193.34	211.87	119.61	129.83	136.97
财务费用	74.46	120.30	(30.58)	(51.22)	(76.25)
投资损失	(18.61)	(30.24)	(26.72)	(26.72)	(26.72)
营运资金变动	(691.14)	(363.12)	(959.36)	(1,426.37)	(817.52)
其它	101.13	(203.23)	142.11	206.13	240.40
经营活动现金流	821.75	1,266.94	1,495.04	1,630.38	2,911.35
资本支出	379.52	544.46	128.01	47.08	49.28
长期投资	16.52	20.45	0.00	0.00	0.00
其他	(677.29)	(977.76)	(161.28)	(100.36)	(72.56)
投资活动现金流	(281.24)	(412.85)	(33.28)	(53.28)	(23.28)
债权融资	1,194.81	1,263.21	1,172.63	926.05	1,012.09
股权融资	1,122.60	206.91	773.46	51.32	76.34
其他	(2,633.20)	(617.12)	(1,459.76)	(1,398.01)	(1,119.37)
筹资活动现金流	(315.79)	853.01	486.32	(420.64)	(30.94)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	224.72	1,707.11	1,948.09	1,156.46	2,857.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,158.83	10,305.22	13,549.34	16,830.09	20,739.48
营业成本	6,165.62	6,592.36	8,511.98	10,555.04	13,008.97
营业税金及附加	32.47	28.22	42.57	52.87	62.37
营业费用	373.73	327.26	447.13	605.88	829.58
管理费用	429.12	631.21	704.57	858.33	995.50
研发费用	919.59	962.93	1,287.19	1,615.69	1,966.39
财务费用	32.53	94.64	(30.58)	(51.22)	(76.25)
资产减值损失	(24.72)	(66.87)	(17.56)	(36.38)	(40.27)
公允价值变动收益	0.00	0.05	(13.61)	2.27	3.02
投资净收益	18.45	30.24	26.72	26.72	26.72
其他	(32.04)	42.94	(26.22)	(57.98)	(59.49)
营业利润	1,244.09	1,662.24	2,617.17	3,258.86	4,022.95
营业外收入	15.60	23.84	26.26	21.90	24.00
营业外支出	5.28	5.00	10.72	7.00	7.58
利润总额	1,254.42	1,681.08	2,632.70	3,273.76	4,039.37
所得税	91.85	149.70	226.99	271.17	347.52
净利润	1,162.57	1,531.37	2,405.71	3,002.60	3,691.85
少数股东损益	91.48	92.29	155.72	203.86	237.38
归属于母公司净利润	1,071.09	1,439.08	2,249.99	2,798.73	3,454.47
每股收益（元）	0.97	1.31	2.04	2.54	3.14

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	17.18%	12.52%	31.48%	24.21%	23.23%
营业利润	13.12%	33.61%	57.45%	24.52%	23.45%
归属于母公司净利润	12.30%	34.36%	56.35%	24.39%	23.43%
获利能力					
毛利率	32.68%	36.03%	37.18%	37.28%	37.27%
净利率	11.69%	13.96%	16.61%	16.63%	16.66%
ROE	13.12%	14.78%	17.95%	18.52%	18.80%
ROIC	19.52%	23.82%	34.23%	37.39%	39.12%
偿债能力					
资产负债率	42.28%	45.39%	39.09%	42.10%	39.18%
净负债率	-20.04%	-31.62%	-39.84%	-41.67%	-48.33%
流动比率	2.04	1.91	2.36	2.19	2.40
速动比率	1.70	1.57	2.03	1.80	2.06
营运能力					
应收账款周转率	1.40	1.33	1.51	1.53	1.54
存货周转率	4.56	4.26	4.95	4.72	4.79
总资产周转率	0.64	0.60	0.66	0.67	0.69
每股指标（元）					
每股收益	0.97	1.31	2.04	2.54	3.14
每股经营现金流	0.75	1.15	1.36	1.48	2.64
每股净资产	7.42	8.85	11.39	13.72	16.69
估值比率					
市盈率	75.46	56.17	35.92	28.88	23.40
市净率	9.90	8.30	6.45	5.35	4.40
EV/EBITDA	16.92	27.55	28.14	22.45	17.73
EV/EBIT	18.33	29.52	29.44	23.36	18.35

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com