

中航光电 (002179) 事件点评: 转债强制赎回期抛压已逐步释放, 关注难得的短期加仓良机

2019年09月23日

强烈推荐/维持

中航光电 公司报告

报告摘要:

【事件】

公司发布关于“光电转债”赎回实施及停止交易的第五次提示性公告, 截至2019年9月20日收市, “光电转债”收盘价为135.350元/张。根据赎回安排, 截至2019年10月29日收市后尚未实施转股的“光电转债”将按照100.20元/张的价格强制赎回。

我们的观点:

1、上周初已触发赎回条件, 赎回价格远低于正股价格

根据公司发布的光电转债公告, 如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%则会触发赎回条款, 而在公司2019年5月权益分配之后转股价格已经调整为30.87元/股, 强制赎回条件的股票价格为30.87元/股的130%即40.13元/股, 公司股价上周已触发赎回条款。而“光电转债”赎回价格为100.20元/张(含当期应计利息, 当期年利率为0.2%, 且当期利息含税)。截至2019年9月20日收市, “光电转债”收盘价为135.350元/张, 强制赎回价格远低于正股价格。

2、公司近日来抛压较重, 或迎难得的短期配置机会

根据我们测算, 公司1300万张可转债每张面值为100元, 按照转股价格30.87元/股来测算相当于4211.21万股公司股票, 我们测算的9月17日当周日均成交量为989.24万股, 我们认为公司因为转股导致的抛压或将在本周之前得到大部分释放, 或将迎来难得的短期配置窗口, 建议积极关注。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,361.81	7,816.02	9,693.34	12,084.6	14,554.3
增长率(%)	8.66%	22.86%	24.02%	24.67%	20.44%
归母净利润(百万元)	866.37	1,009.52	1,269.22	1,644.12	1,945.11
增长率(%)	11.58%	16.52%	25.72%	29.54%	18.31%
净资产收益率(%)	16.88%	15.77%	15.22%	17.11%	17.43%
每股收益(元)	1.05	1.22	1.19	1.55	1.84
PE	35.32	30.55	35.12	26.96	22.71
PB	6.01	4.86	5.20	4.48	3.85

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

公司是中航工业旗下专业为军工防务及高端制造领域提供互连技术解决方案的高科技企业。公司产品广泛应用于航空航天和军事领域、通讯网络与数据中心、轨道交通、新能源汽车、电力、石油装备、医疗设备以及智能装备等民用高端制造领域。

未来3-6个月重大事项提示:

交易数据

52周股价区间(元)	23.83-40.65
总市值(亿元)	418.00
流通市值(亿元)	415.00
总股本/流通A股(万股)	102814/102029
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.69

52周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 王习

010-66554034

wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号

S1480518010001

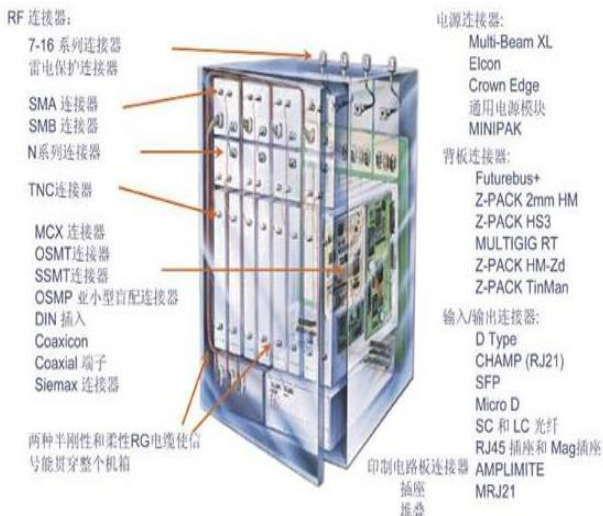
3、军品十三五后期景气度有望抬升, 未来两年合同和收入增速有望逐年加快

从半年报来看, 我们认为上半年公司军品收入同比增速在 20% 以上, 主要原因或有两点, 第一, 上半年军品收入确认同比或出现改善, 第二, 2019 年上半年军工行业订单或增速较快。展望下半年, 军品方面我们认为航空、兵器、航天等子行业或继续保持高增长, 而电子子行业或存在数量较多的补偿性订单高增长可期, 同时舰船行业订单下半年有望环比改善。我们认为, 结合补偿性订单的落实和十三五后两年增量订单的放大, 2019 年全年和 2020 年合同和收入增速有望逐年加快。同时, 我们认为公司在军品方面创新基因较强, 具备独家供货权的新产品 (单品附加值和毛利率较高) 占比较高, 未来下游产品放量毛利率仍有望保持高位。

4、公司或将充分受益于国产替代进程加速, 同时 5G 产品有望逐步贡献业绩

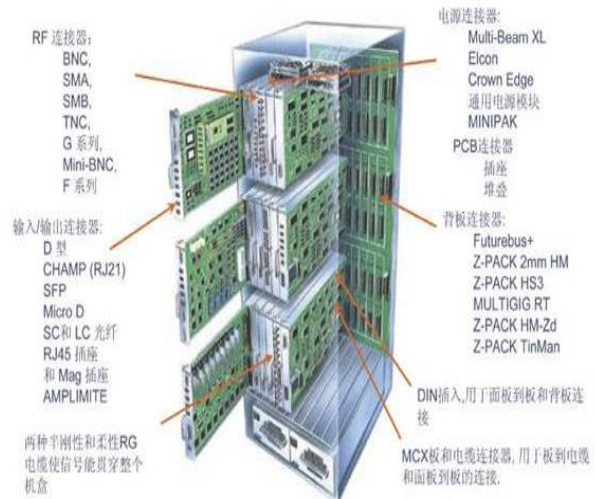
连接器作为通信设备中不可缺少的重要配件之一, 在通信设备中价值量占比较大。通信终端设备主要包括交换机、路由器、调制解调器 (Modem)、用户接入终端设备等。根据《中国连接器制造行业市场需求预测与投资战略规划研究报告》, 连接器在通信设备中的价值占比约 3~5%, 在一些大型通信设备中价值占比超过 10%。公司目前通讯业务中主要包括光连接器和电连接器, 我们推断本部通讯业务主要包括光纤跳线、光缆组件等相关业务, 而子公司富士达在射频同轴连接器方面是行业龙头。我国通信行业上游核心电子元器件的缺失问题不容忽视, CPU、FPGA、AD/DA、射频芯片等高端电子元器件在全球市场都几乎无可替代。此前的中兴和华为事件凸显了国内关键芯片及上游零部件自主可控的重要性。作为华为的金牌供应商, 公司的通讯连接器主要应用于无线分布基站和数据中心设备, 华为、中兴事件或将加快国产替代和自主可控进程, 而中航光电未来或将充分受益。与此同时, 未来公司通讯业务或将充分受益于从 4G 时代到 5G 时代带来的基站数量和单基站价值量的提升。

图 1: 典型的无线通信系统的基站内部互联



资料来源: 互联网、东兴证券研究所

图 2: 基站控制器、移动交换网络和网关支持节点之间的典型互联



资料来源: 互联网、东兴证券研究所

5、军工核心资产理应享受估值溢价, 行业龙头赢者通吃的局面会延续

我们在 8 月中旬发布了报告《东兴证券-中航光电-002179-大牛股的奥秘: 上市以来及近两年股价全景式复盘》, 复盘了公司上市以来的股价表现以及近两年的股价表现, 得出的结论是, 第一, 很少有公司能够穿越牛熊, 但熊市时业绩确定性好的公司抗跌且反弹起来幅度最大, 超额收益最明显。无论是在 2012-2015 年的小票风格时代 (注重想象空间), 还是 2016-2019 年的“核

心资产”时代（注重确定性），高 ROE 和高利润增速都是良好股价表现的核心因素；第二，公司本身和军工指数趋同性最强，但近年来随着新能源汽车、通讯业务的拓展，和军工行业的趋同性已经越来越小，和电子、通讯等行业的趋同性增加；第三，市场对于价值投资越来越重视，若干年连续成长的行业龙头会享受远高于其他公司的估值溢价；第四，聚焦主业，专心做好一件事很重要。公司所有的业务都是基于连接器这个核心来进行横向和纵向的扩张，并未如部分公司那样发展双主业或新主业，专心做一件事让公司更了解产业未来方向，也更了解客户。

5、投资建议

站在当前时点，我们认为随着军工行业和 5G 业务景气度抬升，公司未来数年保持业绩高增长无忧，同时作为军工行业中为数不多的核心资产，公司依然会凭借确定性享有估值溢价。我们预测公司 2019 年~2021 年 EPS 分别为 1.19 元、1.55 元、1.84 元，对应 9 月 20 日收盘价 PE 分别为 35X、27X、23X。

6、风险提示：

武器装备交付进度低于预期，增值税影响高于预期，军品定价改革影响高于预期。

附表: 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	7826	10832	13817	16176	19026	营业收入	6362	7816	9693	12085	14554
货币资金	1648	2700	2930	3297	2927	营业成本	4133	5271	6485	8242	9897
应收账款	2918	3676	4503	5649	6782	营业税金及附加	34	32	52	57	73
其他应收款	39	42	53	66	79	营业费用	299	360	455	567	717
预付款项	55	48	113	195	294	管理费用	856	418	1212	1329	1674
存货	1338	1965	2099	2484	3093	财务费用	80	-5	62	42	16
其他流动资产	37	77	137	208	284	资产减值损失	75.25	38.91	55.05	55.05	55.05
非流动资产合计	2204	2454	2790	2972	2937	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	100	119	119	119	119	投资净收益	34.36	31.47	31.47	31.47	31.47
固定资产	1413.74	1381.24	1989.48	2179.47	1944.46	营业利润	968	1100	1404	1824	2154
无形资产	205	187	291	285	280	营业外收入	13.77	39.32	35.93	29.68	34.98
其他非流动资产	65	77	0	0	0	营业外支出	5.71	21.89	10.71	12.77	15.12
资产总计	10030	13286	16607	19148	21963	利润总额	976	1117	1429	1841	2174
流动负债合计	4280	5554	6781	7178	8404	所得税	110	108	160	197	229
短期借款	531	1140	1588	0	440	净利润	866	1010	1269	1644	1945
应付账款	1611	2528	2780	4516	4833	少数股东损益	41	56	47	48	50
预收款项	65	0	-39	-87	-145	归属母公司净利润	825	954	1223	1596	1895
一年内到期的非流	500	181	181	181	181	EBITDA	1390	1427	1682	2130	2433
非流动负债合计	322	1161	936	1736	1736	EPS (元)	1.05	1.22	1.19	1.55	1.84
长期借款	181	3	803	1603	1603	主要财务比率					
应付债券	0	1032	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	4602	6715	7717	8913	10140	成长能力					
少数股东权益	539	524	571	618	668	营业收入增长	8.66%	22.86%	24.02%	24.67%	20.44%
实收资本(或股本)	791	791	1028	1028	1028	营业利润增长	15.35%	13.57%	27.68%	29.92%	18.07%
资本公积	973	1001	1879	1879	1879	归属于母公司净利润	-4.76%	15.56%	28.20%	30.56%	18.71%
未分配利润	2452	3122	2857	2484	2057	获利能力					
归属母公司股东权	4890	6047	8035	9332	10871	毛利率(%)	35.04%	32.56%	33.10%	31.80%	32.00%
负债和所有者权	10030	13286	16607	19148	21963	净利率(%)	13.62%	12.92%	13.09%	13.60%	13.36%
现金流量表						总资产净利润(%)	2.91%	8.23%	7.18%	7.36%	8.34%
						ROE(%)	16.88%	15.77%	15.22%	17.11%	17.43%
经营活动现金流	480	23	-419	1991	-160	偿债能力					
净利润	866	1010	1269	1644	1945	资产负债率(%)	46%	51%	46%	47%	46%
折旧摊销	341.39	333.19	0.00	235.01	235.01	流动比率	1.83	1.95	2.04	2.25	2.26
财务费用	80	-5	62	42	16	速动比率	1.52	1.60	1.73	1.91	1.90
应付账款的变化	0	0	-826	-1146	-1133	营运能力					
预收账款的变化	0	0	-39	-48	-58	总资产周转率	0.69	0.67	0.65	0.68	0.71
投资活动现金流	-287	-260	-574	-495	-278	应收账款周转率	3	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.29	3.78	3.65	3.31	3.11
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	34	31	31	31	31	每股收益(最新摊薄)	1.05	1.22	1.19	1.55	1.84
筹资活动现金流	62	1243	1223	-1130	69	每股净现金流(最新)	0.32	1.27	0.22	0.36	-0.36
应付债券增加	0	0	-1032	0	0	每股净资产(最新摊)	6.18	7.64	7.82	9.08	10.57
长期借款增加	0	0	800	800	0	估值比率					
普通股增加	188	0	237	0	0	P/E	35.32	30.55	35.12	26.96	22.71
资本公积增加	-8	28	878	0	0	P/B	6.01	4.86	5.20	4.48	3.85
现金净增加额	255	1006	230	367	-369	EV/EBITDA	20.84	20.35	22.51	17.23	15.42

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	连接器行业专题报告：军民用高景气周期带来，产业升级加速	2019-05-09
行业	国防军工周报：坚定看好三季度军工行情，建议关注两大主线	2019-07-01
行业	国防军工周报：军工迎来配置时点，建议重视行业比较优势	2019-07-15
公司	中航光电（002179）事件点评：股价再创新高，半年报有望维持高增长	2019-07-29
公司	中航光电（002179）：大牛股的奥秘：上市以来及近两年股价全景式复盘	2019-08-20

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

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，历任中航证券、长城证券军工组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

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。