

2009-03-19

电子元件

中航光电 002179.SZ

管理改善带来业绩提升

◇ 事件：公司公布 2008 年年报

◆军品及民品业务共同推动 08 年业务稳定成长

公司 08 年收入增长 29.5%，营业利润增长 25%。军品增速较快，增速为 46%，航空、兵器、船舶等订单的大幅度增长对收入推动较大；民品业务增长了 13%。光连接器业务增长 22%，线缆组件则增长了 94%，这为公司带来了新的增长点。

◆生产管理逐步提升，兴华航空管理改善初见成效

通过有效的制程管理和良好的成本控制，公司克服了材料成本大幅度上涨的不利因素，毛利率仍保持在较好的水平，母公司毛利率从 07 年 34.43% 轻微上升至 08 年 34.50%。由于加大了研发投入和市场营销力度，母公司管理、营销费用比例较上年 14.8% 上升至 16.3%。值得注意的是兴华航空在收入增长 33% 的情况下，管理费用基本维持不变，显示其管理改善初见成效。

◆09 年展望：民品业务增速较快，公司可望继续保持较快增长

09 年随着 3G 及铁路建设的推动，公司民品业务将实现 30% 以上的较快增长；军品业务则有望实现 15% 左右的增长；近期原材料价格的下跌有助于公司毛利率的提升，公司仍处于较好的发展态势之中。

◆目前股价已反映 09 年成长，给予中性评级

目前股价相当于 08 年 PE32 倍，约相当于 09 年 25 倍的水平，与行业平均水平基本一致，我们认为目前价格已经基本反映了公司 09 年的业绩预期，调整评级为中性。由于公司业绩增长确定性强，有较强的防御性，可关注市场波动带来的机会。公司股价的催化因素包括市场整体估值水平的上升、3G 及军品等业务的超预期增长等。

◆风险分析

市场的系统性风险。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	614	1,077	1,285	1,498	1,743
营业收入增长率	17.63%	75.34%	19.37%	16.55%	16.38%
净利润（百万元）	97	112	146	181	215
净利润增长率	46.94%	14.94%	30.57%	23.98%	18.48%
EPS（元）	0.55	0.63	0.82	1.02	1.20
ROE	11.16%	10.77%	12.82%	14.39%	15.36%
P/E	37	32	25	20	17
P/B	3	3	3	3	2
EV/EBITDA	17	22	13	11	9

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

调整

中性

当前价格	20.24 元
目标价格	21.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

谢锋 周励谦

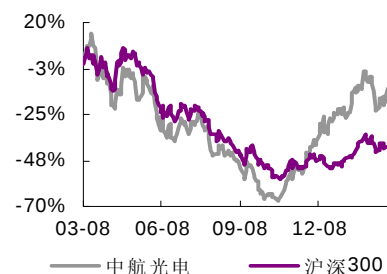
021-22169999*9176/9175

xiefeng@ebcn.comzhouligian@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	179
总市值(百万元)	3,613
流通比例(%)	45.88%
12 个月最高/最低(元)	37.49/6.90
近 3 月日均成交量(百万股)	1.99
主要股东	中国航空工业集团公司

股价表现(12 个月)

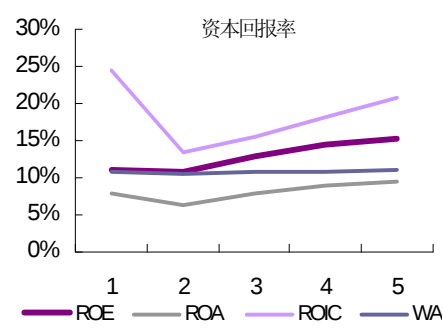
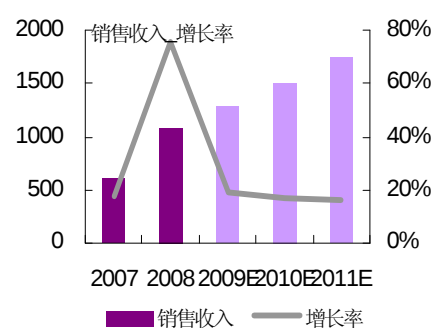
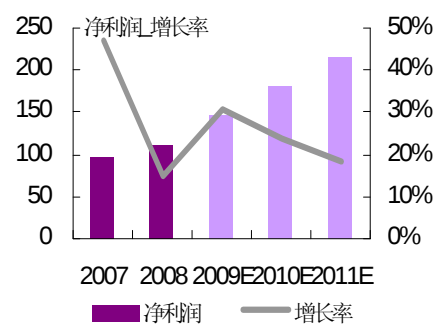
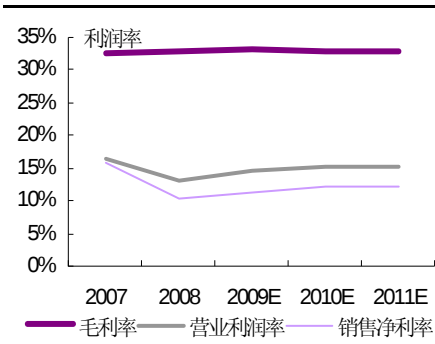


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.23	19.27	28.91
绝对收益	3.89	35.38	-9.83

相关报告：

20081028_军品业务保障未来增长
..... 2008-10-28

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	614	1,077	1,285	1,498	1,743
营业成本	414	722	860	1,004	1,170
EBITDA	112	154	250	290	333
折旧和摊销	58	62	66	71	75
销售费用	39	72	86	99	113
管理费用	53	120	141	165	190
财务费用	4	9	4	-2	-3
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	100	141	189	228	268
利润总额	97	112	189	230	270
少数股东损益	0	5	6	8	9
归属母公司净利润	97.37	111.92	146.13	181.18	214.67

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	1,219	1,821	1,912	2,124	2,366
流动资产	968	1,328	1,382	1,605	1,864
货币资金	575	495	450	524	610
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	179	387	424	494	575
应收票据	76	109	129	150	174
其他应收款	6	36	36	36	36
存货	121	265	301	351	410
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	36	0	0	0	0
固定资产	116	324	311	324	327
无形资产	14	80	76	72	68
总负债	346	731	723	812	909
无息负债	257	499	645	749	866
有息负债	89	232	78	64	42
股东权益	873	1,090	1,189	1,312	1,457
股本	119	179	179	179	179
公积金	682	646	675	708	746
未分配利润	82	152	222	308	411
少数股东权益	0	136	143	150	160

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	59	64	268	203	232
净利润	97	112	146	181	215
折旧摊销	58	62	66	71	75
净营运资金增加	425	81	60	134	296
其他	-521	-190	-5	-183	-353
投资活动产生现金流	-95	-164	-101	-50	-50
净资本支出	74	345	100	50	50
长期投资变化	36	0	0	0	0
其他资产变化	-205	-508	-201	-100	-100
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	30	60	0	0	0
债务净变化	19	143	-154	-14	-21
其它长期负债变化	264	242	146	104	117
净现金流	424	-114	-45	74	86

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	17.63%	75.34%	19.37%	16.55%	16.38%
净利润增长率	46.94%	14.94%	30.57%	23.98%	18.48%
EBITDA 增长率	38.65%	36.99%	62.92%	15.72%	14.83%
EBIT 增长率	39.49%	36.99%	25.40%	18.40%	16.75%
EPS 增长率	9.89%	-23.37%	30.57%	23.98%	18.48%
估值指标					
PE	37	32	25	20	17
PB	3	3	3	3	2
EV/EBITDA	17	22	13	11	9
EV/EBIT	17	22	17	14	11
EV/NAPLAT	20	24	21	17	14
EV/Sales	3	3	3	2	2
EV/IC	6	4	4	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	32.59%	32.98%	33.12%	33.00%	32.87%
EBITDA 率	18.27%	14.28%	19.48%	19.35%	19.09%
EBIT 率	18.27%	14.28%	15.00%	15.24%	15.28%
税前净利润率	17.67%	13.48%	14.67%	15.37%	15.47%
税后净利润率	15.86%	10.39%	11.37%	12.10%	12.31%
ROA	7.99%	6.45%	7.97%	8.89%	9.46%
ROE	11.16%	10.77%	12.82%	14.39%	15.36%
ROIC	27.23%	16.69%	19.13%	22.04%	24.92%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.56	-0.24	-0.31	-0.35	-0.39
资产负债率	28.41%	40.15%	37.81%	38.24%	38.40%
流动比率	2.85	2.15	2.26	2.29	2.34
速动比率	2.50	1.72	1.77	1.79	1.82
每股指标					
EPS	0.82	0.63	0.82	1.02	1.20
每股红利	0.00	0.00	0.30	0.37	0.44
每股经营现金流	-	0.36	1.50	1.14	1.30
每股净资产	7.33	6.11	6.66	7.35	8.17
每股销售收入	5.16	6.03	7.20	8.39	9.77
每股 EBITDA	0.94	0.86	1.40	1.62	1.86

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

谢锋，复旦大学，材料物理与化学硕士。2003 年起曾分别在三星半导体中国研究开发有限公司任IPT 研发工程师、Sandisk 上海半导体新产品导入部高级工程师。熟悉半导体及相关行业的情况，对于研发、产品开发、生产、采购、市场认证等方面事项有较好的了解。2007年8 月加盟光大证券研究所，从事电子元器件行业研究。

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。1999年起就职于中兴通讯股份有限公司，先后从事产品研发、技术支持、市场策划等工作。2001年至2007年历任事业部驻京首席代表、策划部部长、3G市场总监等职。2007年加盟光大证券研究所，现为TMT团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2008年水晶球最佳分析师第一名，新财富最佳分析师第三名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

行业及公司评级体系

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。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。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，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

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。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。