

## 调研简报

信息技术

电子元器件

中航光电 (002179)

谨慎推荐

维持

2010年9月6日

## 进口替代和行业拓展实现稳定增长

分析师: 段迎晟 邮件: duanyingsheng@guosen.com.cn

电话: 0755-82130761

SAC 执业证书编号: SAC0980210030013

## 事项:

上周对公司进行了调研,了解公司的近况。

## 评论:

## ■ 军工领域元器件国产化采购是公司发展机会

公司的连接器产品属于元器件产品,直接销售给主机厂商和集成厂商,所以军工采购对于连接器没有太多政策性的限制。公司在军工领域的连接器市场占有率排第一,但也仅占约 20%。公司在军工领域的应用包括航空、航天、兵器、舰艇等,应用最多的是航空领域的电连接器产品。

随着“十一五”规划结束,公司的军工市场未来几年将受到“十二五”规划的影响。目前看来,“十二五”规划中预计不会放慢对军工的投资,另一方面,未来几年将加大军工领域的元器件国产化采购率。

公司的收入中,约有一半来自于军工领域,公司在军工领域的连接器市场有较大优势,随着“十二五”规划的实施和元器件国产化率的提高,公司的军工市场有望保持稳定增长。

另外,公司积极拓展航天等高附加值产品的领域,并不断保持新产品的研发,使得电连接器在过去几年都保持了稳定的盈利能力,电连接器的毛利率在 2009 年和 2010 年中期分别同比增长 2.26% 和 3.45%,盈利状况良好。

## ■ 新兴民用领域的拓展产生更高的成长空间

民用领域是公司的一个重要的发展方向,相比于军工,民用领域虽然竞争相对激烈,但是市场空间更为广阔。公司已经广泛开拓通讯、铁路、石油勘探、煤炭安全检测设备、风力发电设备等工业装备的连接器应用。

在通讯设备市场,公司已经进入主要一线设备厂商的供应体系,如华为、中兴、爱立信、埃默森、摩托罗拉、诺基亚西门子等。公司目前是华为和中兴最重要的连接器供应商,但是爱立信、GE 等厂商才刚刚开始供应,随着公司产品成熟应用,在外资设备厂商将占据更多的供应量,还有较高的成长空间。

另外,电动汽车都是公司新近开拓的市场,由于电动车属于新的产业,对于公司来说也是重要的发展契机,公司的电连接器产品将随着电动汽车行业的客户共同成长。

## ■ 光器件下半年开始实现好转,业务成长稳定

公司的光器件主要用于光通信基站,最大的客户是华为和中兴。2010 年上半年光器件占公司销售收入的 13.5%,2010 年由于华为和中兴在印度市场遭遇政策性障碍,光通信产品的销售受到较大影响,公司的光器件销售收入也同比下

降 18.99%。从今年下半年开始，下游厂商的产品销售已经逐渐好转，公司的业务也逐渐恢复，未来几年光器件市场仍然会保持较稳定的增长。

此外，由于公司的光器件传统上主要是供应给华为和中兴，下游设备厂商的议价能力较强，光器件产品的毛利率一直处于下降状态，2007 年~2009 年光器件的毛利率分别为 30.94%、24.29%和 17.03%，2010 年中期进一步下滑到 14.81%，进一步下降的空间不是很大。

随着公司对外资通信设备厂商的供应增加，光器件有望保持较为稳定的盈利水平。

#### ■ 长期业务发展目标是提供连接器集成解决方案

公司目前主要是连接器产品供应商，为了提高产品和业务价值，公司的业务发展目标是提供连接器集成解决方案，并且完善连接功能。

公司已经投入研发，实现高低频连接器混装、光电连接器混装等业务方案，今年成功为成都飞机工业集团提供大飞机项目用集成连接器机柜，提供连接器的集成解决方案。在以后的市场拓展中，公司将更多的提供集成化的连接器方案，提供业务价值。

#### ■ 增长稳定，在主要产品领域都有较强技术优势，给予“谨慎推荐”评级

公司运营稳健，军工和民用领域都能够保持持续的稳定成长，公司在主要产品领域都有较强技术优势，军机电连接器产品和通讯设备厂商中都是重要的连接器供应商，随着更多民用领域的市场开拓，公司将持续保持稳定增长。预计公司 2010~2012 年的摊薄 EPS 为 0.40 元、0.48 元和 0.64 元，对应 2010 年~2012 年市盈率为 37、31 和 23 倍。我们给予“谨慎推荐”评级。

#### ■ 风险提示

需要警惕公司电连接器随产品成熟也出现毛利率下降的风险，此外，公司的光器件产品对华为和中兴的依赖性较强，需警惕光器件业务的客户集中度风险。

附表 1：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 利润表（百万元）          | 2009         | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 760         | 760          | 760          | 760          | 营业收入              | 1206         | 1412         | 1680         | 2033         |
| 应收款项             | 657         | 773          | 920          | 1114         | 营业成本              | 817          | 918          | 1083         | 1301         |
| 存货净额             | 306         | 352          | 416          | 504          | 营业税金及附加           | 3            | 4            | 4            | 5            |
| 其他流动资产           | 27          | 31           | 37           | 45           | 销售费用              | 90           | 106          | 129          | 157          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>1750</b> | <b>1916</b>  | <b>2133</b>  | <b>2422</b>  | 管理费用              | 145          | 177          | 217          | 258          |
| 固定资产             | 631         | 734          | 724          | 699          | 财务费用              | 10           | 14           | 15           | 14           |
| 无形资产及其他          | 70          | 67           | 64           | 62           | 投资收益              | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期资产           | 8           | 8            | 8            | 8            | 资产减值及公允价值变        | (10)         | (15)         | (9)          | 0            |
| 长期股权投资           | 0           | 0            | (5)          | (11)         | 其他收入              | (0)          | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>2459</b> | <b>2724</b>  | <b>2924</b>  | <b>3180</b>  | 营业利润              | 131          | 179          | 222          | 298          |
| 短期借款及交易性金融       | 90          | 419          | 413          | 379          | 营业外净收支            | 7            | 7            | 7            | 7            |
| 应付款项             | 432         | 469          | 555          | 672          | <b>利润总额</b>       | <b>138</b>   | <b>186</b>   | <b>229</b>   | <b>306</b>   |
| 其他流动负债           | 107         | 114          | 136          | 164          | 所得税费用             | 17           | 23           | 31           | 44           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>629</b>  | <b>1002</b>  | <b>1104</b>  | <b>1214</b>  | 少数股东损益            | 3            | 4            | 4            | 6            |
| 长期借款及应付债券        | 518         | 288          | 288          | 288          | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>119</b>   | <b>159</b>   | <b>194</b>   | <b>255</b>   |
| 其他长期负债           | 108         | 108          | 57           | 6            |                   |              |              |              |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>626</b>  | <b>396</b>   | <b>345</b>   | <b>294</b>   | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2009</b>  | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>1254</b> | <b>1397</b>  | <b>1448</b>  | <b>1508</b>  | 净利润               | 119          | 159          | 194          | 255          |
| 少数股东权益           | 138         | 141          | 144          | 149          | 资产减值准备            | (1)          | 2            | 0            | (0)          |
| 股东权益             | 1067        | 1186         | 1331         | 1523         | 折旧摊销              | 56           | 69           | 79           | 84           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>2459</b> | <b>2724</b>  | <b>2924</b>  | <b>3180</b>  | 公允价值变动损失          | 10           | 15           | 9            | 0            |
|                  |             |              |              |              | 财务费用              | 10           | 14           | 15           | 14           |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | 营运资本变动            | (12)         | (120)        | (160)        | (195)        |
| 每股收益             | 0.44        | 0.40         | 0.48         | 0.64         | 其它                | 3            | 1            | 3            | 5            |
| 每股红利             | 0.11        | 0.10         | 0.12         | 0.16         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>174</b>   | <b>126</b>   | <b>125</b>   | <b>149</b>   |
| 每股净资产            | 3.98        | 2.95         | 3.32         | 3.79         | 资本开支              | (266)        | (185)        | (76)         | (56)         |
| ROIC             | 9%          | 10%          | 10%          | 12%          | 其它投资现金流           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| ROE              | 11%         | 13%          | 15%          | 17%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(266)</b> | <b>(185)</b> | <b>(70)</b>  | <b>(50)</b>  |
| 毛利率              | 32%         | 35%          | 36%          | 36%          | 权益性融资             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| EBIT Margin      | 13%         | 15%          | 15%          | 15%          | 负债净变化             | 518          | (230)        | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 17%         | 20%          | 19%          | 19%          | 支付股利、利息           | (30)         | (40)         | (48)         | (64)         |
| 收入增长             | 12%         | 17%          | 19%          | 21%          | 其它融资现金流           | (621)        | 329          | (6)          | (34)         |
| 净利润增长率           | 6%          | 34%          | 22%          | 32%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>356</b>   | <b>59</b>    | <b>(54)</b>  | <b>(98)</b>  |
| 资产负债率            | 57%         | 56%          | 54%          | 52%          | <b>现金净变动</b>      | <b>265</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| 息率               | 0.8%        | 1.0%         | 1.2%         | 1.6%         | 货币资金的期初余额         | 495          | 760          | 760          | 760          |
| P/E              | 33.2        | 37.2         | 30.5         | 23.2         | 货币资金的期末余额         | 760          | 760          | 760          | 760          |
| P/B              | 3.7         | 5.0          | 4.4          | 3.9          | 企业自由现金流           | (90)         | (54)         | 55           | 100          |
| EV/EBITDA        | 25.1        | 26.4         | 22.7         | 18.7         | 权益自由现金流           | (192)        | 33           | 36           | 54           |

资料来源：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<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上          |
|            | 谨慎推荐 | 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  |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上          |
| 行业<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上        |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间     |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间 |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%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。

### 免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。