

强烈推荐-A (维持)

中光学 002189.SZ

当前股价: 20.78 元

2019年08月22日

军品收入和毛利率双升, 看好全年业绩增长

基础数据

上证综指	2883
总股本(万股)	26237
已上市流通股(万股)	19670
总市值(亿元)	55
流通市值(亿元)	41
每股净资产(MRQ)	5.0
ROE(TTM)	14.3
资产负债率	54.9%
主要股东	中国兵器装备集团有
主要股东持股比例	44.29%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中光学(002189)一半年业绩预告高增长, 持续受益国防信息化建设》2019-07-14
- 2、《中光学(002189)一正式更名“中光学”, 国防信息化建设持续受益者》2019-07-01
- 3、《利达光电(002189)一军品高速增长驱动业绩大增, 有望持续受益于国防信息化建设》2019-04-14

王超

010-57601716
wangchao18@cmschina.com.cn
S1090514080007

岑晓翔

cenxiaoxiang@cmschina.com.cn
S1090518090007

研究助理

钱佳兴

qianjiaxing@cmschina.com.cn

事件:

公司发布 2019 年半年度报告, 实现营业收入 (11.23 亿元, +18.63%), 归母净利润 (5530.66 万元, +80.12%), 扣非归母净利润 (5239.51 万元, +152.46%)。

评论:

1、军品营收和毛利率双升, 带动公司业绩高增长

期内公司三大主营业务中, 光学元器件实现收入 (3.96 亿元, -5.22%), 毛利率 (19.34%, +0.26%); 光电防务与要地监控实现收入 (3.06 亿元, +25.07%), 毛利率 (33.5%, +1.63%); 投影机整机及配件实现收入 (3.39 亿元, +63.20%), 毛利率 (3.34%, +0.26%)。另外, 机械产品及其他业务实现收入 (0.82 亿元, +7.43%), 测算其整体毛利率约 33.61%, 相对 2018 年全年 36.67% 的水平略有下降。其中, 光电防务与要地监控业务主要为军品, 在公司上半年营收和毛利的占比分别为 27.26% 和 47.03%; 该项业务 2019H1 收入和毛利率双升, 毛利贡献同比增加 2455.45 万元, 是公司本期业绩增长最主要的驱动因素。从业务承担主体来看, 子公司河南中光学集团有限公司主要承担除光学元器件外的各项业务, 其中, 光电防务与要地监控业务上半年营收和毛利中占比分别达四成和七成以上; 中光学有限公司上半年实现营收 (7.33 亿元, +43.7%), 净利润 (0.30 亿元, +94.0%), 显示出强劲的增长势头。

另外, 整体来看, 公司期间费率略有下降, 2019H1 为 13.36%, 同比略降 0.46 个百分点。

2、受益于国防信息化建设, 军品有望持续发力

我国强军目标要求确保到 2020 年信息化建设取得重大进展, 我们认为, 信息力量必将成为我国军队战力倍增的放大器。公司军品包括多款轻武器瞄准镜、稳定控制光电系统及探测与干扰系统, 部分列装军品独家供应军方。随着我国军费的增长, 以及军队信息化建设持续推进, 预计公司将从中持续受益。另外, 公司还有边海防要地监控产品等, 是国家边防委指定的国内唯一一家同时入围陆防及海防监控的军工单位。上半年, 安防监控积极拓展国内外市场, 相继中标多个国内边海防项目。

3、收购中富康股权, 提升对公司战略支撑

公司拟以自有资金收购普立华科技所持中富康公司 27.45% 的股权, 交易对价 901.71 万元, 收购完成后中光学有限持有中富康公司的股权比例将增加至 60%, 中富康公司纳入公司合并报表范围。中富康 2018 年营收 6.38 亿元, 净利润 152.90 万元, 2019 年 1-7 月营收 3.43 亿元, 净利润 (-497.73) 万元。此前, 公司面向商教、家庭娱乐等大众市场的投影整机由中光学自主设计研发, 具体的元件采购、生产、组装调试工作则委托中富康进行, 中光学按照成本加成法向其采购整机产品。此次交易完成后, 可进一步加强公司对中富康公司的控制, 提升中富康对公司的战略支撑; 同时, 中富康外聘及核心员工团队持有中富康 20% 的股权, 也有利于调动核心员工积极性, 有利于业务拓展和市场竞争能力提高。

4、划转三级子公司股权至上市公司直属，进一步理顺组织架构

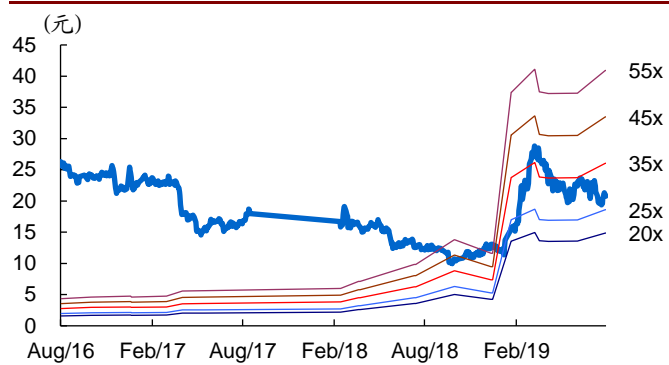
上市公司拟将全资子公司中光学有限持有的川光电力 100%股权、中原智能电梯 100%股权、中富康数显 60%股权、南阳南方智能光电 51%股权、成都光明光电 0.74%股权、南阳光明光电 33.3%股权无偿划转至上市公司。通过股权划转，将上述公司变更为二级公司。公司于 2018 年收购中光学有限，此后公司更名为“中光学集团股份有限公司”，并将原母公司光学元器件相关经营性资产及负债作为出资，设立全资子公司南阳利达承接公司光学元器件相关业务。此次股份划转进一步调整了组织架构，有利于更有效的集团管理。

5、盈利预测

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.73 亿元、2.06 亿元和 2.74 亿元，对应 EPS 分别为 0.66 元、0.79 元和 0.94 元，维持“强烈推荐-A”评级。

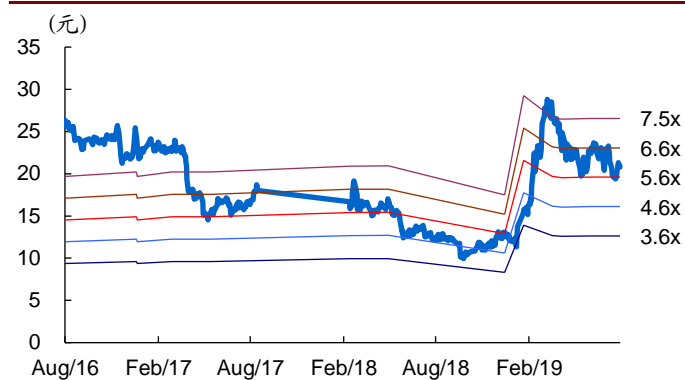
风险提示：产品研发进度不及预期；民品市场竞争加剧。

图 1: 中光历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 中光历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	530	1777	2412	2868	3469
现金	153	413	935	1217	1630
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	48	97	108	121	134
应收款项	253	902	977	1094	1220
其它应收款	0	62	69	77	86
存货	60	219	232	258	286
其他	17	83	91	102	113
非流动资产	388	822	796	774	756
长期股权投资	0	214	214	214	214
固定资产	324	301	281	265	251
无形资产	14	61	55	49	44
其他	49	246	246	246	246
资产总计	918	2599	3208	3642	4224
流动负债	245	1574	1998	2237	2586
短期借款	0	190	500	600	800
应付账款	178	609	669	744	823
预收账款	3	128	141	157	174
其他	64	647	687	736	789
长期负债	65	78	78	78	78
长期借款	50	0	0	0	0
其他	15	78	78	78	78
负债合计	310	1653	2076	2316	2665
股本	199	238	262	262	262
资本公积金	185	325	325	325	325
留存收益	170	361	518	707	933
少数股东权益	54	22	27	33	39
归属于母公司所有者权益	555	924	1105	1294	1520
负债及权益合计	918	2599	3208	3642	4224

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	131	327	250	254	295
净利润	22	162	173	206	247
折旧摊销	44	61	63	58	55
财务费用	14	11	15	24	31
投资收益	0	(63)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	52	167	(2)	(38)	(42)
其它	(1)	(12)	6	8	10
投资活动现金流	(60)	(690)	(35)	(35)	(35)
资本支出	(60)	(234)	(35)	(35)	(35)
其他投资	0	(456)	0	0	0
筹资活动现金流	(23)	427	308	63	154
借款变动	(11)	129	310	100	200
普通股增加	0	39	25	0	0
资本公积增加	0	140	0	0	0
股利分配	(4)	(5)	(16)	(17)	(21)
其他	(8)	124	(10)	(19)	(26)
现金净增加额	47	64	522	282	414

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	913	2584	2859	3201	3569
营业成本	765	2044	2248	2498	2765
营业税金及附加	7	13	14	16	18
营业费用	22	67	57	64	71
管理费用	79	276	306	342	382
财务费用	16	2	15	24	31
资产减值损失	6	73	30	30	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	63	5	5	5
营业利润	22	177	194	232	278
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	22	177	195	233	279
所得税	(1)	11	18	21	25
净利润	23	167	178	212	254
少数股东损益	1	4	5	6	7
归属于母公司净利润	22	162	173	206	247
EPS (元)	0.11	0.68	0.66	0.79	0.94

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	11%	183%	11%	12%	11%
营业利润	53%	722%	10%	19%	20%
净利润	26%	644%	7%	19%	20%
获利能力					
毛利率	16.2%	20.9%	21.4%	22.0%	22.5%
净利率	2.4%	6.3%	6.0%	6.4%	6.9%
ROE	3.9%	17.6%	15.7%	15.9%	16.3%
ROIC	5.9%	14.3%	11.7%	12.1%	11.9%
偿债能力					
资产负债率	33.8%	63.6%	64.7%	63.6%	63.1%
净负债比率	5.4%	7.3%	15.6%	16.5%	18.9%
流动比率	2.2	1.1	1.2	1.3	1.3
速动比率	1.9	1.0	1.1	1.2	1.2
营运能力					
资产周转率	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
存货周转率	11.6	14.6	10.0	10.2	10.2
应收帐款周转率	3.7	4.5	3.0	3.1	3.1
应付帐款周转率	4.5	5.2	3.5	3.5	3.5
每股资料 (元)					
每股收益	0.11	0.68	0.66	0.79	0.94
每股经营现金	0.66	1.37	0.95	0.97	1.12
每股净资产	2.78	3.89	4.21	4.93	5.79
每股股利	0.03	0.07	0.07	0.08	0.09
估值比率					
PE	189.9	30.5	31.5	26.4	22.1
PB	7.5	5.3	4.9	4.2	3.6
EV/EBITDA	109.4	37.0	32.3	27.9	24.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014年7月加盟招商证券，历任华创证券研究所机械军工研究员、北京东方永泰投资管理有限公司总裁助理。2016年新财富第五名，水晶球第四名，第一财经最佳分析师第二名。2017年新财富第三名，水晶球第三名。

岑晓翔，对外经济贸易大学金融硕士，本科自动化专业，2016年加盟招商证券。

钱佳兴，北京航空航天大学航空发动机系工学学士、硕士，曾在核工业工作，2018年加盟招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。