证券研究报告—动态报告

国防军工

军工新材料

中航高科(600862)

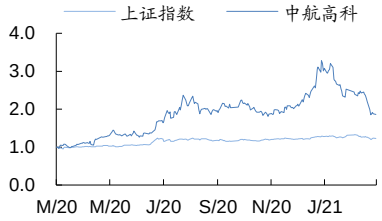
买入

2020 年年报点评

（维持评级）

2021 年 03 月 17 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,393/1,393
总市值/流通(百万元)	31,539/31,539
上证综指/深圳成指	3,420/13,520
12 个月最高/最低(元)	41.90/11.44

相关研究报告:

《中航高科-600862-2020 年中报点评：上半年业绩符合预期，航空新材料业务持续成长》 ——2020-08-31

《中航高科-600862-2020 年一季报点评：一季度业绩超预期，航空新材料发展前景光明》 ——2020-04-30

《中航高科-600862-2019 年三季报点评：前三季度业绩符合预期，新材料业务前景明朗》 ——2019-10-30

《中航高科-600862-2019 年半年报点评：上半年业绩符合预期，军用航空新材料业务成长迅速》 ——2019-08-20

《中航高科-600862-碳纤维复材核心企业，受益于军用航空现代化进程》 ——2019-05-22

证券分析师：骆志伟

电话： 010-88005308

E-MAIL： luozhiwei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080004

独立性声明:

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。

财报点评

航空复材业绩符合预期，民品业务疫情后有望恢复

- **航空新材料业务保持高速增长，民品业务受疫情影响较大**

公司本财年实现营收 29.12 亿元，同比增长 17.72%，归母净利润 4.31 亿元，同比下降 21.88%，归母扣非净利润 3.68 亿元，同比增长 46.61%。其中，航空新材料业务全年实现营业收入 26.70 亿元，同比增长 37.21%；实现利润总额 5.84 亿元，同比增长 69.07%；实现净利润 4.97 亿元，同比增长 66.92%。

- **十四五期间，军用航空新材料产业将持续成长**

十四五期间，以歼-15、歼-16 为代表的第三代战斗机和以歼-20 为代表的第四代隐身战斗机、以直-20 为代表的新型直升机经过多年的研制试飞进入了大批量生产阶段。公司将持续受益于由此而带来的军用新材料业务成长。

- **C919 国产大型客机研制成功有可能带来公司业绩超预期增长**

目前中国国内已经购买了约为 1000 架的波音 737 客机，再过 5-10 年的时间，在役的 737 客机也要面临更新换代，C919 客机如能顺利完成设计定型及适航试飞，则可为包括中航高科在内的国内航空工业产业链提供一个市场规模不亚于全军战斗机换装的新兴市场。

- **风险提示：** 空军新型战斗机列装进度及国产大型客机取得适航证进度可能低于预期。

- **投资建议：维持买入评级**

由于复材行业前景好于之前预期，上调盈利预测，2021-2023 年归母净利润 7.14/9.99/13.38 亿元，同比增速 65.7/39.9/34.0%；摊薄 EPS 为 0.51/0.72/0.96 元，当前股价对应 PE 为 44.2/31.6/23.6x。采用相对估值法得出公司合理估值区间为 28.8-32.4 元，对应 2022 年动态 PE 为 40-45 倍，较当前股价涨幅 27.4%-43.4%。因此，维持买入评级。

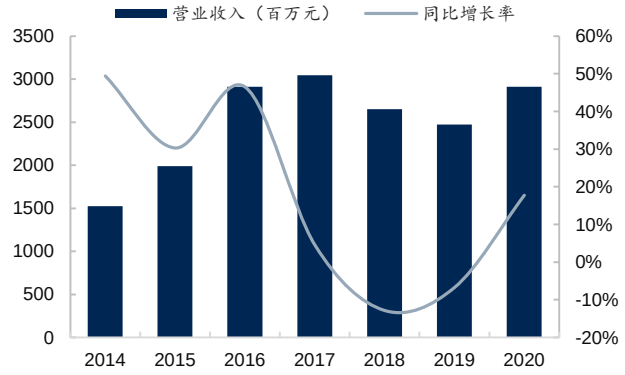
盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,912	3,552	4,725	6,378	7,973
(+/-%)	17.7%	22.0%	33.0%	35.0%	25.0%
净利润(百万元)	431.00	713.86	998.69	1337.86	1676
(+/-%)	-21.9%	65.7%	39.9%	34.0%	25.3%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.51	0.72	0.96	1.20
EBIT Margin	18.7%	24.3%	25.7%	25.8%	25.9%
净资产收益率(ROE)	9.8%	14.4%	17.3%	19.5%	20.4%
市盈率(PE)	73.2	44.2	31.6	23.6	18.8
EV/EBITDA	49.6	35.6	26.9	21.3	17.9
市净率(PB)	7.20	6.36	5.47	4.60	3.84

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

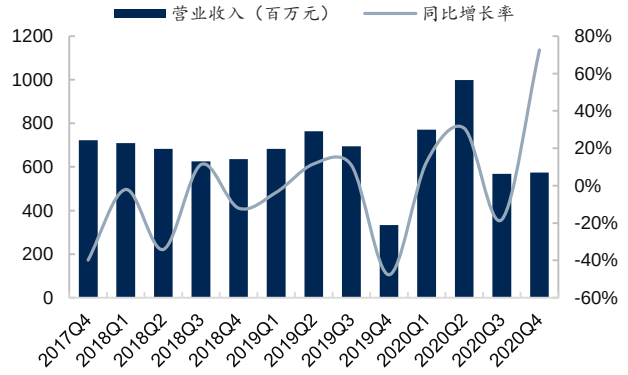
航空新材料业务保持高速增长，民品业务受疫情影响较大。公司本财年实现营收 29.12 亿元，同比增长 17.72%，归母净利润 4.31 亿元，同比下降 21.88%，归母扣非净利润 3.68 亿元，同比增长 46.61%。分季度看，本财年 Q4 实现营收 5.75 亿元，同比增长 72.67%，归母净利润 3018.96 万元，同比下降 85.85%，归母扣非净利润 2253.00 万元，同比提升 144.63%。

图 1：中航高科营业收入及增速



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

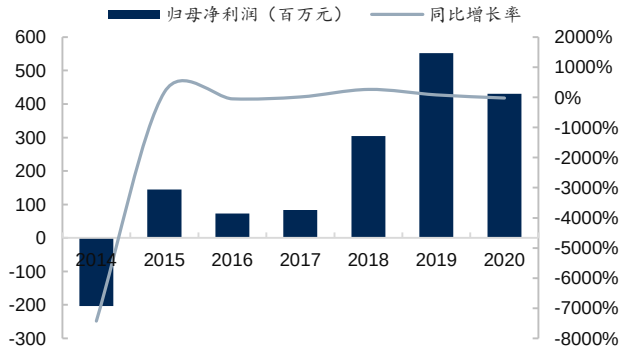
图 2：中航高科单季度营业收入及增速



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

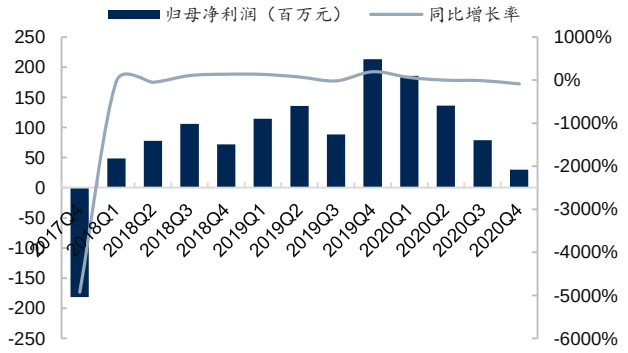
分业务看，航空复材业务全年实现营业收入 26.70 亿元，同比增长 37.21%；实现利润总额 5.84 亿元，同比增长 69.07%；实现净利润 4.97 亿元，同比增长 66.92%。我们认为作为主业的航空复材业务增长符合预期，碳纤维产品作为已经进入大规模推广阶段的新型航空材料，将继续保持高速增长，这主要得益于我国国防工业的向前发展。

图 3：中航高科净利润及增速



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：中航高科单季度净利润及增速



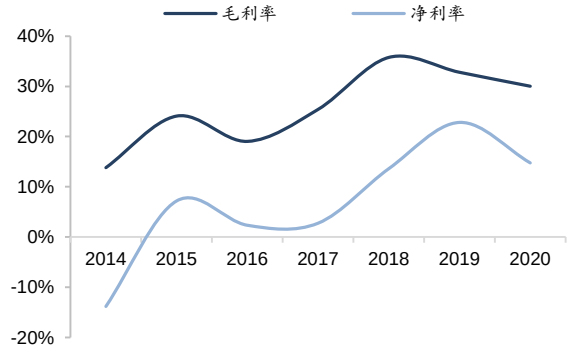
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

优材百慕上半年受疫情影响较大，下半年抓住市场回暖的机遇，加强产品销售和生产交付，全年生产量有所增长，全年实现营业收入 5,485.87 万元，同比增长 8.86%，全年实现利润总额 237.92 万元，同比减少 55.80%；实现净利润 218.91 万元，同比减少 52.83%。京航生物因疫情影响和市场萎缩，全年实现营业收入 2,183.51 万元，同比减少 51.85%；实现利润总额-876.33 万元，同比减亏 811.21 万元。优才百慕的民用飞机刹车片及高速铁路刹车盘产品在 2021 年全球疫情得到控制的情况下，可能出现恢复性增长。京杭生物业务在总业务

中占比较小，但可能得益于国内疫情得到有效控制，本年度保持一定的恢复性增长。

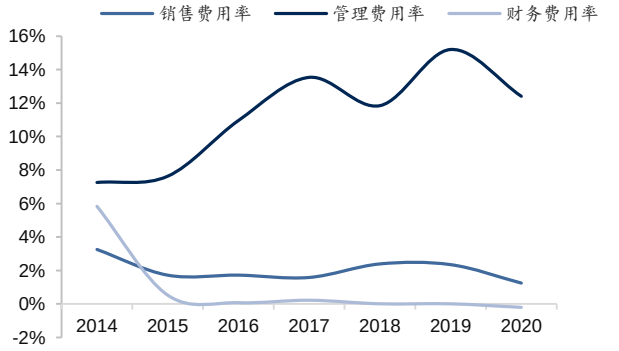
机床装备业务在保持传统产品产销量的基础上，抓住国家政策机遇，积极拓展国防工业体系内的销售市场，全年实现营业收入 12,740.26 万元，同比增长 15.24%；实现利润总额-3,710.82 万元，同比减亏 1,969.04 万元；完成机床入库 272 台，同比增长 13.33%；实现工业产值 8,062 万元，同比增长 6.63%。机床业务身处传统行业，所处行业面临行业竞争不断加剧的情况，公司依托航空工业集团拓展相关业务，在一定时期内有望实现扭亏。

图 5：中航高科毛利率和净利率



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：中航高科期间费用率变化情况



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

航空新材料业务持续受益于空军主力机型的放量。在公司的下游客户中，军用战斗机的是碳纤维复合材料预浸料的主要应用产品。军用战斗机从第三代战斗机（如美国的 F/A-18E/F、俄罗斯苏-30SM、我国的歼-11B 和歼-16 等）开始较大规模应用碳纤维复合材料，国外的较为新型的第三代战斗机碳纤维应用比例约占飞机机身结构材料应用总量的 11%。到第四代隐身战斗机（如美国的 F-22A、F-35A/B/C，我国的歼-20、歼-31），碳纤维复合材料的应用比例可占到机身结构材料应用总量的 60%以上。

十四五期间，各型主战装备的生产与列装速度加快。因此，导致对于上游碳纤维及预浸料的需求增加，拉动公司航空新材料业务高速增长。

看好航空新材料业务在国产大型民用飞机领域中的发展前景。公司已经是 C919 国产大型客机的主要材料供应商，也从 CR929 大型宽体客机的研发阶段就进入供应商体系。以后几年，随着国产大型客机走完从首飞到取得适航证，至少在国内航线领域，C919 大型客机将是 A320 和波音 737 的有力竞争对手，尤其是在波音 737MAX 客机发生发现设计问题停飞的事故以后，国产大型客机的前景更为明朗。目前中国国内已经购买了约为 1000 架的波音 737 客机，再过 5-10 年的时间，在役的 737 客机也要面临更新换代，C919 客机如能顺利完成设计定型及适航试飞，则可为包括中航高科在内的国内航空工业产业链提供一个市场规模不亚于全军战斗机换装的新兴市场。

相对估值，按照 2022 年业绩预期，给予公司 40-45 倍市盈率。从碳纤维预浸料及其他航空新材料的产能方面来看，中航高科领先于其他公司。中航高科是多家军工主机企业的碳纤维预浸料的唯一供应商，是以生产碳纤维丝为主的光威复材的下游客户，中航高科的产业链溢价能力更强。而且考虑到公司作为国产大型客机 C919 部分部件的唯一供应方，因此中航高科的估值应高于其他复合材料类公司的市盈率，给予 40-45 倍估值。

投资建议：维持买入评级。由于预期航空复材行业前景好于之前预期，上调 2021-2022 年盈利预测，原 2021-2022 盈利预测为 6.24 亿元、7.94 亿元，调整后 2021-2023 年归母净利润 7.14/9.99/13.38 亿元，同比增速 65.7/39.9/34.0%；摊薄 EPS 为 0.51/0.72/0.96 元，当前股价对应 PE 为 44.2/31.6/23.6x。采用相对估值法得出公司合理估值区间为 28.8-32.4 元，对应 2022 年动态 PE 为 40-45 倍，较当前股价涨幅 27.4%-43.4%。因此，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	昨收盘	总市值亿元	EPS			PE			PB	PEG	投资评级
				20A	21E	22E	20A	21E	22E	20A		
300699.SZ	光威复材	65.84	341.3	1.24	1.61	2.06	71.95	40.79	31.86	9.71	3.13	未覆盖
603678.SH	火炬电子	53.81	247.4	1.28（E）	1.76	2.34	41.93（E）	30.57	23.00	7.13	0.77	未覆盖
002149.SZ	西部材料	12.80	62.49	0.17（E）	0.35	0.59	77.39（E）	36.79	21.56	3.53	2.47	未覆盖

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，以上公司盈利预测采用 wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1653	3205	3992	5089
应收款项	1144	1557	2071	2796
存货净额	1460	2069	2761	3777
其他流动资产	136	107	104	128
流动资产合计	4393	6938	8928	11790
固定资产	1251	1218	1198	1167
无形资产及其他	467	448	429	411
投资性房地产	306	306	306	306
长期股权投资	108	108	108	108
资产总计	6526	9019	10970	13781
短期借款及交易性金融负债	375	324	315	338
应付款项	1193	2069	2761	3777
其他流动负债	313	1455	1916	2608
流动负债合计	1882	3848	4993	6723
长期借款及应付债券	20	20	20	20
其他长期负债	223	173	173	173
长期负债合计	243	193	193	193
负债合计	2125	4041	5186	6917
少数股东权益	23	21	19	16
股东权益	4378	4956	5765	6849
负债和股东权益总计	6526	9019	10970	13781

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.31	0.51	0.72	0.96
每股红利	0.17	0.10	0.14	0.18
每股净资产	3.14	3.56	4.14	4.92
ROIC	10%	16%	26%	34%
ROE	10%	14%	17%	20%
毛利率	30%	39%	40%	40%
EBIT Margin	19%	24%	26%	26%
EBITDA Margin	23%	28%	29%	28%
收入增长	18%	22%	33%	35%
净利润增长率	-22%	66%	40%	34%
资产负债率	33%	45%	47%	50%
息率	0.8%	0.4%	0.6%	0.8%
P/E	73.2	44.2	31.6	23.6
P/B	7.2	6.4	5.5	4.6
EV/EBITDA	49.6	35.6	26.9	21.3

利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2912	3552	4725	6378
营业成本	2037	2153	2844	3852
营业税金及附加	22	124	165	223
销售费用	36	82	104	140
管理费用	271	331	397	516
财务费用	(6)	(61)	(75)	(98)
投资收益	7	30	30	30
资产减值及公允价值变动	0	(14)	(1)	(5)
其他收入	(48)	0	0	0
营业利润	510	939	1318	1769
营业外净收支	6	10	10	10
利润总额	516	949	1328	1779
所得税费用	87	237	332	445
少数股东损益	(1)	(2)	(3)	(4)
归属于母公司净利润	431	714	999	1338

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	431	714	999	1338
资产减值准备	11	0	(0)	(0)
折旧摊销	134	138	148	156
公允价值变动损失	(0)	14	1	5
财务费用	(6)	(61)	(75)	(98)
营运资本变动	(376)	975	(50)	(56)
其它	(12)	(2)	(2)	(3)
经营活动现金流	188	1839	1096	1439
资本开支	(107)	(101)	(111)	(111)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(104)	(101)	(111)	(111)
权益性融资	17	0	0	0
负债净变化	(240)	0	0	0
支付股利、利息	(240)	(136)	(190)	(254)
其它融资现金流	595	(51)	(9)	23
融资活动现金流	(348)	(187)	(199)	(231)
现金净变动	(265)	1552	787	1098
货币资金的期初余额	1918	1653	3205	3992
货币资金的期末余额	1653	3205	3992	5089
企业自由现金流	104	1659	899	1224
权益自由现金流	459	1654	946	1320

资料来源：Wind、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
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	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 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032