证券研究报告—动态报告

国防军工

军工信息

中航高科(600862)

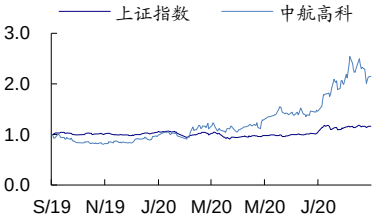
买入

2020 年中报点评

（维持评级）

2020 年 08 月 31 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)	34,074/34,074
上证综指/深圳成指	3,396/13,758
12 个月最高/最低(元)	30.95/9.16

相关研究报告:

《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

上半年业绩符合预期，航空新材料业务持续成长

- **上半年航空新材料业务同比增长 69.47%**

公司上半年实现营收 17.69 亿元，同比增长 22.26%，归母净利润 3.22 亿元，同比增长 28.93%，归母扣非净利润 2.91 亿元，同比增长 29.21%。将上年同期业绩只按照复材业务进行计算，上年同期江苏致豪贡献归母净利润 9458 万元，复材业务贡献净利润 1.90 亿元。2020 年半年度，公司复材业务净利润同比增长 69.47%。

- **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**

由于公司业绩发展符合一季报给予的预期，因此盈利预测不做调整，2020-2022 年归母净利润 4.52/6.24/7.94 亿元，同比增速-18.1/38.1/27.2%；摊薄 EPS 为 0.32/0.45/0.57 元，当前股价对应 PE 为 76.2/54.18/42.8x。采用相对估值法得出公司合理估值区间为 31.4-34.2 元，对应 2022 年动态 PE 为 55-60 倍，较当前股价涨幅 28.8%-40.2%。因此，维持买入评级。

盈利预测和财务指标

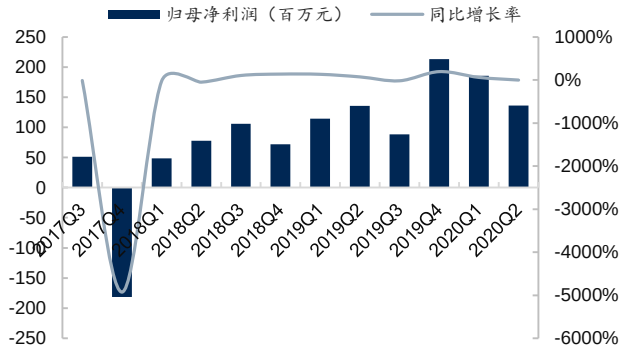
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,473	3,018	3,953	4,546	5,228
(+/-%)	-6.8%	22.0%	31.0%	15.0%	15.0%
净利润(百万元)	552.0	451.8	624.1	793.7	920.0
(+/-%)	81.4%	-18.1%	38.1%	27.2%	15.9%
摊薄每股收益(元)	0.40	0.32	0.45	0.57	0.66
EBIT Margin	18.5%	19.1%	20.0%	22.1%	22.1%
净资产收益率(ROE)	13.2%	9.9%	12.4%	13.9%	14.3%
市盈率(PE)	60.9	76.2	54.2	42.8	36.9
EV/EBITDA	22.5	24.0	19.3	16.0	14.4
市净率(PB)	3.2	2.9	2.6	2.3	2.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

上半年业绩符合预期，航空新材料业务同比增长 69.47%。公司上半年实现营收 17.69 亿元，同比增长 22.26%，归母净利润 3.22 亿元，同比增长 28.93%，归母扣非净利润 2.91 亿元，同比增长 29.21%。分季度看，Q2 实现营收 9.98 亿元，同比增长 30.74%，归母净利润 1.36 亿元，同比增长 0.46%，归母扣非净利润 1.24 亿元，同比增长 4.60%。

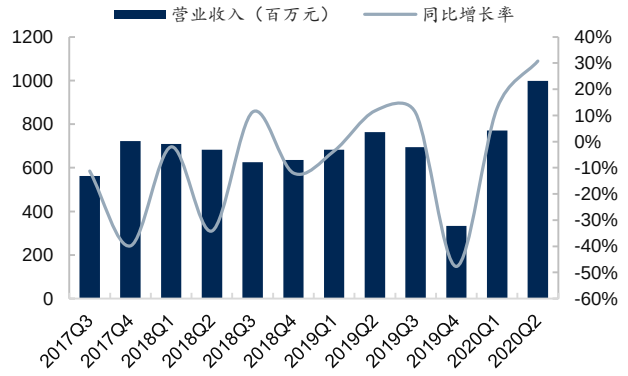
将上年同期业绩只按照复材业务进行计算，上年同期江苏致豪贡献归母净利润 9458 万元，复材业务贡献净利润 1.90 亿元。2020 年半年度，公司复材业务净利润同比增长 69.47%。

图 1：中航高科单季度净利润及增速



资料来源:wind、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:wind、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。

为了完成空军的十三五期间的装备计划，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。

继续看好航空新材料业务在 2020 年全年及“十四五”期间的成长性。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。

因此，预计全年航空新材料业务可以实现营业收入约为 29.63 亿元，贡献净利润约为 4.97 亿元。预计 2020 年全年，航空新材料业务营业收入同比增长 44.54%，净利润同比增长 73.1%。航空新材料业务净利润同比增长高于营业收入增长的原因，系由于下游企业新机型快速增长，导致的对于净利润较高的新型航空复材的需求增速大于旧型号。

机床有望继续减亏。机床业务由于受到经济大环境及新冠疫情导致的需求减少的影响。预计机床业务全年实现营业收入 5480 万元，预计机床业务全年利润为亏损 4500 万元，同比减亏 1179.9 万元。相比于 2019 年，机床业务营业收入下滑 50.6%，营业收入下滑系新冠疫情对传统国民经济部门影响，导致的对于机床产品的需求减少。

相对估值，按照 2022 年业绩预期，给予公司 55-60 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 55-60 倍估值。

投资建议：维持买入评级。由于公司业绩发展符合一季报给予的预期，因此盈利预测不做调整，2020-2022 年归母净利润 4.52/6.24/7.94 亿元，同比增速-18.1/38.1/27.2%；摊薄 EPS 为 0.32/0.45/0.57 元，当前股价对应 PE 为 76.2/54.18/42.8x。采用相对估值法得出公司合理估值区间为 31.4-34.2 元，对应 2022 年动态 PE 为 55-60 倍，较当前股价涨幅 28.8%-40.2%。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
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A		
300699.SZ	光威复材	77.51	401.7	1.01	1.24	1.56	76.74	62.51	49.69	7.27	1.17	未覆盖
603678.SH	火炬电子	41.14	186.2	0.84	1.14	1.43	48.98	36.09	28.77	3.34	1.88	未覆盖
002149.SZ	西部材料	7.76	30.0	0.14	0.17	0.17	55.43	45.64	45.64	1.83	28.05	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）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1918	2937	3489	4055
应收款项	670	1323	1733	1993
存货净额	1489	1880	2491	2794
其他流动资产	261	91	87	91
流动资产合计	4338	6230	7800	8933
固定资产	1273	1280	1318	1349
无形资产及其他	462	444	425	407
投资性房地产	356	356	356	356
长期股权投资	111	111	111	111
资产总计	6541	8421	10010	11155
短期借款及交易性金融负债	246	215	271	244
应付款项	1397	1880	2491	2794
其他流动负债	205	1308	1711	1920
流动负债合计	1848	3403	4473	4958
长期借款及应付债券	260	260	260	260
其他长期负债	245	195	195	195
长期负债合计	505	455	455	455
负债合计	2353	3858	4927	5413
少数股东权益	7	17	30	47
股东权益	4181	4547	5052	5695
负债和股东权益总计	6541	8421	10010	11155

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.40	0.32	0.45	0.57
每股红利	0.17	0.06	0.09	0.11
每股净资产	3.00	3.26	3.63	4.09
ROIC	9%	11%	18%	22%
ROE	13%	10%	12%	14%
毛利率	33%	34%	34%	36%
EBIT Margin	19%	19%	20%	22%
EBITDA Margin	28%	24%	24%	26%
收入增长	-7%	22%	31%	15%
净利润增长率	81%	-18%	38%	27%
资产负债率	36%	46%	50%	49%
息率	1.8%	0.6%	0.9%	1.1%
P/E	24.4	29.8	21.6	17.0
P/B	3.2	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	22.5	24.0	19.3	16.0

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2473	3018	3953	4546
营业成本	1662	1983	2601	2909
营业税金及附加	16	106	138	159
销售费用	58	69	87	100
管理费用	278	284	335	373
财务费用	0	(61)	(56)	(69)
投资收益	249	30	30	30
资产减值及公允价值变动	10	(58)	(33)	(27)
其他收入	(54)	0	0	0
营业利润	664	608	844	1076
营业外净收支	3	10	10	10
利润总额	667	618	854	1086
所得税费用	103	155	214	272
少数股东损益	13	12	16	21
归属于母公司净利润	552	452	624	794

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	552	452	624	794
资产减值准备	(63)	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	245	146	160	173
公允价值变动损失	(10)	58	33	27
财务费用	0	(61)	(56)	(69)
营运资本变动	646	663	(4)	(55)
其它	70	10	13	17
经营活动现金流	1439	1329	827	956
资本开支	(176)	(193)	(212)	(212)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(136)	(193)	(212)	(212)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	10	0	0	0
支付股利、利息	(242)	(86)	(119)	(151)
其它融资现金流	157	(31)	56	(27)
融资活动现金流	(307)	(116)	(63)	(178)
现金净变动	996	1019	551	566
货币资金的期初余额	922	1918	2937	3489
货币资金的期末余额	1918	2937	3489	4055
企业自由现金流	1102	1048	537	659
权益自由现金流	1270	1063	635	684

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