东兴证券 DONGXING SECURITIES

北摩高科（002985）：系列报告之一：如何看待产品耗材属性所带来的市场空间

2020 年 06 月 29 日

强烈推荐/首次

北摩高科 | 公司报告

【投资建议】

公司是我国机轮与刹车控制系统的龙头企业，主营产品的耗材类属性将带来广阔的下游应用空间。我们预测公司 2020 年~2022 年 EPS 分别为 1.84 元、2.41 元和 3.03 元，对应 6 月 24 日收盘价 PE 分别为 59X、45X、36X，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。此篇报告为公司系列报告之一，后续报告我们将从市场竞争格局、民品和海外对标的角度全方位研判公司的投资价值。

【我们的观点】

1.公司产品具备耗材属性，先发优势体现在技术储备和配套关系稳定

主营产品具备耗材属性，下游需求来源多样。公司主要收入来源于军品，主要产品包括飞机刹车控制系统及机轮、刹车盘（副）等。公司产品广泛应用于歼击机、轰炸机、运输机、教练机、军贸机、直升机、航天高空飞行器及坦克装甲车辆等重点军工装备，也可应用于民用航空、轨道交通领域。从产品特征来看，机轮、刹车盘和刹车控制系统关系到飞机起飞、降落及滑跑安全，**其特性是具有一定的使用寿命，属于耗材类产品，未来将受益于“新机列装+存量替换和维修”两大需求方向。**

产品先发优势体现在“长时间的技术和市场储备+一旦列装配套关系稳定”。一方面，刹车制动产品作为飞机的着陆系统重要组成部分，影响着飞机的起飞和着陆安全，具有技术难点多，设计能力水平要求高的特点。**通常需要较长时间的技术和市场的储备和积累，潜在竞争者很难在短期内与先发者在同一层面上进行竞争；**另一方面，军方市场具有“先入为主”的特点。机载设备的定型有严格的程序控制，需要经过严酷的试验和大量的试飞科目考核，**一旦定型装备部队，相关产品及其配套关系就已固定，**为了维护部队装备的安全性，若后期无重大产品缺陷，相关产品及其配套与保障装备一般不会轻易更换。我们认为公司凭借先发优势将迎来良好的发展机遇。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	331.28	413.79	529.79	659.50	833.94
增长率（%）	14.25%	24.91%	28.03%	24.48%	26.45%
归母净利润（百万元）	150.02	212.30	275.69	361.18	454.68
增长率（%）	44.92%	41.51%	29.86%	31.01%	25.89%
净资产收益率（%）	16.48%	18.87%	22.65%	27.67%	32.10%
每股收益(元)	1.33	1.89	1.84	2.41	3.03
PE	81.21	57.15	58.83	44.91	35.67
PB	13.36	10.81	13.33	12.42	11.45

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司主要从事军、民两用航空航天飞行器起落架着陆系统及坦克装甲车辆、高速列车等高端装备刹车制动产品的研发、生产和销售。

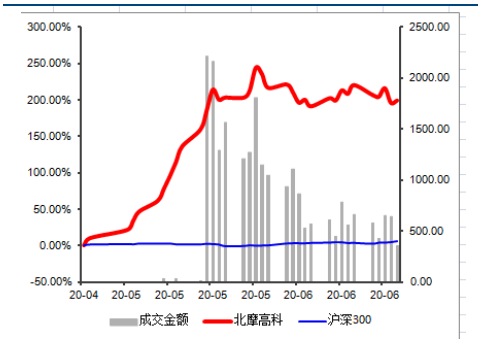
未来 3-6 个月重大事项提示：

发债及交叉持股介绍：

交易数据

52 周股价区间（元）	26.77-114.08
流通市值（亿元）	42.38
流通 B 股/H 股（万股）	/
总股本/流通 A 股（万股）	15016/3754
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	18.2

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：王习

010-66554034 wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号 S1480518010001

图1：飞机刹车控制系统



防滑刹车控制盒



数字式防滑刹车控制模块



数字式防滑刹车控制模块

资料来源：公司招股说明书，东兴军工研究所

图2：飞机机轮





飞机刹车机轮

资料来源：公司招股说明书，东兴军工研究所

2.新机列装加速将带来耗材需求大幅增加

增量市场方面公司将直接受益于主战机型列装。一款战机的生命周期会先后经历低速生产列装和中高速生产大批量列装，**目前我国几款主战机型（战斗机、运输机等）即将进入中高速生产大批量列装的阶段，而公司配套的主要军用机型已经正式列装。**根据公司招股说明书，公司 2018 年度收入增长主要系某新型战机列装使得对 BM1005 飞机刹车控制系统及 BM1005 机轮的采购大幅增加所致，而 2019 年度主营业务收入大幅增长也是由于某新型战机列装使得对 BM1005、BM1006、BM1007 及 BM1008 的机轮及相关控制系统的采购大幅增加。

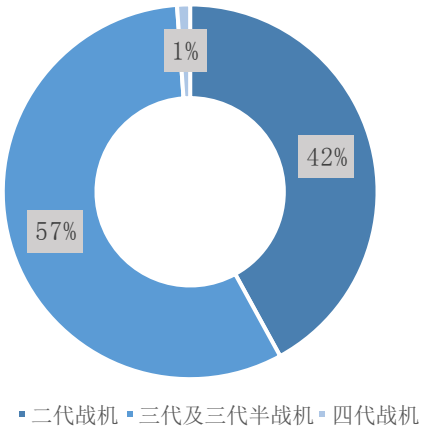
图3：美国第四代战斗机航空发动机预研和工程研制周期长达 20~30 年



资料来源：wind，东兴军工研究所

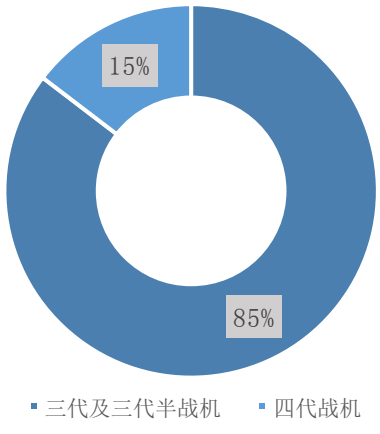
未来新增市场空间广阔。根据《World Air Force 2020》，中国与海外空军装备差距明显，战机数量仅相当于美国的 66%，同时机型老旧占比巨大。战斗机方面我国二代战机占比为 57%，而美国三代及三代半战机占比高达 85%，未来换代升级空间显著。**我们仅考虑十四五期间我国主战机型的列装水平，假设十四五期间战斗机、运输机、特种飞机和教练机的需求量分别为 700 架、100 架、70 架和 800 架，同时假设不同的军机机轮数量不同，则十四五期间主机轮的需求量约为 7100 个，假设“机轮+刹车盘”均价为 60 万，则潜在市场空间约为 42.6 亿元，年均产值为 8.52 亿元。**

图4：我国战斗机构成



资料来源：《World Air Force 2020》，东兴证券研究所

图5：美国战斗机构成



资料来源：《World Air Force 2020》，东兴证券研究所

表1：十四五期间军机机轮增量市场测算

军机类型	未来 5 年增量市场（架）	主机轮装机数（个/架）	主机轮总数（个）
战斗机	700	4	2800
运输机	100	12	1200
特种飞机	70	10	700
教练机	800	3	2400
合计	1670		7100

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

3.存量替换和维修市场将随着飞机保有量增长而增加，同时将受益于我国实训强度的增加

一方面，无论是机轮还是刹车盘，由于其耗材属性，未来有较大的更换和保障维修需求。公司提供的维修及配套服务主要包括主要包括飞机起落架、刹车控制系统、机轮及刹车装置等部件的检测、维护和修理等保障性工作。公司刹车盘（副）主要包含粉末冶金刹车盘、炭/炭复合材料刹车盘、C/C/SiC 复合材料刹车盘（副）等。**一般来讲，机轮替换周期约在为 3-4 年，而刹车盘（副）依据材料不同（粉末冶金刹车盘使用寿命稍微较短，炭/炭刹车盘使用寿命较长）和生命周期不同（第一次使用更换周期较长），也具备一定的替换周期，同时机轮和刹车盘（副）也存在维修需求。**根据《World Air Force 2020》，我国目前军机（不考虑直升机）约为 2304 架，**我们假设目前军机将在 5 年内完成存量机轮和刹车盘的替换，同时假设产品维修的价值量为产品替换价值量的 30%，假设“机轮+刹车盘”均价为 60 万，则十四五期间存量替换和维修的市场空间为 88.20 亿元，年均市场为 17.64 亿元。**

表2：十四五期间军机机轮存量市场测算

军机类型	未来 5 年存量市场（架）	主机轮装机数（个/架）	主机轮总数（个）

战斗机	1603	4	6412
运输机	224	12	2688
特种飞机	111	10	1110
教练机	366	3	1098
合计	2304		11308

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

另一方面，随着十四五期间新主战机型的列装带来的飞机保有量提升，每年的存量替换和维修市场也将稳定增长，而实战训练量的提升也将带来耗材消耗的大幅增长。随着我国几款主战机型（战斗机、运输机等）进入中高速生产大批量列装的阶段，公司配套的存量飞机保有量的提升将带来更多的替换和维修市场。与此同时，随着各战区实战训练量的提升，机轮和刹车盘类耗材产品的替换和维修周期缩短，或将显著增加公司产品的需求量。**我们预测十四五期间，“新增市场+存量市场”合计超过 130 亿元，年均产值超过 26 亿元。**

4.投资建议：

公司是我国机轮与刹车控制系统的龙头企业，**主营产品的耗材类属性将带来广阔的下游应用空间。我们认为公司未来将直接受益于新机列装加速、替换和维修市场的扩大和我国实训强度的增加。**我们预测公司 2020 年~2022 年 EPS 分别为 1.84 元、2.41 元和 3.03 元，对应 6 月 24 日收盘价 PE 分别为 59X、45X、36X，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

5.风险提示：

主战机型列装速度低于预期；行业竞争加剧；公司未来毛利率下滑。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	864	1002	1347	1387	1728	**营业收入**	331	414	530	659	834
货币资金	287	307	392	231	292	**营业成本**	96	101	175	204	250
应收账款	382	451	577	718	908	营业税金及附加	4	4	7	9	11
其他应收款	1	0	1	1	1	营业费用	5	7	9	11	14
预付款项	8	14	20	27	35	管理费用	34	33	48	46	58
存货	154	171	298	348	426	财务费用	-2	-4	2	7	12
其他流动资产	6	7	9	12	15	研发费用	30	34	5	7	8
非流动资产合计	221	316	337	361	388	资产减值损失	15	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	59	77	79	85	92	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	58	57	53	50	47	加：其他收益	28	38	27	31	32
其他非流动资产	47	5	5	5	5	**营业利润**	176	248	310	407	512
资产总计	1085	1318	1685	1748	2115	营业外收入	1	0	0	0	0
流动负债合计	122	141	403	378	634	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	194	137	342	**利润总额**	178	248	310	407	512
应付账款	76	97	166	194	237	所得税	28	36	35	46	57
预收款项	0	0	6	10	16	**净利润**	150	212	276	361	455
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	53	52	52	52	52	归属母公司净利润	150	212	276	361	455
长期借款	0	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	175	193	455	430	686	**成长能力**					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	14.25%	24.91%	28.03%	24.48%	26.45%
实收资本(或股本)	113	113	150	150	150	营业利润增长	41.37%	40.63%	25.19%	31.01%	25.89%
资本公积	529	529	529	529	529	归属于母公司净利润	44.92%	41.51%	29.86%	31.01%	25.89%
未分配利润	227	419	459	513	580	**获利能力**					
归属母公司股东权	910	1125	1217	1305	1417	毛利率(%)	71.03%	75.70%	67.00%	69.00%	70.00%
负债和所有者权	1085	1318	1685	1748	2115	净利率(%)	45.28%	51.31%	52.04%	54.77%	54.52%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	2.91%	13.83%	16.10%	16.37%	20.66%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	16.48%	18.87%	22.65%	27.67%	32.10%
经营活动现金流	118	149	95	213	254	**偿债能力**					
净利润	150	212	276	361	455	资产负债率(%)	16%	15%	27%	25%	32%
折旧摊销	62.73	65.60	0.00	8.95	10.47	流动比率	7.1	7.1		3.67	2.73
财务费用	-2	-4	2	7	12	速动比率	5.83	5.89		2.75	2.05
应付帐款的变化	0	0	-126	-141	-190	**营运能力**					
预收帐款的变化	0	0	6	4	7	总资产周转率	0.33	0.34	0.35	0.38	0.43
投资活动现金流	-76	-128	-32	-37	-42	应收账款周转率	1	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.96	4.80	4.04	3.67	3.87
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.33	1.89	1.84	2.41	3.03
筹资活动现金流	-11	0	21	-337	-151	每股净现金流(最新	0.28	0.18	0.56	-1.07	0.41
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	8.08	9.99	8.10	8.69	9.43
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	0	38	0	0	P/E	81.21	57.15	58.83	44.91	35.67
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	13.36	10.81	13.33	12.42	11.45
现金净增加额	32	20	85	-161	61	EV/EBITDA	50.03	38.31	49.46	37.88	30.29

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	国防军工行业报告：财务指标视角下基本面选股	2020-06-14
行业深度报告	国防军工行业：空天信息产业——低轨卫星通信网络呼之欲出	2020-03-29
行业普通报告	国防军工行业：北斗三号组网在即，应用场景全面开花	2020-03-10
行业普通报告	国防军工行业：新航司成立，拉动国产大飞机需求	2020-02-27
行业普通报告	国防军工行业：5G 无人机 数字天空的重要载体	2020-02-24
行业事件点评报告	国防军工行业：太空竞赛 一触即发	2020-02-20
行业事件点评报告	国防军工行业：美国禁运航发，大飞机国产替代或显著加速	2020-02-18
行业深度报告	空天信息产业：新星冉冉升起	2020-02-05

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，六年证券从业经验，历任中航证券、长城证券军工组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526