

中航高科 (600862.SH)

业绩有所下滑，航空复合材料成长空间大

公司 2017 年 3 月 14 日公布年报，2016 年实现营业收入 29.12 亿元，同比增长 46.67%，归母净利润 7342 万元，同比下滑 49.23%。2017 年公司主要经济目标是力争实现销售收入 29 亿元，利润总额 1.25 亿元，完成机床业务持续减亏目标。

核心观点：

房地产毛利率严重下滑，管理费用率大幅上升。2016 年中航复材在积极参与民机项目的同时降本增效，实现净利润 1.41 亿元 (+33.42%)；优材百慕的研发工作以及维修业务发展顺利，实现净利润 2230 万元 (6.2%)；公司房地产业务的毛利率从 23.10% 下滑至 15.95%，实现净利润 1.06 亿元 (-10.17%)；机床业务同比减亏 7000 多万；同时由于计提内退福利 5072 万元计入了管理费用，最终实现归母净利润 7342 万元。

航空复合材料需求量大，公司最大程度受益。航空复材在航空领域具有重要的应用，国内军用和民用飞机开始大量使用复合材料，中航高科的子公司中航复材是国内航空复合材料的龙头企业，在航空级别的 NORMEX 蜂窝、航空高性能树脂等市场均具有较高的市场份额，并且始终紧跟民机发展需求，积极参与民机（含发动机）项目，同时积极开展对英、对俄和与欧盟国家的合作，将最大程度受益于航空复材需求的放量。

飞机刹车副进口替代需求强烈，公司项目持续推进。国内大部分飞机的刹车副使用进口产品，价格远高于国产价格，随着我国民航机队的放量，刹车副的进口替代需求强烈。中航高科的子公司优材百慕，开展民航进口飞机用刹车装置的研制至今已有近五十年的历史，公司 2015 年发布的《南通科技重大资产出售及购买资产并募集配套资金报告书》中披露，目前优材百慕建有国内最大的民航进口飞机用钢制刹车盘副生产线，是国内民航进口飞机用刹车盘副的主要供应商，2016 年其新机型刹车盘副的研发工作也已取得阶段性成果。

盈利预测及投资建议。我们预计公司 17-19 年 EPS 为 0.06/0.07/0.08 元，对应 PE 为 207/183/163 倍，短期估值偏高，考虑到航空复合材料未来的发展空间，首次覆盖，给予公司“谨慎增持”评级。

风险提示：航空复材行业增速低于预期；飞机刹车副进口替代低于预期；房地产毛利率继续下滑。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,987.91	2,911.74	2,898.00	3,235.90	3,661.33
增长率(%)	30.27%	46.47%	-0.47%	11.66%	13.15%
EBITDA(百万元)	355.41	183.01	264.61	281.23	297.90
净利润(百万元)	144.61	73.42	100.23	113.35	127.16
增长率(%)	171.07%	-49.23%	36.51%	13.10%	12.18%
EPS(元/股)	0.086	0.044	0.060	0.067	0.076
市盈率(P/E)	231.10	280.10	207.70	183.65	163.72
市净率(P/B)	9.84	6.02	6.98	6.73	6.46
EV/EBITDA	92.58	105.54	74.50	69.41	64.48

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

谨慎增持

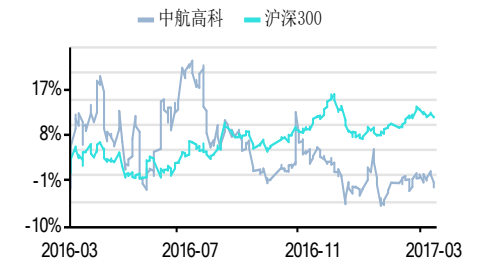
当前价格

12.42 元

报告日期

2017-03-16

相对市场表现



分析师：胡正洋 S0260516020002



021-60750639



huzhengyang@gf.com.cn

分析师：真怡 S0260511050003



0755-82797057



zhenyi@gf.com.cn

分析师：赵炳楠 S0260516070004



010-59136613



zhaobingnan@gf.com.cn

相关研究：

联系人：彭雾 021-60750604

pengwu@gf.com.cn

至12月31日	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	7299	6062	6787	7458	8312
货币资金	1842	1528	1772	1849	2072
应收及预付	1973	1926	2261	2524	2857
存货	2960	2437	2755	3084	3383
其他流动资产	523	170	0	0	0
非流动资产	2398	2463	1962	1808	1654
长期股权投资	119	87	87	87	87
固定资产	1054	1182	1075	963	851
在建工程	84	34	34	34	34
无形资产	541	516	453	412	370
其他长期资产	600	644	312	312	312
资产总计	9697	8525	8749	9266	9966
流动负债	5435	4385	4903	5315	5897
短期借款	576	0	396	281	193
应付及预收	4595	4377	4507	5034	5704
其他流动负债	265	8	0	0	0
非流动负债	863	658	271	271	271
长期借款	490	271	271	271	271
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	373	387	0	0	0
负债合计	6298	5043	5174	5586	6168
股本	1680	1680	1680	1680	1680
资本公积	1445	1445	1445	1445	1445
留存收益	218	292	392	505	632
归属母公司股东权	3397	3416	2982	3095	3223
少数股东权益	54	49	41	33	24
负债和股东权益	9697	8525	8749	9266	9966

至12月31日	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1988	2912	2898	3236	3661
营业成本	1509	2357	2322	2593	2940
营业税金及附加	46	111	111	124	140
销售费用	34	50	50	56	63
管理费用	152	319	261	291	330
财务费用	11	2	7	5	4
资产减值损失	64	65	70	72	74
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	46	20	20	20
营业利润	171	53	98	115	131
营业外收入	11	61	44	50	52
营业外支出	0	4	4	5	5
利润总额	182	110	138	160	178
所得税	39	42	45	55	60
净利润	143	68	93	105	118
少数股东损益	-2	-5	-7	-8	-9
归属母公司净利润	145	73	100	113	127
EBITDA	355	183	265	281	298
EPS (元)	0.09	0.04	0.06	0.07	0.08

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	496	830	1	158	274
净利润	143	68	93	105	118
折旧摊销	109	109	110	109	109
营运资金变动	235	662	-288	-93	10
其它	9	-10	85	36	37
投资活动现金流	381	171	283	64	67
资本支出	-85	-179	263	44	47
投资变动	-222	443	20	20	20
其他	688	-93	0	0	0
筹资活动现金流	237	-1041	-40	-144	-119
银行借款	0	220	396	-115	-88
债券融资	-220	-1269	-314	0	0
股权融资	571	0	0	0	0
其他	-113	8	-122	-29	-31
现金净增加额	1114	-41	244	78	223
期初现金余额	892	1842	1528	1772	1849
期末现金余额	2007	1801	1772	1849	2072

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	30.3	46.5	-0.5	11.7	13.1
营业利润增长	192.8	-68.9	83.8	17.8	13.8
归属母公司净利润增长	171.1	-49.2	36.5	13.1	12.2
获利能力(%)					
毛利率	24.1	19.0	19.9	19.9	19.7
净利率	7.2	2.3	3.2	3.3	3.2
ROE	4.3	2.1	3.4	3.7	3.9
ROIC	7.5	2.4	6.9	7.9	10.1
偿债能力					
资产负债率(%)	64.6	59.3	63.1	64.1	65.5
净负债比率	-0.1	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5
流动比率	1.34	1.38	1.38	1.40	1.41
速动比率	0.77	0.76	0.77	0.77	0.78
营运能力					
总资产周转率	0.24	0.32	0.34	0.36	0.38
应收账款周转率	2.54	2.35	2.35	2.35	2.35
存货周转率	0.47	0.84	0.84	0.84	0.87
每股指标(元)					
每股收益	0.09	0.04	0.06	0.07	0.08
每股经营现金流	0.30	0.49	-	0.09	0.16
每股净资产	2.02	2.03	1.77	1.84	1.92
估值比率					
P/E	231.1	280.1	207.7	183.7	163.7
P/B	9.8	6.0	7.0	6.7	6.5
EV/EBITDA	92.6	105.5	74.5	69.4	64.5

广发军工行业研究小组

- 胡正洋：首席分析师，北京大学经济学硕士、上海交通大学机械工程及自动化学士，4年证券从业经历，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 真怡：资深分析师，中国航空研究院燃气涡轮研究所工学硕士、西北工业大学工学学士，8年证券从业经历，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 赵炳楠：分析师，哈尔滨工业大学工学学士和硕士，6年以上军工企业工作经历，2年以上证券从业经历，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 彭雾：联系人，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99 号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。