

投资评级：增持

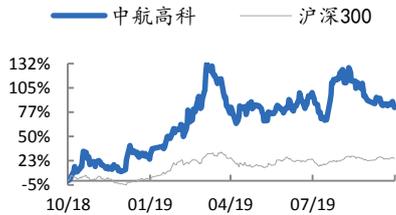
 当前价格(元): 9.29
 合理价格区间(元): 9.00~12.40

证券分析师
韩伟琪

 资格编号: S0120518020002
 电话: 021-68761616-6160
 邮箱: hanwq@tebon.com.cn

联系人
杨雨南

 电话: 021-68761616-6256
 邮箱: yangyn@tebon.com.cn

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.1	-17.4	-8.6
相对涨幅(%)	-6.1	-19.8	-9.1

资料来源: 德邦研究所

相关研究

复材高增长，地产超预期

中航高科(600862)

投资要点:

- 三季度发布，复材业务保持高速发展，地产业务超预期。**公司2019年Q1-Q3营业收入为21.41亿元，同比增长6.12%；归母净利润3.38亿元，同比增长45.66%。其中新材料业务归母净利润较上年同期增长32.73%，为2.57亿元，符合市场预期；房地产业务相较上年同期增长14.01%，为1.08亿元，超出市场预期。
- 同行业对比，航空复材行业产业链成长期已至。**对比同行业上市公司三季度合并报告数据：光威复材营收增长33.05%、归母净利润增长43%，中简科技营收增长32.53%，归母净利润增长63.80%，可以看出伴随着我国碳纤维产业链军民品的迭代升级，产业链已进入成长期。而针对航空复材这一具体细分板块，受益于军品业务的升级放量，以及C919的预期拉动，我们认为未来3-5年将是其中高速增长阶段，而行业的顶峰将伴随CR929到来。
- 地产剥离继续推进，公司估值已反映地产业务相关情况。**结合目前市场对于房地产行业估值，我们认为，目前公司估值已比较充分反映其地产业务进展。地产业务所产生的短期波动对公司长期价值影响不大。
- 航空工业入选国有资本投资、运营试点，公司有望成为中航旗下复合材料平台。**目前航空工业已经进入“管资本”试点阶段，其内部已经初步形成相关的核心防务、军品融合、国际物贸、资本运营相关的几大平台，而其下又分设大型飞机、直升机、机电系统、航电系统等子平台。我们认为，伴随着试点进一步深化推进，公司有望成为航空工业其下复合材料子平台。
- 盈利预测。**在地产业务于明年完成退出的前提假设条件下，预计公司2019/2020/2021年扣非EPS为0.22/0.20/0.27，对应扣非PE 42.22/46.45/34.41，考虑到目前同行业平均PE变化，将目标价上限从13.00元下调至12.40元，预计公司合理价格区间为9.00-12.40元，维持前次“增持”评级。

股票数据

总股本(百万)	1,393.05
流通A股(百万)	1,393.05
52周内股价区间(元)	11.82-5.13
总市值(百万)	12,941.43
总资产(百万)	8,884.97
每股净资产(元)	2.85

资料来源: 公司公告

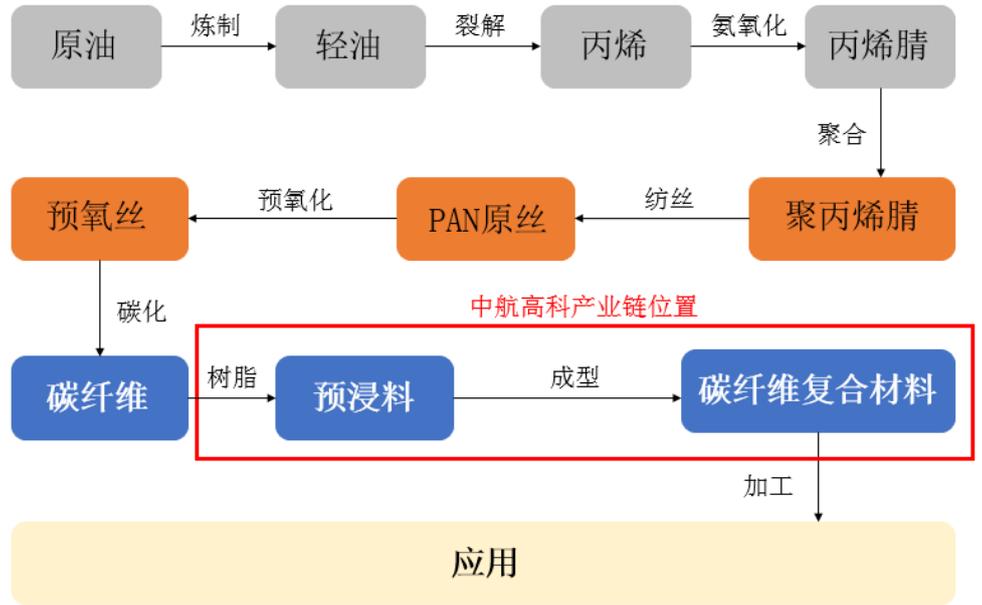
主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3044	2653	3045	2668	3383
(+/-) YoY (%)	4.5	-12.9	14.8	-12.4	26.8
净利润(百万元)	84	304	311	285	373
(+/-) YoY (%)	13.8	263.8	2.3	-8.4	31.0
全面摊薄EPS(元)	0.06	0.22	0.22	0.20	0.27
毛利率(%)	25.4	35.8	29.3	29.2	29.2
净资产收益率(%)	2.4	8.0	7.5	6.5	7.8

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所

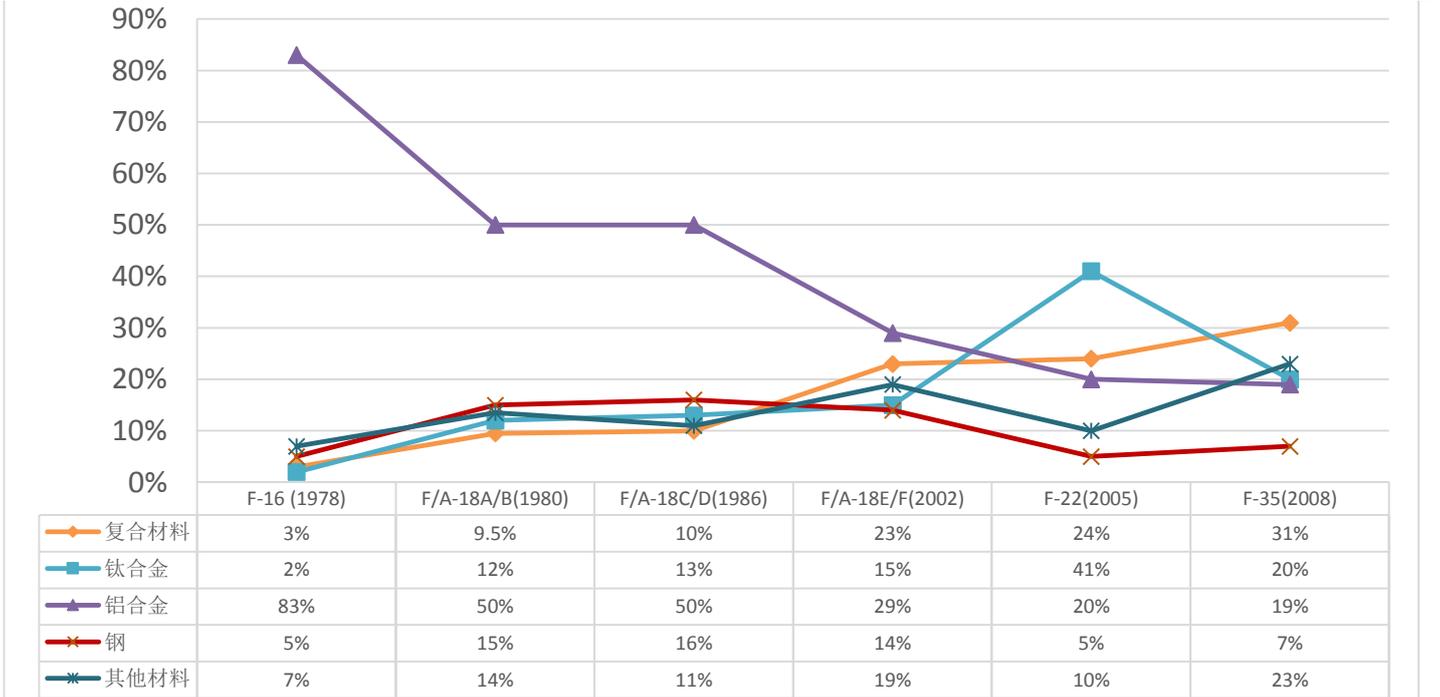
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 碳纤维产业链（更正）



资料来源：德邦研究所

图2 美军各型号舰载机材料比重变化



资料来源：德邦研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业收入	2653	3045	2668	3383
每股收益	0.22	0.22	0.20	0.27	营业成本	1704	2152	1888	2396
每股净资产	2.72	2.96	3.16	3.43	毛利率%	35.8	29.3	29.2	29.2
每股经营现金流	-0.49	0.48	0.77	0.48	营业税金及附加	94	74	67	83
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	3.5	2.4	2.5	2.4
价值评估 (倍)					营业费用	63	57	48	60
P/E	25.66	43.24	47.22	36.05	营业费用率%	2.4	1.9	1.8	1.8
P/B	2.06	3.26	3.05	2.82	管理费用	252	249	234	294
P/S	6.11	5.32	6.08	4.79	管理费用率%	9.5	8.2	8.8	8.7
EV/EBITDA	14.73	26.49	26.69	20.76	研发费用	63	75	65	83
股息率%	0.0	0.0	0.0	0.0	研发费用率%	2.4	2.5	2.4	2.4
盈利能力指标 (%)					EBIT	477	438	366	467
毛利率	35.8	29.3	29.2	29.2	财务费用	0	-9	-22	-31
净利润率	11.5	10.2	10.7	11.0	财务费用率%	0.0	-0.3	-0.8	-0.9
净资产收益率	8.0	7.5	6.5	7.8	资产减值损失	52	12	10	10
资产回报率	4.0	4.0	3.8	4.4	投资收益	15	13	15	15
投资回报率	10.2	9.8	9.7	12.1	营业利润	478	448	395	511
盈利增长 (%)					营业外收支	3	4	4	4
营业收入增长率	-12.9	14.8	-12.4	26.8	利润总额	481	452	399	515
EBIT 增长率	116.2	-8.3	-16.3	27.6	EBITDA	617	585	552	695
净利润增长率	263.8	2.3	-8.4	31.0	所得税	120	103	79	96
偿债能力指标					有效所得税率%	24.9	22.8	19.7	18.6
资产负债率%	50.1	46.7	40.5	42.3	少数股东损益	57	38	35	46
流动比率	1.6	1.7	2.0	1.9	归属母公司所有者净利润	304	311	285	373
速动比率	0.7	0.7	1.1	1.1					
现金比率	0.3	0.3	0.7	0.7	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	922	1022	1797	2103
应收账款周转天数	154.2	136.0	103.1	114.0	应收款项	1142	1135	753	1057
存货周转天数	511.5	487.3	405.3	342.7	存货	2873	2873	2097	2249
总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.4	其它流动资产	223	230	228	295
固定资产周转率	2.5	2.8	2.3	2.6	流动资产合计	5160	5260	4875	5703
					长期股权投资	151	161	168	175
					固定资产	1047	1130	1232	1391
					在建工程	214	280	313	311
					无形资产	460	448	438	428
					非流动资产合计	2522	2611	2710	2831
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	7682	7871	7585	8535
净利润	304	311	285	373	短期借款	335	0	0	0
少数股东损益	57	38	35	46	应付账款	1858	1997	1524	1833
非现金支出	192	159	196	238	预收账款	636	717	605	743
非经营收益	-8	29	20	14	其它流动负债	466	378	339	419
营运资金变动	-1233	133	535	5	流动负债合计	3294	3092	2468	2996
经营活动现金流	-688	670	1071	675	长期借款	250	280	300	305
资产	-185	-275	-321	-382	其它长期负债	307	307	307	307
投资	-23	31	30	26	非流动负债合计	557	587	607	612
其他	67	-27	-23	-17	负债总计	3851	3679	3074	3607
投资活动现金流	-140	-271	-314	-373	实收资本	1680	1680	1680	1680
债权募资	495	-335	0	5	普通股股东权益	3796	4119	4403	4774
股权募资	10	0	0	0	少数股东权益	35	73	108	154
其他	-59	37	19	-2	负债和所有者权益合计	7682	7871	7585	8535
融资活动现金流	446	-298	19	3					
现金净流量	-383	100	775	305					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 28 日

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。