

北摩高科（002985）：系列报告之二：如何看待民航客机刹车片的从0到1市场

2020年12月16日

强烈推荐/维持

北摩高科

公司报告

1.国内民航刹车片是一个从0到1的市场

目前国内民航刹车控制系统及机轮均由国外巨头所垄断。目前在民航客机的飞机刹车控制系统及机轮相关领域，欧美发达国家在技术上具有先发优势，产品相对比较成熟，主导者是美国的 Honeywell、B.F.Goodrich、法国的 Messier-Bugatti、英国的 Dunlop 四家企业。根据凤凰新闻网报道，使用炭/炭复合材料飞机刹车副的机型中，除 B-757 部分刹车副国产外，其他机型的刹车副由美国 B.F.Goodrich 和法国的 Messier-Bugatti 公司等国外供应商提供。未来我国民航客机的刹车控制系统及机轮领域是一个从0到1的过程，国产替代需求较大。

2.制造业领域估值提升最高的时期就是从0到1的阶段

从0到1可以划分为“颠覆式创新从0到1”、“产业链纵向扩张从0到1”和“横向品类扩张从0到1”。

国内制造业企业大部分都是通过横向品类扩张实现从0到1的过程，电子行业的立讯精密，最开始靠电脑连接器起家，随后顺应消费电子无线化（充电+音频）和无孔化的发展趋势，通过拓展模组产品成为 Apple Watch 无线充电的核心供应商、通过投资苏州美特（电声器件供应商）等公司切入电声模组、通过开发线性马达进入苹果马达供应链体系（马达触控替代 Home 键），立讯通过横向品类拓张实现了新市场中的从0到1，公司的估值在这个阶段大幅提升。

军工行业中的中航光电也是“横向品类拓张从0到1”的典范。产品的技术特征是第一位的，用户性质则是第二位的，企业更多地专注产品本身，至于客户购买是军用还是民用完全取决于需求。该公司从军品连接器开始做起，逐步拓展到新能源汽车和通讯 5G 领域。过去在新能源汽车和通讯领域连接器都是由海外巨头垄断，但是该公司凭借自身的产品质量、用户体验和成本优势，积极抢占海外巨头的市场份额，成为国内民品连接器领域当仁不让的龙头企业，该公司的估值在这个阶段也大幅提升。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	331.28	413.79	586.50	901.29	1,271.89
增长率（%）	14.25%	24.91%	41.74%	53.67%	41.12%
归母净利润（百万元）	150.02	212.30	326.81	519.15	712.40
增长率（%）	44.92%	41.51%	53.94%	58.85%	37.23%
净资产收益率（%）	16.48%	18.87%	26.58%	38.27%	46.54%
每股收益(元)	1.33	1.89	2.18	3.46	4.74
PE	134.02	94.31	81.90	51.56	37.57
PB	22.05	17.84	21.77	19.73	17.49

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） 238.11-32.12

流通市值（亿元） 58.89

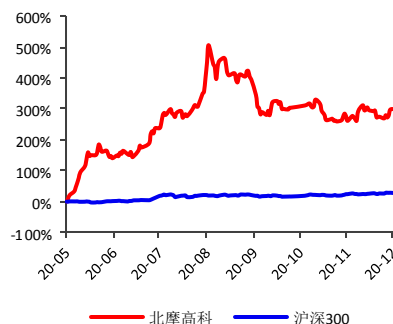
流通B股/H股（万股） /

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: Goodrich（古德里奇）的波音 787 刹车总成



资料来源：古德里奇官网，东兴证券研究所

图2: Honeywell（霍尼韦尔）为 C919 机轮与刹车部件、刹车控制系统（BCS）主要供应商



资料来源：中国商飞官网，东兴证券研究所

图3: 立讯精密横向品类扩张从0到1



资料来源：立讯精密公告整理，东兴证券研究所

图4: 立讯精密横向品类扩张过程中估值提升明显

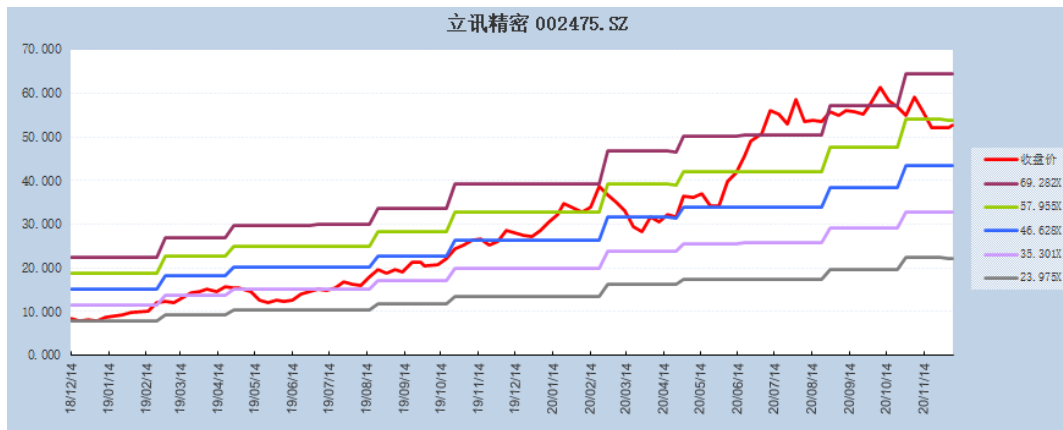
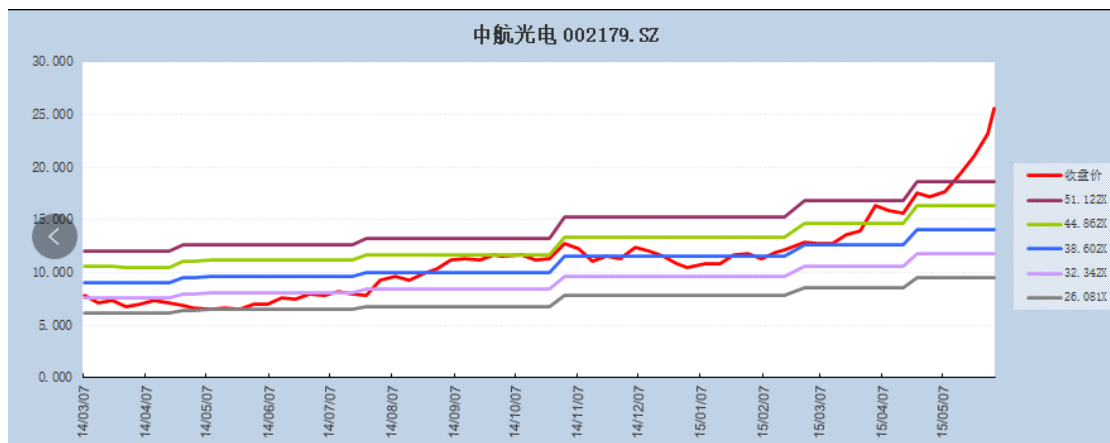


图5：中航光电的新能源汽车连接器



资料来源：中航光电官网，东兴证券研究所

图6：中航光电进入新能源汽车连接器（民品）领域后估值提升明显

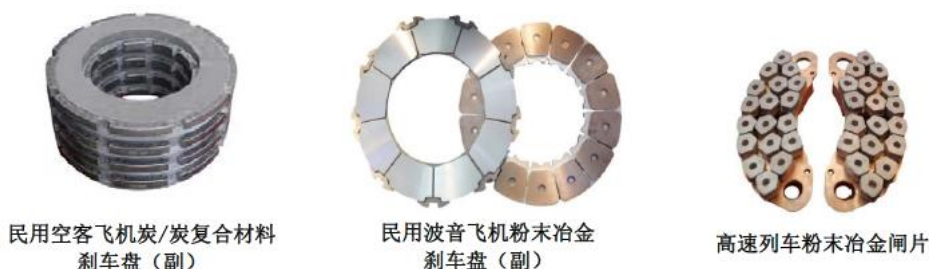


3. 公司先发优势和成本优势明显，顺应国产替代大趋势

航空机载设备行业尤其刹车制动领域是一个技术密集型的行业，需要较长时间的技术和市场的储备和积累，为新进入企业设立了较高的技术门槛。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，民航客机对于刹车制动安全性、可靠性和经济性的要求更高。

在 2003 年，北摩高科就已经成功进入民航领域，北摩高科于当年获得由中国民航总局颁发的飞机零部件制造人、波音 737-700/800 型飞机刹车摩擦盘（副）批准书，这标志着我国首次实现了波音 737-700/800 飞机刹车摩擦盘（副）的国产化（公司拥有民航总局颁发的《零部件制造人批准书》（PMA 证书）及《零部件维修许可证》）。2020 年 6 月，祥鹏航空在琼海博鳌机场成功开展了“飞机国产碳刹车盘”试飞测试，而测试的碳刹车盘就是由北摩高科自主开发研制的 A320 系列飞机国产碳刹车盘。除了先发优势以外，相对于国外厂家，公司产品的价格和本地物流成本存在一定优势，同时航空公司采购国外公司的产品需要预付一定比例货款，而采购国内厂家大多为后结算，在资金占用方面国内企业存在更大吸引力。此外，在美国对我国科技领域封锁升级的背景下，民航客机配套产业的国产替代和自主可控的需求也更加迫切。

图7：北摩高科民机刹车盘产品



资料来源：北摩高科招股说明书，东兴军工研究所

4. 民航客机刹车机轮市场巨大

民用航空市场远大于军用市场，民机市场拓展有利于估值提升。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。据民航局官网 6 月 8 日发布《2019 年民航行业发展统计公报》，截至 2019 年底，民航全行业运输飞机期末在册架数 3818 架，比上年底增加 179 架。我们假设单架飞机上“机轮+刹车盘”价值量为 100 万（假设 4 个机轮，每个机轮 25 万），同时机轮刹车盘的使用寿命为 1.67 年（每架民航客机当年经历了 0.6 个使用周期，乘以系数 0.6），则 2019 年我国民航客机“机轮+刹车盘”约为 22.91 亿元，我们再假设未来十年民航客机保有量年化增速为 6%，则未来 10 年民航客机刹车盘（副）替换需求的市场总量为 320.09 亿元，每年平均为 32 亿元。

图8：2018-2019 年中国民用航空运输飞机数量（架）



资料来源：中国民航局，前瞻产业研究院，东兴证券研究所

5.投资策略：平台型公司有望享受估值溢价

北摩高科为平台型公司，未来可通过自身学习能力的提高在单一用户端价值量的提高和品类的拓张。我们预测公司 2020 年~2022 年 EPS 分别为 2.18 元、3.46 元和 4.74 元，对应 12 月 14 日收盘价 PE 分别为 82X、52X 和 38X，维持“强烈推荐”评级。

6.风险提示：

主战机型列装速度低于预期；民机市场发展不及预期；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	1396	1794	2498	营业收入	331	414	587	901	1272
货币资金	287	307	434	315	445	营业成本	96	101	144	238	328
应收账款	382	451	639	982	1385	营业税金及附加	4	4	8	12	17
其他应收款	1	0	1	1	1	营业费用	5	7	9	14	19
预付款项	8	14	19	27	38	管理费用	34	33	41	63	89
存货	154	171	245	405	557	财务费用	-2	-4	4	20	40
其他流动资产	6	7	10	16	23	研发费用	30	34	29	32	38
非流动资产合计	221	316	357	445	478	资产及信用减值损失	15.29	28.79	30.00	15.00	12.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	59	77	131	191	238	投资净收益	0.17	0.19	10.00	10.00	10.00
无形资产	58	57	53	50	47	加:其他收益	28.06	38.01	50.00	70.00	70.00
其他非流动资产	47	5	0	0	0	营业利润	176	248	381	588	809
资产总计	1085	1318	1753	2240	2976	营业外收入	1.22	0.02	5.00	5.00	5.00
流动负债合计	122	141	445	790	1332	营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0	0	267	515	959	利润总额	178	248	386	593	814
应付账款	76	97	136	225	310	所得税	28	36	46	59	81
预收款项	0	0	7	12	22	净利润	150	212	340	534	732
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	13	15	20
非流动负债合计	53	52	52	52	52	归属母公司净利润	150	212	327	519	712
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	175	193	497	842	1384	成长能力					
少数股东权益	0	0	13	28	48	营业收入增长	14.25%	24.91%	41.74%	53.67%	41.12%
实收资本(或股本)	113	113	150	150	150	营业利润增长	41.37%	40.63%	53.72%	54.40%	37.43%
资本公积	529	529	529	529	529	归属于母公司净利润	44.92%	41.51%	53.94%	58.85%	37.23%
未分配利润	227	419	467	544	649	获利能力					
归属母公司股东权	910	1125	1230	1356	1531	毛利率(%)	71.03%	75.70%	75.42%	73.59%	74.24%
负债和所有者权	1085	1318	1753	2240	2976	净利率(%)	45.28%	51.31%	57.94%	59.26%	57.58%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润(%)	2.91%	13.83%	16.10%	18.64%	23.18%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	16.48%	18.87%	26.58%	38.27%	46.54%
经营活动现金流	118	149	143	157	323	偿债能力					
净利润	150	212	340	534	732	资产负债率(%)	16%	15%	28%	38%	47%
折旧摊销	6.12	10.08	12.09	18.41	24.74	流动比率				2.27	1.88
财务费用	-2	-4	4	20	40	速动比率				1.76	1.46
应付帐款的变化	-74	-69	-188	-343	-404	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	7	5	11	总资产周转率	0.33	0.34	0.38	0.45	0.49
投资活动现金流	-76	-128	-70	-112	-59	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	5.04	4.99	4.76
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	10	10	10	每股收益(最新摊薄)	1.33	1.89	2.18	3.46	4.74
筹资活动现金流	-11	0	53	-163	-134	每股净现金流(最新	0.28	0.18	0.84	-0.79	0.86
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	8.08	9.99	8.19	9.03	10.19
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	134.02	94.31	81.90	51.56	37.57
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	22.05	17.84	21.77	19.73	17.49
现金净增加额	32	20	127	-119	130	EV/EBITDA	109.58	77.86	66.92	43.11	31.28

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
公司普通报告	北摩高科（002985）：三季报超业绩指引上限，民参军龙头强者恒强	2020-10-22
公司普通报告	北摩高科（002985）：产业链并购落地第一单，收购京瀚禹有望加强业务协同	2020-09-02
公司深度报告	摩高科（002985）：半年报业绩大幅增长，刹车制动龙头行稳致远	2020-08-03
公司普通报告	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	2020-06-30
行业深度报告	国防军工行业：航空发动机产业链梳理，扬帆起航正当时	2020-12-03
行业普通报告	国防军工行业：如何从财报角度印证军工行业订单出现真正改善？	2020-11-25
行业普通报告	国防军工行业：站在当前位置如何看待军工——不要忽视军工股的业绩确定性和科技属性	2020-10-13
行业深度报告	IGBT 深度研究——军民两用元器件系列研究之功率半导体	2020-09-09
行业深度报告	国防军工行业：北斗构筑空天信息内循环平台	2020-08-10
行业深度报告	产业升级带动军民需求释放，行业维持确定性高景气——军民两用元器件研究之电容	2020-07-29
行业普通报告	国防军工行业：无人机主流公司梳理	2020-07-26
行业普通报告	国防军工行业报告：极具吸引力的科技成长板块正在崛起	2020-07-20

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，七年证券从业经验，2019 年国防军工行业水晶球上榜，2018 年国防军工行业水晶球入围，2019 年金牛奖国防军工行业第一名，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