

航天彩虹 (002389)

证券研究报告

2021年02月08日

持续聚焦无人机主业，挂牌转让亏损锂电池隔膜业务

锂电池隔膜产线挂牌处置，聚焦无人机主业

2月6日公司公告《关于处置锂电池隔膜生产线相关资产的公告》，为避免与实控人航天科技集团旗下乐凯集团的同业竞争，公司拟以**评估值1.72亿元为底价、以公开挂牌方式**（于天津产权交易中心），按照国有资产转让程序**处置锂电池隔膜相关生产线**。本次资产处置的具体资产包括：

- 南洋经中（孙公司，由南洋科技100%控股）年产9000万 m^2 锂电池隔膜生产线（评估值1.44亿元，账面价值1.37亿元，增值率5.41%）。
- 南洋科技（子公司）年产1500万 m^2 锂电池隔膜生产线（评估值0.28亿元，账面价值0.34亿元，减值率17.34%）。

南洋科技是2017年上市公司（航天彩虹）反向重组前的主体，目前是上市公司的全资子公司，南洋经中是南洋科技的全资子公司，18-20H1南洋公司分别亏损0.05/0.26/0.27亿元。当前上市公司膜业务包括：电容器薄膜、功能聚酯薄膜、光学膜、锂电池隔膜，本次锂电池隔膜业务的资产处置基于公司实际经营情况和履行前次重组时的承诺，利于公司解决同业竞争、合理处置不良资产。我们认为，本次锂电池隔膜产线挂牌转让完成后，将有效改善公司业务结构和盈利能力，有利于公司进一步聚焦无人机主业。

我国无人机骨干企业，彩虹3/4/5多型号无人机出口全球前三

公司无人机综合实力国内领先地位，产品包括大中型无人机及其机载任务设备（含武器系统）的研发设计、生产制造、试验销售以及相关服务。公司可面向国际、国内的军事和民用领域用于提供整机产品及多元化服务，彩虹系列无人机国内型谱最全，成熟产品包括彩虹-3、彩虹-4、彩虹-5、彩虹-804D等，已出口至多个国家并获大量国际、国内市场订单，是我国首家实现无人机批量出口、出口量最大的单位，近10年销售累计数处于全球市场前三位。19年公司与多个用户合同签约，签约额创历史最好记录。

大中型无人机度过十三五军贸销售阶段，“出口转内销”或实现突破

根据国防科技信息网报道，全球军用无人机(UAVs)的市场价值将由2018年的121亿美元上升到2025年的268亿美元，在此期间，复合年均增长率(CAGR)为12%。中新网2014年报道，我国无人机与美国差距近20年，相当于美国、以色列90年代水平，美国2000年到2012年发展阶段（经历了阿富汗、伊拉克两次现代战争试用洗礼），军用无人机进入快速增长阶段，类比美2000-2012年年产值增长超过11倍（国防部在无人机方面的投资已经从2000财年的2.84亿美元增长到2012年的33亿美元，12年是00年的11.62x）。考虑到近年我国已成为无人机军贸市场的主要出口国，我们认为“出口转内销”国内内需军用无人机产业的拐点有望到来。

盈利预测与评级：预计21-22年公司投资收益上升（从4.29/4.85百万元上调至23/13百万元）、资产减值损失下降（从25/35百万元下调至12/15百万元），其他假设不变，20年归母净利润维持3.87亿，21-22年从5.04/6.56亿元上调至5.30/6.79亿元，EPS为0.41/0.56/0.72元，PE为59.78/43.61/34.07x，维持“买入”评级。

风险提示：公司订单交付节奏放缓，全球市场受疫情影响，收入确认节奏波动。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,718.85	3,100.50	3,747.84	4,850.04	6,224.83
增长率(%)	87.93	14.04	20.88	29.41	28.35
EBITDA(百万元)	707.52	686.60	735.74	923.05	1,115.69
净利润(百万元)	241.80	231.88	386.77	530.21	678.72
增长率(%)	29.51	(4.10)	66.80	37.09	28.01
EPS(元/股)	0.26	0.25	0.41	0.56	0.72
市盈率(P/E)	95.62	99.71	59.78	43.61	34.07
市净率(P/B)	3.72	3.60	3.43	3.21	2.96
市销率(P/S)	8.50	7.46	6.17	4.77	3.71
EV/EBITDA	16.21	14.85	30.69	24.42	20.10

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/航空装备
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	24.44元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	946.06
流通A股股本(百万股)	867.90
A股总市值(百万元)	23,121.77
流通A股市值(百万元)	21,211.43
每股净资产(元)	6.86
资产负债率(%)	20.71
一年内最高/最低(元)	38.76/11.00

作者

李鲁靖 分析师
SAC执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

邹润芳 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

许利天 分析师
SAC执业证书编号：S1110520080006
xulitian@tfzq.com

股价走势

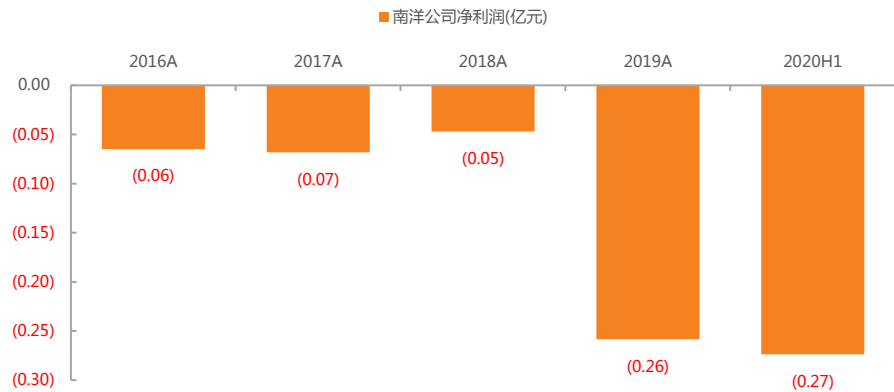


资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《航天彩虹-公司点评:隐身无人机的定增主要投向，持续看好无人机产业高景气》2020-11-18
- 2 《航天彩虹-半年报点评:无人机主体彩虹公司净利润增长46.7%，产业高景气度凸显》2020-08-21
- 3 《航天彩虹-公司点评:签约额创历史最好记录，彩虹无人机或开启新增长期》2020-07-17

图 1：南洋公司 2016-2020H1 净利润情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：公司现有 4 大薄膜产品的产能、应用情况

序号	产品	应用领域	产能	对应子公司
1	电容器薄膜	应用场景： 智能电网、电气化铁路、LED 照明、新能源（光伏/风能/汽车）	现有产能： 年产 1.6 万吨电容器用聚丙烯薄膜、年产 0.5 万吨电容器用聚脂薄膜。 研发项目： 电容器薄膜超薄化、耐高温、耐大电流、安全可靠性和客户定制型开发	南洋公司（子公司）
2	功能聚酯薄膜新材料	主要产品： 光伏背材膜、干膜基膜、覆铁膜、电子胶带基膜。 应用场景： 光伏组件的背板及背材。	年产 5.5 万吨功能聚酯薄膜； 年产 2 万吨光学级聚酯薄膜（可用于生产背材膜）。	南洋公司（子公司）
3	光学膜	主要产品： 反射膜、增亮膜、扩散膜、硬化膜、ITO 膜、窗膜等。 应用场景： 高端液晶显示器材背光模组、防静电保护膜、触摸屏保护膜、汽车玻璃隔热贴膜等。 产业链环节： 处于 LCD 产业链中间环节，在光学基膜基础上加工而成。 终端客户： 液晶电视、液晶显示器、平板、手机等电子消费生产企业。	现有产能： 年产 1.6 万吨光学膜涂布项目一期（产品：液晶显示器用扩散膜）。 扩产建设： 0.5 万 m ² 反射膜生产线。 试生产： 外资合作光学膜项目。 开发项目： 石墨烯导电薄膜、增亮膜背涂产品。	南洋公司（子公司） 东旭成（子公司）
4	锂离子 电池隔膜		年产 9000 万 m ² 锂电池隔膜生产线	南洋公司（子公司） 南洋经中（孙公司）

资料来源：公司 2020 半年报，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	531.01	675.36	910.07	975.86	1,129.77
应收票据及应收账款	1,909.05	1,639.49	1,900.14	2,276.28	2,565.25
预付账款	71.73	57.09	76.67	95.69	118.03
存货	501.93	554.95	708.36	825.86	1,191.28
其他	250.42	823.15	713.11	783.21	828.03
流动资产合计	3,264.13	3,750.04	4,308.34	4,956.90	5,832.37
长期股权投资	11.93	10.72	10.72	10.72	10.72
固定资产	1,881.44	1,941.19	1,949.72	1,949.45	1,933.84
在建工程	500.96	237.17	178.30	154.98	137.99
无形资产	1,445.38	1,402.48	1,311.17	1,219.86	1,128.54
其他	834.16	811.56	815.93	812.62	818.31
非流动资产合计	4,673.87	4,403.12	4,265.84	4,147.63	4,029.41
资产总计	7,938.01	8,153.16	8,574.19	9,104.53	9,861.78
短期借款	472.19	424.00	398.00	362.00	337.00
应付票据及应付账款	807.11	841.00	897.91	939.36	1,029.75
其他	149.95	191.44	214.73	226.57	258.96
流动负债合计	1,429.26	1,456.44	1,510.64	1,527.93	1,625.71
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	140.37	127.30	139.61	135.76	134.22
非流动负债合计	140.37	127.30	139.61	135.76	134.22
负债合计	1,569.63	1,583.74	1,650.25	1,663.69	1,759.93
少数股东权益	149.79	141.79	175.42	227.86	294.98
股本	946.06	946.06	946.06	946.06	946.06
资本公积	4,776.67	4,776.67	4,776.67	4,776.67	4,776.67
留存收益	5,260.36	5,463.26	5,802.45	6,266.92	6,860.80
其他	(4,764.51)	(4,758.35)	(4,776.67)	(4,776.67)	(4,776.67)
股东权益合计	6,368.38	6,569.43	6,923.93	7,440.84	8,101.84
负债和股东权益总计	7,938.01	8,153.16	8,574.19	9,104.53	9,861.78

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	263.67	255.93	386.77	530.21	678.72
折旧摊销	264.08	236.70	243.65	255.91	267.91
财务费用	22.45	26.37	15.43	13.66	12.03
投资损失	(9.16)	(1.87)	(4.29)	(23.00)	(13.00)
营运资金变动	(328.48)	(782.38)	(235.45)	(530.02)	(606.00)
其它	(253.28)	586.85	33.63	52.44	67.13
经营活动现金流	(40.72)	321.60	439.74	299.20	406.78
资本支出	21.47	(42.91)	89.69	144.85	145.54
长期投资	(5.48)	(1.21)	0.00	0.00	0.00
其他	222.38	(16.50)	(187.39)	(262.85)	(276.54)
投资活动现金流	238.37	(60.62)	(97.71)	(118.00)	(131.00)
债权融资	472.19	424.00	398.00	362.00	337.00
股权融资	(17.28)	(8.79)	(33.59)	(13.49)	(11.86)
其他	(484.64)	(537.49)	(471.74)	(463.91)	(447.01)
筹资活动现金流	(29.73)	(122.28)	(107.33)	(115.41)	(121.87)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	167.92	138.70	234.71	65.80	153.91

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,718.85	3,100.50	3,747.84	4,850.04	6,224.83
营业成本	1,966.54	2,254.87	2,675.24	3,409.36	4,322.44
营业税金及附加	22.34	20.64	25.86	35.20	46.06
营业费用	57.31	74.11	96.69	130.47	173.05
管理费用	202.22	219.00	267.60	366.66	491.14
研发费用	139.70	142.43	183.64	252.20	342.37
财务费用	37.66	15.12	15.43	13.66	12.03
资产减值损失	34.44	82.42	11.00	12.00	15.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.16	1.87	4.29	23.00	13.00
其他	(63.38)	2.70	(8.58)	(46.00)	(26.00)
营业利润	312.87	287.32	476.66	653.48	835.75
营业外收入	0.38	1.68	1.70	1.80	2.10
营业外支出	11.98	4.79	6.00	5.00	4.50
利润总额	301.27	284.20	472.36	650.28	833.35
所得税	37.60	28.27	51.96	67.63	87.50
净利润	263.67	255.93	420.40	582.65	745.84
少数股东损益	21.87	24.05	33.63	52.44	67.13
归属于母公司净利润	241.80	231.88	386.77	530.21	678.72
每股收益(元)	0.26	0.25	0.41	0.56	0.72

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	87.93%	14.04%	20.88%	29.41%	28.35%
营业利润	44.18%	-8.17%	65.90%	37.10%	27.89%
归属于母公司净利润	29.51%	-4.10%	66.80%	37.09%	28.01%
获利能力					
毛利率	27.67%	27.27%	28.62%	29.70%	30.56%
净利率	8.89%	7.48%	10.32%	10.93%	10.90%
ROE	3.89%	3.61%	5.73%	7.35%	8.69%
ROIC	5.03%	4.44%	7.16%	9.63%	11.45%
偿债能力					
资产负债率	19.77%	19.42%	19.25%	18.27%	17.85%
净负债率	-0.92%	-3.83%	-7.40%	-8.25%	-9.79%
流动比率	2.28	2.57	2.85	3.24	3.59
速动比率	1.93	2.19	2.38	2.70	2.85
营运能力					
应收账款周转率	1.66	1.75	2.12	2.32	2.57
存货周转率	5.76	5.87	5.93	6.32	6.17
总资产周转率	0.35	0.39	0.45	0.55	0.66
每股指标(元)					
每股收益	0.26	0.25	0.41	0.56	0.72
每股经营现金流	-0.04	0.34	0.46	0.32	0.43
每股净资产	6.57	6.79	7.13	7.62	8.25
估值比率					
市盈率	95.62	99.71	59.78	43.61	34.07
市净率	3.72	3.60	3.43	3.21	2.96
EV/EBITDA	16.21	14.85	30.69	24.42	20.10
EV/EBIT	25.76	22.59	45.89	33.78	26.45

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com