

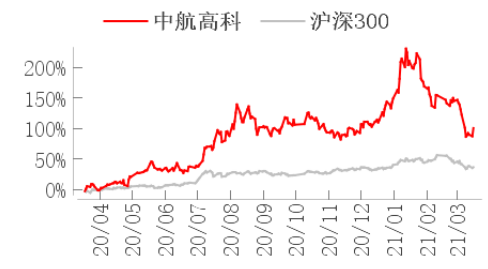
利润率稳步提升，21 年延续高增长目标



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月16日)	24.25 元
目标价格	25.85 元
52 周最高价/最低价	41.9/11.73 元
总股本/流通 A 股(万股)	139,305/139,305
A 股市值(百万元)	33,781
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2021 年 03 月 17 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	6.22	-21.09	-4.42	100.78
相对表现	5.8	-14.47	-13.23	76
沪深 300	0.42	-6.62	8.81	24.78



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师	王天一 021-63325888*6126 wangtiany1@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860510120021
证券分析师	罗楠 021-63325888*4036 luonan@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860518100001
证券分析师	冯函 021-63325888*2900 fenghan@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860520070002
联系人	丁昊 dinghao@orientsec.com.cn

相关报告

航空预浸料龙头主业增长强劲, 关注改革动向及复材业务内生外延空间 2020-06-23

事件: 公司 20 年实现营收 29.12 亿元(+17.71%), 归母净利 4.31 亿元(-21.88%)。

核心观点

- **超额 29% 完成 20 年度利润总额目标, 21 年延续高增长目标。** 公司 20 年全年利润总额目标 4 亿元, 实际完成率 129%, 超额完成主要得益于复材业务利润率的提升以及机床业务的减亏, 各板块业务 20 年营收和利润表现可参考表 1。其中公司复材业务已连续 4 年完成利润总额目标, 且近三年完成率均达到 112%。在 20 年报中公司同样给出了 21 年经营计划: 营收目标 38 亿, 同比去年经营计划增长 31%, 利润总额目标 7.3 亿元, 同比去年经营计划增长 83%。航空新材料板块经营目标和完成情况统计可参考表 2。
- **复材需求延续高景气态势, 毛利率持续提升。** 复材公司毛利率持续提升, 从 13 年的 18.2% 稳步增长至 20 年的 31.9% (未剔除百慕和京航), 对应净利率从 4.3% 提升至 18.6%。我们认为利润率的持续提升主要得益于: 1) 复材业务规模效应的释放, 前期筹建的顺义航空产业园一期(投资额 8.9 亿)于 2019 年正式投产, 二期(投资额 2.7 亿)也已转固 2.6 亿; 2) 公司持续优化供应链和生产交付管理, 深化 ERP 应用, 产品交付合格率进一步提高。
- **民用飞机进一步打开市场空间, 确定性享受国产型号交付上量。** 2020 年复材公司在国产民机领域取得较多重大进展: 1) 两种 C919 国产预浸料在新生产线验证中通过中国商飞 PCD 预批准, 开展 C919 升降舵工艺验证试验, 参与 C919 第三战线复合材料尾翼优化项目; 2) 与航空工业通飞签订 AG600 复合材料结构框架合作协议, 舵面结构研制工作已启动; 3) 完成 CR929 项目 4 米级坠撞壁板交付, 通过了中国商飞特种工艺能力鉴定和供应商综合能力评估。同时, 复材公司拥有国内最先进的大型自动铺带、铺丝机以及 9 台先进大尺寸热压罐设备, 为国产民机复材件的交付提供了坚实的保障能力。

财务预测与投资建议

- 得益于主业聚焦和资金利用效率提升, 20 年公司的费用控制取得较大进步, 销售、管理、财务费用分别同比下降 1.10、1.96、0.21pct。同时, 报告期未预收款+合同负债 1.59 亿元, 同比增长 103%, 说明订单储备丰富。预期随着相应型号产品的持续交付上量, 公司产能利用率和费用控制将进一步得到优化, 促使利润端获得更优于营收端的表现。因此我们调整公司 21、22 年每股收益为 0.55、0.77 (原为 0.45、0.61), 增加 23 年每股收益为 1.05, 参考可比公司 21 年平均估值 47 倍, 给予目标价 25.85 元, 维持买入评级。

风险提示: 型号交付进度低于预期; 新品定价低于预期风险

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,473	2,912	3,816	4,939	6,367
同比增长(%)	-6.8%	17.7%	31.0%	29.4%	28.9%
营业利润(百万元)	664	510	892	1,255	1,715
同比增长(%)	38.9%	-23.2%	74.9%	40.6%	36.7%
归属母公司净利润(百万元)	552	431	764	1,070	1,461
同比增长(%)	81.4%	-21.9%	77.3%	40.1%	36.5%
每股收益(元)	0.40	0.31	0.55	0.77	1.05
毛利率(%)	32.8%	30.0%	31.8%	33.1%	33.6%
净利率(%)	22.3%	14.8%	20.0%	21.7%	22.9%
净资产收益率(%)	13.8%	10.1%	16.4%	19.9%	22.6%
市盈率	61.2	78.4	44.2	31.6	23.1
市净率	8.1	7.7	6.9	5.8	4.7

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：主要子公司 2020 年经营情况（亿元）

	持股比例	营业收入	增速	利润总额	增速	净利润	增速
复材公司	100%	26.70	37.21%	5.84	69.07%	4.97	66.92%
优材百慕	82%	0.55	8.86%	0.02	-55.80%	0.02	-52.83%
京航生物	90%	0.22	-51.85%	-0.09	减亏 0.08	-0.12	
机床装备	100%	1.27	15.24%	-0.37	减亏 0.20	-0.37	

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：航空新材料板块历年经营计划及完成率情况（亿元）

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
营业收入目标	13.92	14.90 (+10%)	18.94 (+27%)	28.06 (+48%)	36.46 (+30%)
完成率	100%	106%	108%	98%	
利润总额目标	2	2.20 (+10%)	2.99 (+36%)	5.14 (+72%)	8.58 (+67%)
完成率	103%	112%	112%	112%	
板块净利润	1.76	2.1	2.86	4.87	

数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

得益于主业聚焦和资金利用效率提升，20 年公司的费用控制取得较大进步，销售、管理、财务费用分别同比下降 1.10、1.96、0.21pct，因此我们降低了费用率水平。此外，根据 20 年报数据和 21 年经营计划，公司复材业务规模效应较强，我们提高了公司复材业务的毛利率。综合以上因素，我们调整公司 21、22 年每股收益为 0.55、0.77（原为 0.45、0.61）。

核心假设及盈利预测变动分析表 人民币百万元（标注除外）

	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
分产品盈利预测						
材料						
销售收入	3,717	4,814		3,608	4,723	6,143
变动幅度				-2.9%	-1.9%	
毛利率	32%	32%		33%	34%	34%
变动幅度				2.2%	5.6%	
机床与其他						
销售收入	146	146		121	121	121
变动幅度				-17.4%	-17.4%	
毛利率	0%	2%		1%	2%	2%
变动幅度				100.0%	0.0%	
航空器材						

销售收入	58	67		60	66	73
变动幅度				3.6%	-0.8%	
毛利率	35%	40%		30%	30%	30%
变动幅度				-14.3%	-25.0%	
人工关节						
销售收入	57	63		27	29	31
变动幅度				-52.4%	-54.2%	
毛利率	37%	37%		35%	35%	36%
变动幅度				-5.4%	-5.4%	
销售收入合计	3,978	5,090		3,816	4,939	6,367
变动幅度				-4.1%	-3.0%	
综合毛利率	31%	31%		32%	33%	34%
变动幅度				2.6%	5.4%	

主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,978	5,090		3,816	4,939	6,367
变动幅度				-4.1%	-3.0%	
营业利润	728	996		892	1,255	1,715
变动幅度				22.5%	26.0%	
归属母公司净利润	620	847		764	1,070	1,461
变动幅度				23.2%	26.3%	
每股收益（元）	0.45	0.61		0.55	0.77	1.05
变动幅度				22.2%	26.2%	
毛利率(%)	31%	31%		32%	33%	34%
变动幅度				3.9%	5.4%	
净利率(%)	16%	17%		20%	22%	23%
变动幅度				28.5%	30.2%	

表 3：中航高科可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)			市盈率		
			2021/3/16	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E
光威复材	300699	66.48	1.25	1.62	2.08	53.38	41.05	32.03
中简科技	300777	41.82	0.57	0.90	1.43	73.69	46.47	29.35
中航沈飞	600760	60.46	1.06	1.26	1.57	57.28	48.03	38.47
中航西飞	000768	25.31	0.26	0.30	0.33	97.31	83.42	76.17
	调整后平均					65.49	47.25	35.25

注：“调整后”为去掉最高、最低估值后的平均估值水平

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,918	1,653	1,682	2,113	2,791	营业收入	2,473	2,912	3,816	4,939	6,367
应收票据及应收账款	839	1,138	1,491	1,930	2,488	营业成本	1,662	2,037	2,602	3,306	4,226
预付账款	60	99	130	168	217	营业税金及附加	16	22	29	38	49
存货	1,489	1,460	1,864	2,368	3,028	营业费用	58	36	43	52	55
其他	32	43	44	46	49	管理费用及研发费用	376	361	395	432	473
流动资产合计	4,338	4,393	5,211	6,626	8,573	财务费用	0	(6)	10	11	5
长期股权投资	111	108	108	108	108	资产、信用减值损失	(11)	21	9	18	24
固定资产	1,215	1,126	1,136	1,110	1,064	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	58	125	78	52	36	投资净收益	249	7	96	96	96
无形资产	462	467	449	431	413	其他	44	63	69	76	84
其他	356	307	290	290	290	营业利润	664	510	892	1,255	1,715
非流动资产合计	2,202	2,132	2,061	1,990	1,911	营业外收入	5	8	7	7	7
资产总计	6,541	6,526	7,271	8,616	10,484	营业外支出	2	2	3	3	3
短期借款	230	140	230	230	230	利润总额	667	516	897	1,259	1,720
应付票据及应付账款	1,397	1,193	1,524	1,936	2,475	所得税	103	87	134	189	258
其他	221	549	413	432	456	净利润	564	430	762	1,070	1,462
流动负债合计	1,848	1,882	2,167	2,598	3,160	少数股东损益	13	(1)	(2)	(0)	1
长期借款	260	20	20	20	20	归属于母公司净利润	552	431	764	1,070	1,461
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.40	0.31	0.55	0.77	1.05
其他	245	223	153	153	153						
非流动负债合计	505	243	173	173	173	主要财务比率					
负债合计	2,353	2,125	2,340	2,771	3,333		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	7	23	21	21	22	成长能力					
股本	1,680	1,680	1,680	1,680	1,680	营业收入	-6.8%	17.7%	31.0%	29.4%	28.9%
资本公积	1,449	1,449	1,449	1,449	1,449	营业利润	38.9%	-23.2%	74.9%	40.6%	36.7%
留存收益	1,078	1,286	1,781	2,695	3,999	归属于母公司净利润	81.4%	-21.9%	77.3%	40.1%	36.5%
其他	(26)	(37)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,188	4,401	4,931	5,845	7,150	毛利率	32.8%	30.0%	31.8%	33.1%	33.6%
负债和股东权益总计	6,541	6,526	7,271	8,616	10,484	净利率	22.3%	14.8%	20.0%	21.7%	22.9%
						ROE	13.8%	10.1%	16.4%	19.9%	22.6%
						ROIC	12.3%	8.8%	15.0%	18.3%	20.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	36.0%	32.6%	32.2%	32.2%	31.8%
净利润	564	430	762	1,070	1,462	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	105	129	96	101	104	流动比率	2.35	2.33	2.40	2.55	2.71
财务费用	0	(6)	10	11	5	速动比率	1.49	1.53	1.51	1.61	1.72
投资损失	(249)	(7)	(96)	(96)	(96)	营运能力					
营运资金变动	627	(371)	(610)	(571)	(730)	应收账款周转率	3.2	4.0	4.2	4.1	4.1
其它	(101)	(20)	41	18	24	存货周转率	0.7	1.3	1.5	1.5	1.5
经营活动现金流	947	156	203	533	768	总资产周转率	0.3	0.4	0.6	0.6	0.7
资本支出	(72)	(97)	(36)	(30)	(25)	每股指标(元)					
长期投资	267	7	0	0	0	每股收益	0.40	0.31	0.55	0.77	1.05
其他	(214)	(908)	105	96	96	每股经营现金流	0.56	0.09	0.12	0.32	0.46
投资活动现金流	(19)	(998)	70	66	71	每股净资产	3.00	3.14	3.52	4.18	5.12
债权融资	(34)	8	(55)	0	0	估值比率					
股权融资	4	0	0	0	0	市盈率	61.2	78.4	44.2	31.6	23.1
其他	92	(341)	(189)	(167)	(162)	市净率	8.1	7.7	6.9	5.8	4.7
筹资活动现金流	63	(333)	(244)	(167)	(162)	EV/EBITDA	42.0	51.0	32.4	23.7	17.7
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	48.6	64.1	35.8	25.5	18.8
现金净增加额	991	(1,175)	28	432	678						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn