

# 中航高科 (600862)

证券研究报告

2021年03月17日

## 航空复材业绩提升显著，军民机需求提升推动公司长期发展

**事件：**公司发布 2020 年年报，实现营业收入 29.12 亿元，同比增加 17.72%；实现归母净利润 4.31 亿元，同比下降 21.88%

● **业绩下滑符合预期，核心主业显著增长**

2020 年全年，公司实现营业收入 29.12 亿元，同比增加 17.72%；实现归母净利润 4.31 亿元，同比下降 21.88%。**剔除房地产业务影响，营业收入同口径增长 34.24%；归母净利润同口径增长 107.31%**。单季度来看，Q4 实现营收为 5.75 亿元，同比增长 72.67%；归母净利润为 3018.96 万元，同比下降 85.85%，业绩下降的主要原因是公司剥离房地产业务，对于业绩影响较大。报告期内，期间费用率为 13.46%，较去年同期下降 4.11pct。利润率方面，公司毛利率为 30.03%，较去年同期下降 2.77pct；ROE 为 10.07%，同比下降 3.76pct。资产负债表中，预付账款较上年期末增长 66.07%，合同负债同比增长 325.95%，表明下游需求提升导致公司积极备货。**我们认为公司 2020 年业绩下滑符合预期，核心主业航空新材料业务保持快速增长。**

● **超额完成经营计划，2021 年预计利润总额 7.30 亿元**

2020 年，营业收入和利润总额的经营目标完成率分别为 100.4%和 129.12%，全面完成年度主要经营目标。2021 年，公司全年经营目标为：营业收入 38.00 亿元，利润总额 7.30 亿元，**较 20 年经营数据分别同比增长 30.5%和 41.3%**。其中，航空新材料业务计划实现营业收入 36.46 亿元、利润总额 8.58 亿元，**较 20 年实际经营数据分别提升 36.55%和 46.92%**。

● **航空预浸料龙头，卡位优势显著**

公司于 2019 年底彻底置出房地产业务，复材业务成为绝对核心主业。背靠航空工业及航材院、航空制造研究院，公司在技术支持和销售渠道领域优势显著。另外，公司是我国最早参与航空预浸料的企业，经过多年的经验积累，目前已建立完整的树脂体系。从产业链角度看，公司卡位预浸料中间环节，在我国航空预浸料领域占据主导地位。

● **军民机预浸料需求提升，看好复材业务持续高增长**

报告期内，航空复材业务实现营收 26.70 亿元，同比增长 37.21%；净利润为 4.97 亿元，同比增长 66.92%，我们认为主要原因是复合材料业务收入增长和产品结构变化导致整体毛利率提升。目前，我国新型军机碳纤维复材用量占比不断提升，随着新机型批产进度持续推进，碳纤维复材需求大幅增长，预计“十四五”期间我国军机碳纤维复材需求量将达到 11090 吨，年均需求为 2218 吨。公司民机产品已参与 C919 验证并获得 CR929 前机身工作包 RFP，报告期内完成 CR929、C919 项目中多个产品交付、工艺验证试验以及产线验证。我们预计未来 20 年我国国产大飞机碳纤维复材需求量达到 48290 吨，年均需求为 2415 吨。**我们认为随着我国军民机复材需求持续提升，公司航空复材业务将持续高增长。**

**盈利预测与评级：**综上所述我们认为，公司作为航空预浸料龙头企业卡位优势明显，军民机需求显著提升，航空复材业务保持高速增长，我们看好公司未来长期发展。在此假设下，根据年报披露的经营计划（往年业绩与经营计划基本相符），2021-23 年归母净利润由 7.00/9.74 亿元（此前仅预测至 2022 年）略微下调至 6.68/9.08/11.80 亿元，对应 EPS 为 0.48/0.65/0.85 元，对应 PE 为 52.45/38.55/29.67x，维持“买入”评级。

**风险提示：**1. 新型军机批产进度不及预期；2. 民机项目进展不及预期；3. 军品价格受国家管控存在下降风险；4. 机床装备、骨科植入业务市场竞争激烈存在持续亏损风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,473.40	2,911.74	3,885.48	5,085.14	6,421.82
增长率(%)	(6.76)	17.72	33.44	30.88	26.29
EBITDA(百万元)	963.28	686.95	905.24	1,163.82	1,504.31
净利润(百万元)	551.58	430.90	667.65	908.36	1,180.37
增长率(%)	81.41	(21.88)	54.95	36.05	29.95
EPS(元/股)	0.40	0.31	0.48	0.65	0.85
市盈率(P/E)	63.49	81.28	52.45	38.55	29.67
市净率(P/B)	8.38	8.00	7.62	6.62	5.60
市销率(P/S)	14.16	12.03	9.01	6.89	5.45
EV/EBITDA	17.44	71.46	37.05	27.75	22.37

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	25.14 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,393.05
流通 A 股股本(百万股)	1,393.05
A 股总市值(百万元)	35,021.25
流通 A 股市值(百万元)	35,021.25
每股净资产(元)	3.14
资产负债率(%)	32.56
一年内最高/最低(元)	41.90/11.44

### 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	

### 股价走势

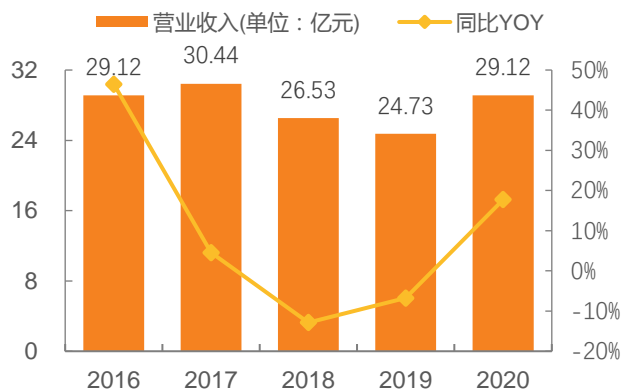


资料来源：贝格数据

### 相关报告

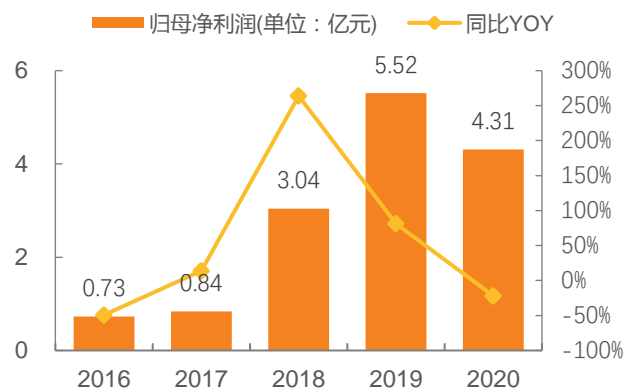
- 1 《中航高科-季报点评:20Q4 新材料业务有望实现 102%高增长，行业高景气度持续兑现》 2020-10-26
- 2 《中航高科-季报点评:航空复材预浸料核心企业，Q1 归母大增 62.7%，新材料全年目标+48%》 2020-04-28
- 3 《中航高科-年报点评报告:2020 年航空新材料利润预计提升 53.43%，龙头启航》 2020-03-20

图 1：2016A-2020 公司营业收入及增速



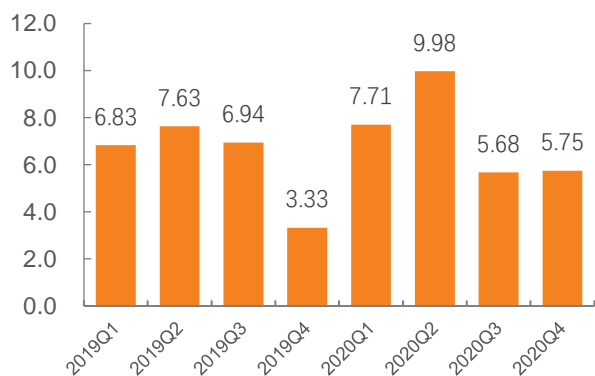
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2016A-2020 公司归母净利润及增速



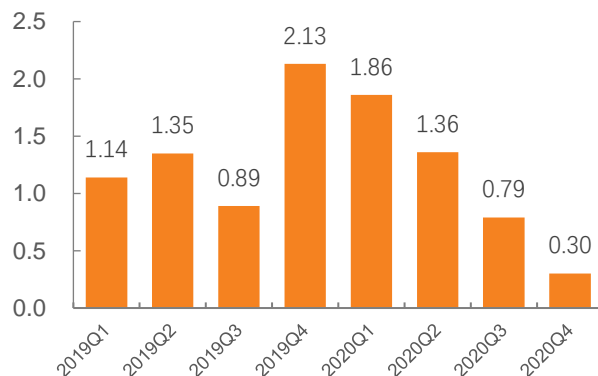
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2019Q1-2020Q4 公司单季度营收情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2019Q1-2020Q4 公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,918.04	1,653.30	1,434.68	2,720.20	1,413.90
应收票据及应收账款	665.55	1,137.96	1,344.44	1,763.15	2,250.49
预付账款	59.63	99.03	132.61	147.09	215.03
存货	1,489.20	1,459.68	3,699.53	1,807.84	5,807.83
其他	205.59	43.36	153.18	137.79	144.80
<b>流动资产合计</b>	<b>4,338.01</b>	<b>4,393.32</b>	<b>6,764.43</b>	<b>6,576.06</b>	<b>9,832.05</b>
长期股权投资	110.82	108.19	108.19	108.19	108.19
固定资产	1,215.31	1,126.37	1,135.83	1,143.91	1,138.15
在建工程	57.94	124.81	110.89	114.53	98.72
无形资产	510.54	524.26	507.57	490.87	474.18
其他	307.89	248.56	301.39	279.18	269.96
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,202.50</b>	<b>2,132.19</b>	<b>2,163.86</b>	<b>2,136.68</b>	<b>2,089.20</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,540.51</b>	<b>6,525.51</b>	<b>9,028.30</b>	<b>8,882.75</b>	<b>12,141.25</b>
短期借款	230.00	140.00	100.00	70.00	50.00
应付票据及应付账款	1,397.19	1,192.91	2,899.31	2,608.06	4,141.56
其他	220.51	548.63	1,114.08	587.08	1,331.30
<b>流动负债合计</b>	<b>1,847.70</b>	<b>1,881.54</b>	<b>4,113.39</b>	<b>3,265.14</b>	<b>5,522.86</b>
长期借款	260.00	20.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	244.90	223.31	258.25	242.15	241.24
<b>非流动负债合计</b>	<b>504.90</b>	<b>243.31</b>	<b>258.25</b>	<b>242.15</b>	<b>241.24</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,352.60</b>	<b>2,124.85</b>	<b>4,371.64</b>	<b>3,507.29</b>	<b>5,764.09</b>
少数股东权益	6.95	22.91	63.04	87.48	120.60
股本	1,680.19	1,680.19	1,393.05	1,393.05	1,393.05
资本公积	1,449.13	1,449.49	1,449.49	1,449.49	1,449.49
留存收益	2,526.64	2,735.01	3,200.57	3,894.93	4,863.52
其他	(1,475.01)	(1,486.93)	(1,449.49)	(1,449.49)	(1,449.49)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,187.90</b>	<b>4,400.66</b>	<b>4,656.66</b>	<b>5,375.45</b>	<b>6,377.16</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,540.51</b>	<b>6,525.51</b>	<b>9,028.30</b>	<b>8,882.75</b>	<b>12,141.25</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	564.46	429.85	667.65	908.36	1,180.37
折旧摊销	248.73	137.22	81.15	84.97	88.26
财务费用	11.89	17.50	(18.01)	(29.07)	(30.24)
投资损失	(249.30)	(7.49)	(90.76)	(115.85)	(71.36)
营运资金变动	7.37	(71.11)	(189.64)	637.52	(2,308.82)
其它	363.69	(350.29)	42.24	24.85	33.87
<b>经营活动现金流</b>	<b>946.84</b>	<b>155.68</b>	<b>492.64</b>	<b>1,510.79</b>	<b>(1,107.92)</b>
资本支出	275.21	144.63	25.06	96.09	50.92
长期投资	(40.63)	(2.63)	0.00	0.00	0.00
其他	(253.39)	(1,139.69)	5.70	(60.25)	(29.55)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(18.81)</b>	<b>(997.70)</b>	<b>30.76</b>	<b>35.85</b>	<b>21.36</b>
债权融资	505.70	395.27	189.14	183.37	195.93
股权融资	49.91	57.87	(168.45)	92.30	93.48
其他	(492.86)	(786.10)	(762.71)	(536.79)	(509.15)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>62.75</b>	<b>(332.95)</b>	<b>(742.01)</b>	<b>(261.12)</b>	<b>(219.74)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>990.78</b>	<b>(1,174.97)</b>	<b>(218.62)</b>	<b>1,285.52</b>	<b>(1,306.30)</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2,473.40</b>	<b>2,911.74</b>	<b>3,885.48</b>	<b>5,085.14</b>	<b>6,421.82</b>
营业成本	1,662.15	2,037.43	2,534.12	3,304.42	4,113.73
营业税金及附加	16.28	22.19	27.60	36.12	46.72
营业费用	58.14	36.36	66.05	89.82	96.33
管理费用	278.38	270.69	388.55	517.86	622.92
研发费用	97.67	90.64	122.05	172.94	192.65
财务费用	0.22	(5.85)	(18.01)	(29.07)	(30.24)
资产减值损失	(10.49)	(0.38)	13.79	0.97	4.80
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	249.30	7.49	90.76	115.85	71.36
其他	(542.70)	(57.12)	(181.52)	(231.69)	(142.73)
<b>营业利润</b>	<b>664.45</b>	<b>510.30</b>	<b>842.09</b>	<b>1,107.91</b>	<b>1,446.29</b>
营业外收入	4.93	8.49	6.58	6.67	7.25
营业外支出	1.90	2.32	2.51	2.24	2.36
<b>利润总额</b>	<b>667.48</b>	<b>516.48</b>	<b>846.16</b>	<b>1,112.34</b>	<b>1,451.18</b>
所得税	103.02	86.63	136.27	179.13	236.93
<b>净利润</b>	<b>564.46</b>	<b>429.85</b>	<b>709.89</b>	<b>933.21</b>	<b>1,214.25</b>
少数股东损益	12.87	(1.05)	42.24	24.85	33.87
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>551.58</b>	<b>430.90</b>	<b>667.65</b>	<b>908.36</b>	<b>1,180.37</b>
每股收益(元)	0.40	0.31	0.48	0.65	0.85

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-6.76%	17.72%	33.44%	30.88%	26.29%
营业利润	38.95%	-23.20%	65.02%	31.57%	30.54%
归属于母公司净利润	81.41%	-21.88%	54.95%	36.05%	29.95%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.80%	30.03%	34.78%	35.02%	35.94%
净利率	22.30%	14.80%	17.18%	17.86%	18.38%
ROE	13.19%	9.84%	14.53%	17.18%	18.87%
ROIC	19.28%	17.01%	23.89%	29.11%	46.29%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	35.97%	32.56%	48.42%	39.48%	47.48%
净负债率	-33.72%	-28.59%	-26.75%	-47.19%	-19.10%
流动比率	2.35	2.33	1.67	2.07	1.82
速动比率	1.54	1.56	0.77	1.51	0.77
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.74	3.23	3.13	3.27	3.20
存货周转率	1.13	1.97	1.51	1.85	1.69
总资产周转率	0.35	0.45	0.50	0.57	0.61
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.40	0.31	0.48	0.65	0.85
每股经营现金流	0.68	0.11	0.35	1.08	-0.80
每股净资产	3.00	3.14	3.30	3.80	4.49
<b>估值比率</b>					
市盈率	63.49	81.28	52.45	38.55	29.67
市净率	8.38	8.00	7.62	6.62	5.60
EV/EBITDA	17.44	71.46	37.05	27.75	22.37
EV/EBIT	23.39	88.78	40.70	29.93	23.77

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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