

公司研究

聚焦主业，复合材料业务持续高速增长

——中航高科（600862.SH）2020 年报点评

买入（维持）

当前价：25.14 元

作者

分析师：王锐

执业证书编号：S0930517050004

010-56513153

wangrui3@ebsecn.com

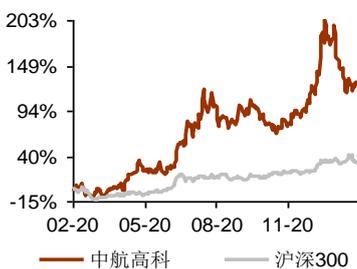
联系人：刘宇辰

liuyuchen0@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.93
总市值(亿元)	350.21
一年最低/最高(元)	11.44/42.18
近3月换手率	104.48%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.12	-4.29	75.38
绝对	-15.69	-2.63	112.89

资料来源：Wind

相关研报

确定性强赛道，航空航天应用前景广阔——军工新材料行业深度报告一：碳纤维复合材料（2020-11-06）

要点

事件：公司发布 2020 年年报。公司 20 年全年实现营业收入 29.12 亿元，同比增长 17.72%；实现归母净利润 4.31 亿元，同比减少 21.88%；实现归母扣非净利润 3.68 亿元，同比增长 46.61%。剔除 19 年房地产业务影响，公司 20 年营业收入同口径增长 34.24%；归属于上市公司股东的净利润同口径增长 107.31%。

点评：

下游需求旺盛，公司航空复合材料业务收入利润持续高速增长：国内多个系列新型军机在十三五阶段完成定型并相继开始量产，对于上游碳纤维等复合材料的需求激增。公司作为国内高性能预浸料最为主要的供应商，开展航空复合材料业务的子公司航空工业复材全年实现营业收入 26.70 亿元，同比增长 37.21%；实现利润总额 5.84 亿元，同比增长 69.07%；实现净利润 4.97 亿元，同比增长 66.92%。从近 3 年利润增长来看，2018 年至 2020 年归母净利润分别为 2.10 亿元、2.87 亿元、4.87 亿元，19 年、20 年的同比增速分别为 36.63%和 69.95%。考虑当前国内先进军机数量与国际军事强国之间的差距，以及国家计划加强国防建设达到与经济发展水平相协调，我们认为公司航空复合材料业务收入利润的高速增长有望持续。

民机复合材料技术创新取得进展：2020 年，公司在民机复合材料领域，C919、CR929、AG600 等多个型号的项目上取得了进展和突破。2021 年 3 月，中国商飞已与中国东方航空签署了首批 5 架 C919 型客机的购机合同，首架飞机有望在 2021 年内交付，这一事件标志着 C919 型国产客机正式进入批产阶段。而目前该机型主体结构采用的复合材料仍未实现国内自主供应。未来，C919 等型号客机所采用材料若考虑国产化替代，有望为公司带来契机，使公司打开民机复合材料的广阔市场。

复合材料业务毛利率持续提升，公司期间费用比率实现优化：公司复合材料业务随着生产规模的扩大以及公司管理水平及生产效率的提升，毛利率水平逐步提升，从 2015 年的 24%提升至 2020 年的 32%。考虑公司正在继续扩大产能，且下游需求持续增加，我们认为公司复合材料业务的毛利率水平存在继续提升的空间。2020 年，公司销售、管理、财务等费用率全面下降，三项费用率相比 2019 年总计下降 3.1 个 PCT。

制定可行目标，脚踏实地完成：公司此前制定的 2020 年经营工作目标是：营业收入 29 亿元，利润总额 4 亿元。最终，营业收入的计划完成率达到 100.40%；利润总额的计划完成率达到 129.12%，全面完成年度主要经营目标。2018 年以来，公司复合材料业务利润总额连续 3 年均以 112%左右的完成率超额完成年度目标。公司 2021 年经营工作目标是：营业收入 38.00 亿元，利润总额 7.30 亿元。其中航空新材料业务力争实现营业收入 36.46 亿元，利润总额 8.58 亿元，相比 2020 年实际完成指标的增幅分别为 33%和 49%。基于公司复合材料业务下游的旺盛需求以及近年来持续超额完成目标的情况，我们判断，公司 21 年仍然有较大可能顺利完成经营目标。

盈利预测、估值与评级：虽然 2020 年公司民航刹车产品业务受到疫情影响需求降低，以及机床业务仍处转型阶段，公司业绩略低于我们此前的预测。而考虑防务新机型生产放量，C919 客机后续量产过程中的材料国产化替代、使用比例提升，有望为公司业绩的不断提升带来契机。我们维持公司 2021、2022 年 6.40、8.54 亿元的盈利预测，并预测 2023 年净利润达到 10.96 亿元，2021-2023 年 EPS 分别达到 0.46、0.61、0.79 元，当前股价对应 PE 分别为 55X、41X、32X。维持公司“买入”评级。

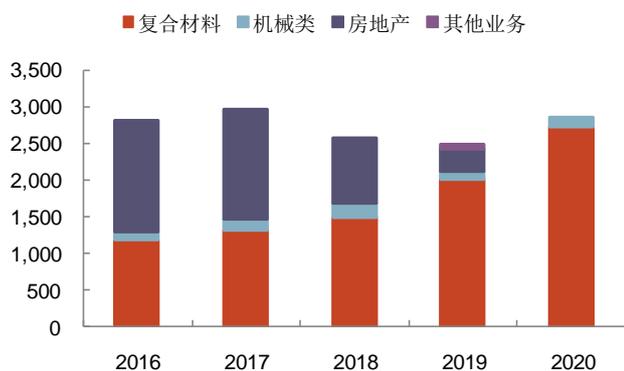
风险提示：国防事业及民用航空市场需求受国家政策及宏观经济波动影响的风险；市场竞争导致优势地位下降的风险；技术创新速度不及预期的风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,473	2,912	3,963	5,183	6,590
营业收入增长率	-6.76%	17.72%	36.11%	30.77%	27.15%
净利润 (百万元)	552	431	640	854	1,096
净利润增长率	81.41%	-21.88%	48.50%	33.49%	28.29%
EPS (元) (按最新股本计)	0.40	0.31	0.46	0.61	0.79
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.19%	9.84%	13.09%	15.39%	17.15%
P/E	63	81	55	41	32
P/B	8.4	8.0	7.2	6.3	5.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-17

图 1：地产业务剥离后，公司聚焦复合材料业务，且总收入在 20 年实现增长 (单位：百万元)



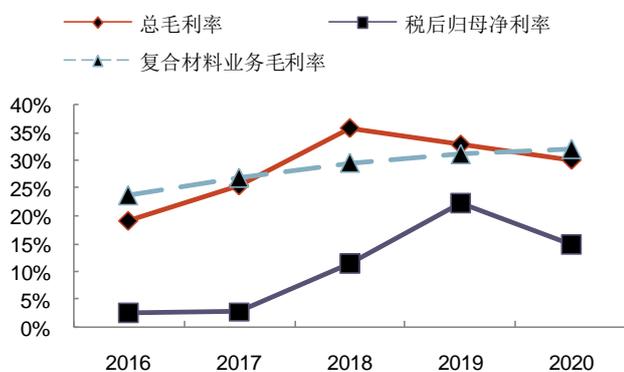
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：公司复合材料业务连续实现高速增长 (单位：百万元)



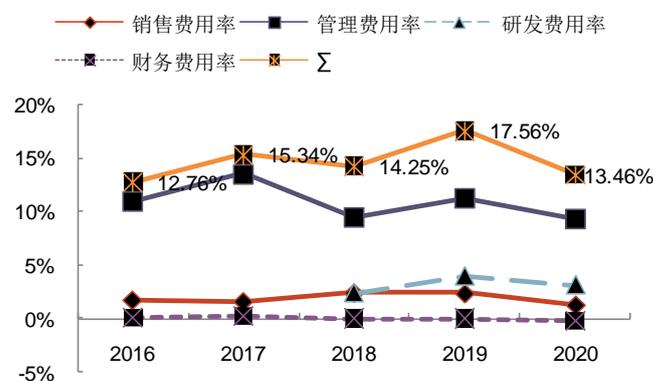
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：复合材料业务毛利率持续提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：2020 年公司期间费用率明显下降



资料来源：Wind，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,473	2,912	3,963	5,183	6,590
营业成本	1,662	2,037	2,755	3,589	4,550
折旧和摊销	245	134	156	163	171
税金及附加	16	22	26	34	43
销售费用	58	36	46	57	72
管理费用	278	271	337	430	547
研发费用	98	91	111	145	185
财务费用	0	-6	10	30	46
投资收益	249	7	7	7	7
营业利润	664	510	736	985	1,266
利润总额	667	516	742	992	1,273
所得税	103	87	104	139	178
净利润	564	430	638	853	1,094
少数股东损益	13	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	552	431	640	854	1,096
EPS(按最新股本计)	0.40	0.31	0.46	0.61	0.79

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	947	156	287	543	793
净利润	552	431	640	854	1,096
折旧摊销	245	134	156	163	171
净营运资金增加	-577	658	1,092	1,091	1,169
其他	727	-1,067	-1,602	-1,565	-1,642
投资活动产生现金流	-19	-998	-49	-129	-156
净资本支出	-174	-91	-57	-137	-163
长期投资变化	111	108	0	0	0
其他资产变化	45	-1,014	8	7	7
融资活动现金流	63	-333	300	182	21
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-96	-110	440	404	323
无息负债变化	-1,403	-117	392	518	619
净现金流	991	-1,175	538	596	658

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	32.8%	30.0%	30.5%	30.8%	31.0%
EBITDA 率	26.8%	22.5%	23.7%	23.5%	23.1%
EBIT 率	16.8%	17.8%	19.8%	20.4%	20.6%
税前净利润率	27.0%	17.7%	18.7%	19.1%	19.3%
归母净利润率	22.3%	14.8%	16.1%	16.5%	16.6%
ROA	8.6%	6.6%	8.1%	9.0%	9.7%
ROE (摊薄)	13.2%	9.8%	13.1%	15.4%	17.2%
经营性 ROIC	9.2%	9.7%	12.4%	14.0%	15.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	36%	33%	38%	41%	43%
流动比率	2.35	2.33	2.15	2.05	2.02
速动比率	1.54	1.56	1.43	1.35	1.32
归母权益/有息债务	8.27	11.08	5.85	4.48	4.09
有形资产/有息债务	11.85	15.09	8.84	7.25	6.90

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	6,541	6,526	7,867	9,450	11,230
货币资金	1,918	1,653	2,191	2,787	3,445
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	647	792	1,028	1,278	1,542
应收票据	19	346	471	616	784
其他应收款 (合计)	5	8	11	13	17
存货	1,489	1,460	1,965	2,539	3,187
其他流动资产	201	35	35	35	35
流动资产合计	4,338	4,393	5,834	7,443	9,231
其他权益工具	2	2	2	2	2
长期股权投资	111	108	108	108	108
固定资产	1,215	1,126	1,116	1,113	1,119
在建工程	58	125	110	102	100
无形资产	462	467	444	423	403
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	54	1	1	1	1
非流动资产合计	2,202	2,132	2,033	2,007	1,999
总负债	2,353	2,125	2,957	3,880	4,822
短期借款	230	140	580	985	1,308
应付账款	1,261	1,044	1,412	1,840	2,332
应付票据	136	148	201	261	332
预收账款	78	48	66	86	110
其他流动负债	2	14	14	14	14
流动负债合计	1,848	1,882	2,714	3,637	4,579
长期借款	260	20	20	20	20
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	200	153	153	153	153
非流动负债合计	505	243	243	243	243
股东权益	4,188	4,401	4,910	5,570	6,407
股本	1,680	1,680	1,680	1,680	1,680
公积金	1,710	1,910	1,974	2,059	2,169
未分配利润	816	825	1,272	1,848	2,577
归属母公司权益	4,181	4,378	4,888	5,550	6,389
少数股东权益	7	23	22	20	19

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.35%	1.25%	1.15%	1.10%	1.10%
管理费用率	11.26%	9.30%	8.50%	8.30%	8.30%
财务费用率	0.01%	-0.20%	0.26%	0.57%	0.70%
研发费用率	3.95%	3.11%	2.80%	2.80%	2.80%
所得税率	15%	17%	14%	14%	14%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.16	0.09	0.14	0.18	0.24
每股经营现金流	0.68	0.11	0.21	0.39	0.57
每股净资产	3.00	3.14	3.51	3.98	4.59
每股销售收入	1.78	2.09	2.85	3.72	4.73

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	63	81	55	41	32
PB	8.4	8.0	7.2	6.3	5.5
EV/EBITDA	63.5	64.9	45.6	35.5	28.5
股息率	0.6%	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：
A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------