

中航高科 (600862.SH)

航空复材业务增速显著，看好业绩持续增长

投资要点

- ◆ **公司发布 2020 年年报：**2020 年公司实现营业收入 29.12 亿元，同比增长 17.72%；实现扣非后归母净利润 3.68 亿元，同比增长 46.61%。公司 2020 年 EPS 为 0.31 元，每 10 股派送现金股利 0.93 元。
- ◆ **航空复合材料营收 26.70 亿元，增长 37.21%，增速进一步加快。**航空复材业务 2020 年营收 26.70 亿元，同比增长 37.21%，超过 2019 年的 31%；占 2020 年公司营业总收入比重为 91.69%，下游复合材料需求的上升是营收增长的主要动力。实现净利润 4.97 亿元，同比增长 66.92%，大幅超过 2019 年的 38%。
- ◆ **制动产品业务下半年开始复苏，骨科植入物与机床业务减亏。**制动产品业务 2020 年上半年受到了较为明显的疫情影响，下半年随着市场回暖，产销逐渐复苏。全年实现营收 0.55 亿元，同比增长 8.86%；实现净利润 218.91 万元，同比下降 52.83%。骨科植入物业务受疫情与市场萎缩影响，营收 0.22 亿元，同比下降 51.85%，同比减亏 811.21 万元；机床装备业务营收 1.27 亿元，同比增长 15.24%，同比减亏 1969.04 万元。
- ◆ **新材料业务利润率稳步上升，期间费用率降低。**公司各类新材料产品的整体毛利率水平维持稳步上升态势，2020 年达到 31.94%；航空复材业务净利率提升至 18.63%，或是受益于销售结构变动、规模扩大以及合格率提升。公司期间费用率受房地产业务剥离的影响，2020 年下降至 13.46%。根据公司的 ROE、ROIC 与存货周转率、应收账款周转率变动情况，以及公司当前业务经营情况，我们认为公司的经营效率处于稳定状态。
- ◆ **下游需求旺盛，复材产能提升，看好公司长期发展。**预期军民航空对复合材料的需求将维持旺盛态势。公司在南通的两大复合材料生产项目已分别完成验收与竣工，复材产能将有所提升；制动产品领域有数个型号的刹车盘副正在进行验证或已取得制造许可，预计公司新材料业务 2021-2023 年营收增长率分别为 39%、33%、31%，毛利率分别为 32.2%、32.5%、33%。
- ◆ **投资建议：首次给予公司“增持”评级。**预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.46、0.61、0.80 元，对应 PE 为 55 倍、41 倍、31 倍。公司是 A 股市场上航空复合材料领域的龙头公司，受益于中国军民用航空复材需求的持续提升，首次覆盖给予公司“增持”评级。

◆ **风险提示：**公司新产品研发不及预期；公司产能提升不及预期；疫情防控不及预期。

投资评级

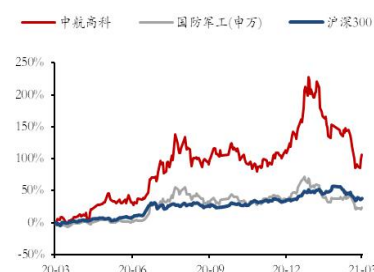
增持

首次评级

基本数据 (2021-03-17)

所属行业	国防军工 航空装备 III
股价(元)	25.14
总市值(百万元)	35,021.25
流通市值(百万元)	35,021.25
总股本(百万股)	1,393.05
流通股本(百万股)	1,393.05
12 个月价格区间(元)	11.44/41.90

股价表现



%	1M	3M	12M
相对收益	-8.03	-5.90	69.45
绝对收益	-18.32	-2.93	106.28

资料来源：Wind，万和证券研究所

作者

王轶铭 分析师
 SAC 执业证书：S0380521010003
 联系电话：0755-82830333 (108)
 邮箱：wangym@wanhesec.com

潘子栋 研究助理
 联系电话：0755-82830333 (118)
 邮箱：panzd@wanhesec.com

财务数据与估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,473	2,912	3,931	5,189	6,745
YoY(%)	-6.8	17.7	35.0	32.0	30.0
净利润(百万元)	552	431	642	852	1,120
YoY(%)	81.4	-21.9	49.1	32.7	31.4
毛利率(%)	32.8	30.0	31.0	31.5	32.0
EPS(摊薄/元)	0.40	0.31	0.46	0.61	0.80
ROE(%)	13.2	9.8	13.5	15.2	16.6
P/E(倍)	63.5	81.3	54.5	41.1	31.3
P/B(倍)	8.4	8.0	7.3	6.2	5.2
净利率(%)	22.3	14.8	16.3	16.4	16.6

资料来源：Wind，万和证券研究所



请阅读正文之后的信息披露和重要声明

正文目录

一、中航高科经营业绩不断向好.....	3
(一) 2020 年营收增长 17.72%，扣非后净利增长 46.61%.....	3
(二) 新材料业务毛利率提升，期间费用率下降.....	4
(三) 经营效率较为稳定.....	5
二、盈利预测.....	5
(一) 收入预测与假设.....	5
(二) 投资建议：首次给予公司“增持”评级.....	6
三、风险提示.....	6

图表目录

图 1 公司营业收入分析 (亿元)	3
图 2 公司扣非后归母净利润分析 (亿元)	3
图 3 公司业务分析：航空复材与制动产品 (亿元)	3
图 4 公司业务分析：骨科植入物与机床装备 (亿元)	3
图 5 公司 2016-2020 年销售毛利率与净利率 (%)	4
图 6 公司 2016-2020 年分行业毛利率 (%)	4
图 7 公司 2016-2020 年期间费用率 (%)	4
图 8 公司 2018-2020 年研发费用率 (%)	4
图 9 公司 2016-2020 年 ROE (%)	5
图 10 公司 2016-2020 年 ROIC (%)	5
图 11 公司 2016-2020 年存货周转率.....	5
图 12 公司 2016-2020 年应收账款周转率.....	5
表 1 公司 2021-2023 年主营业务收入预测与假设.....	6

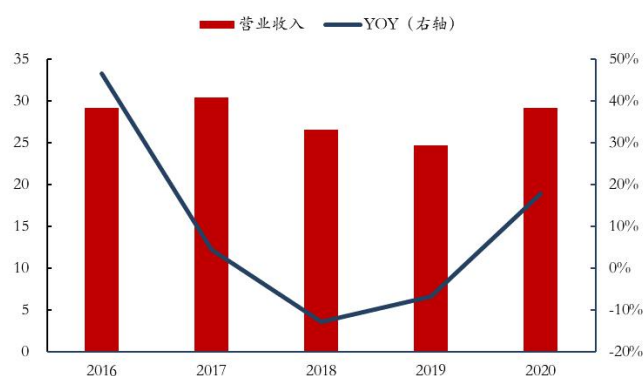
一、中航高科经营业绩不断向好

中航高科为中国航空工业集团下属企业，以航空新材料与高端装备研发制造为主要业务，依托股东单位优势资源与自身领先的技术实力，公司广泛参与国内军、民用航空与轨道交通等业务，是我国目前航空复合材料产业链中的关键企业。公司目前主要从事复合材料原材料与结构件、民航与轨道交通刹车制动产品、骨科植入物与数控机床四大业务，分别由子公司航空工业复材、优材百慕、京航生物、航智装备与南通机床负责。

（一）2020 年营收增长 17.72%，扣非后净利增长 46.61%

公司 2020 年年报显示：2020 年公司实现营业收入 29.12 亿元，同比增长 17.72%；实现归母净利润 4.31 亿元，同比下降 21.88%，主要是受 2019 年时公司剥离地产业务获得投资收益的影响；实现扣非后归母净利润 3.68 亿元，同比增长 46.61%。

图 1 公司营业收入分析（亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 2 公司扣非后归母净利润分析（亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

航空新材料业务增速显著，支撑公司营收净利增长。分业务板块来看，航空工业复材 2020 年产品交付量上升，按进度完成国家重点型号任务与产品生产，实现营收 26.70 亿元，同比增长 37.21%，超过上年同期的 31%；占 2020 年公司营业总收入比重为 91.69%，是公司整体业绩增长的主要动力。该板块实现净利润 4.97 亿元，同比增长 66.92%，大幅超过 2019 年的 38%；净利率为 18.63%，较 2019 年提升约 3.3 个百分点，我们认为可能是由于产品销售结构与生产规模的变动，叠加产品合格率提升带动了净利率的增长。

图 3 公司业务分析：航空复材与制动产品（亿元）

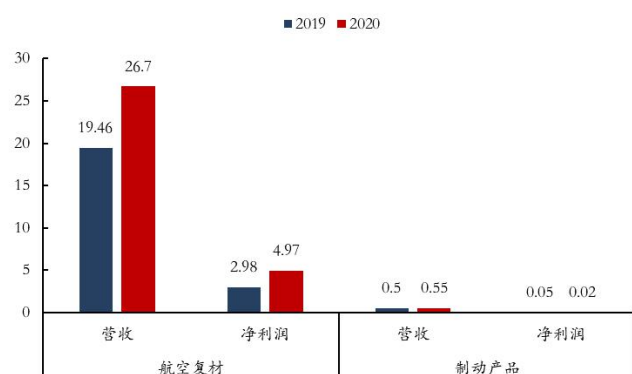
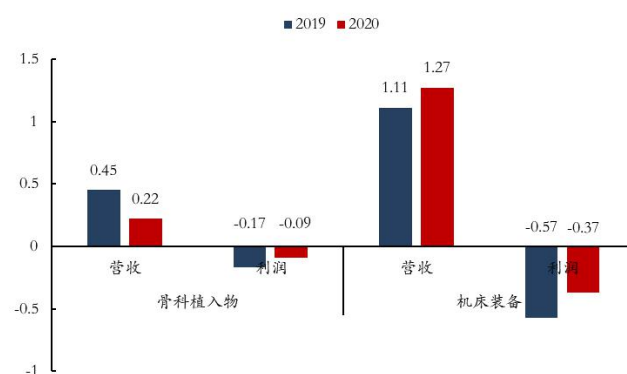


图 4 公司业务分析：骨科植入物与机床装备（亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

资料来源：Wind，万和证券研究所

制动产品业务下半年复苏，骨科植入物与机床业务减亏。从事制动产品业务的优材百慕 2020 上半年受到了较为明显的疫情影响，下半年随着市场回暖，产品产销得到不断加强。全年实现营收 0.55 亿元，同比增长 8.86%，优于 2019 年的 0.67%；实现净利润 218.91 万元，同比下降 52.83%。京航生物受疫情与市场萎缩影响，营收同比下降 51.85%，同比减亏 811.21 万元。机床装备业务随着销售市场拓展，营收同比增长 15.24%，同比减亏 1969.04 万元。

（二）新材料业务毛利率提升，期间费用率下降

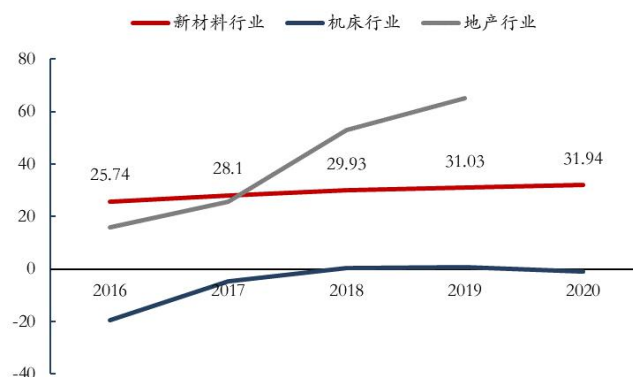
新材料业务毛利率稳步提升。2020 年公司销售毛利率为 30.03%，低于 2019 年的 32.80%；净利率为 14.76%，低于 2019 年的 22.82%。利润率下降的主要原因是公司于 2019 年剥离了高毛利率的房地产业务。公司目前航空复材、制动产品与骨科植入物组成的新材料板块的毛利率水平维持稳步上升态势，2020 年为 31.94%。

图 5 公司 2016-2020 年销售毛利率与净利率 (%)



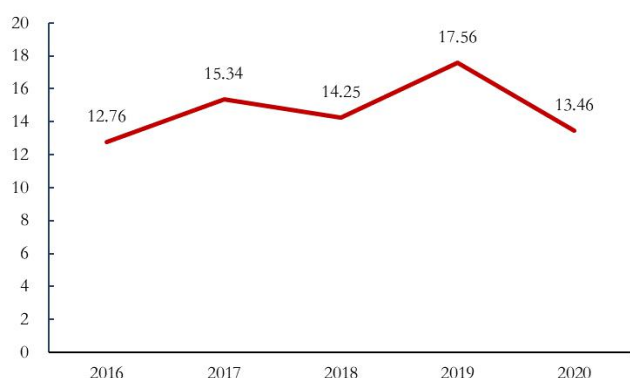
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 6 公司 2016-2020 年分行业毛利率 (%)



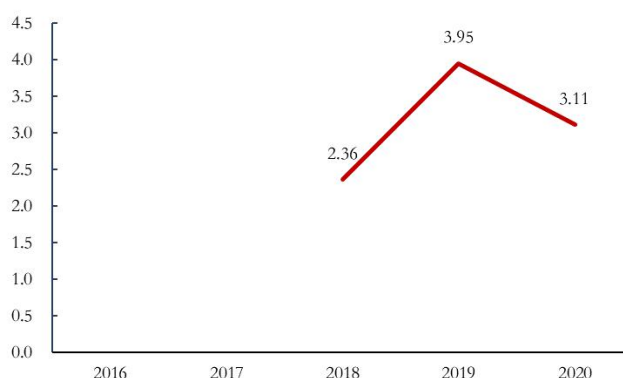
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 7 公司 2016-2020 年期间费用率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 8 公司 2018-2020 年研发费用率 (%)



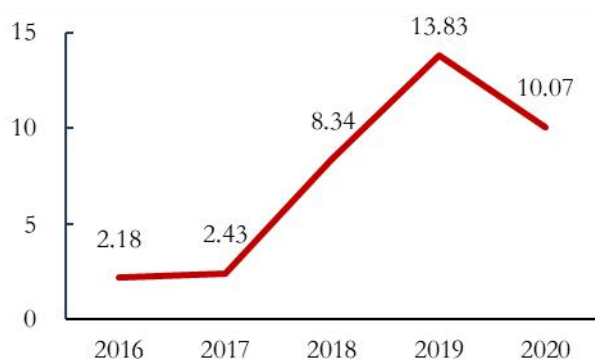
资料来源：Wind，万和证券研究所

期间费用率有较大降低。公司 2020 年销售费用率 1.25%，低于 2019 年的 2.35%，主要系公司骨科植入物业务代理服务费率下降与房地产业务剥离所致；管理费用变动较小，费用率下降至 12.41%；财务费用率-0.20%，低于 2019 年的 0.01%，主要为利息收入与支出的变动。2020 年研发费用 0.91 亿元，低于 2019 年的 0.98 亿元，研发费用率下降至 3.11%。公司 2020 年合计期间费用率 13.46%，较 2019 年有较大下降。

(三) 经营效率较为稳定

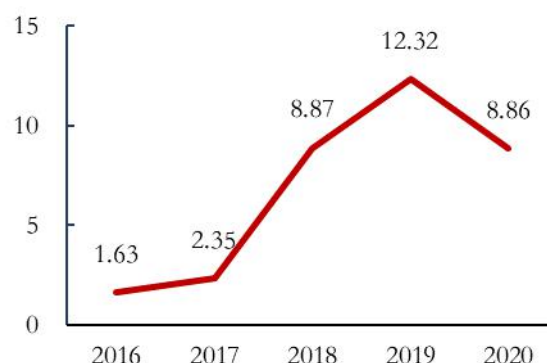
相比 2019 年，2020 年公司的 ROE 与 ROIC 都有一定程度的下降，同时存货周转率与应收账款周转率均有明显的提升，我们认为这种情况主要仍是受 2019 年公司剥离房地产业务的影响。鉴于公司目前主营的新材料业务业绩表现良好，我们认为公司经营效率将不会受到明显的后续影响，将维持较为稳定或向好的状态。

图 9 公司 2016-2020 年 ROE (%)



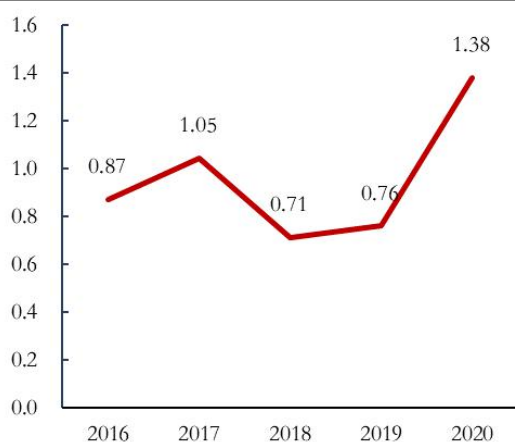
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 10 公司 2016-2020 年 ROIC (%)



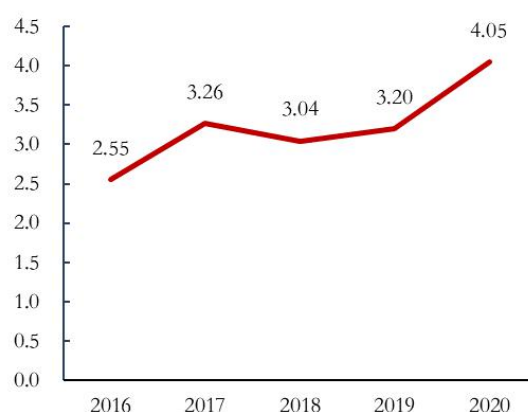
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 11 公司 2016-2020 年存货周转率



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 12 公司 2016-2020 年应收账款周转率



资料来源：Wind，万和证券研究所

二、盈利预测

(一) 收入预测与假设

我们对公司 2021-2023 年的主营业务收入预测如下：

(1) 新材料业务：

国内军民航空飞行器数量以及复合材料占比预期将持续上升，包括公司参与的 C919、CRJ929、AG600 在内的重点项目不断推进，我们认为航空复合材料下游需求将维持旺盛态势。公司南通民用预浸料产业化项目完成竣工验收，投入运营；南通大尺寸蜂窝生产线二期项目建设

已基本完成，公司 2021 年航空复材产能将有一定提升。预计航空复材板块营收将继续维持较高速的增长。

制动产品方面公司已获得 A321 飞机刹车盘零部件制造批准，多机型刹车盘副正进行研制、试飞等工作，炭/炭复合材料刹车中试生产线项目亦基本完成项目工程验收，同时还在轨道交通、特种车辆等方面有所斩获。预计制动产品业务及骨科植入物业务可维持当前发展态势。

预计 2021-2023 年新材料业务整体增速分别为 39%、33%、31%，毛利率分别为 32.2%、32.5%、33%，延续稳步提升势头；

(2) 机床业务:预期公司机床业务维持当前发展态势,2021-2023 年营收增长率保持在 15%，毛利率 0.5%

表 1 公司 2021-2023 年主营业务收入预测与假设

		2020A	2021E	2022E	2023E
新材料业务	营收（百万）	2,718	3,785	5,021	6,552
	增长率	35%	39%	33%	31%
	毛利率	32%	32.2%	32.5%	33%
机床业务	营收（百万）	126	146	168	193
	增长率	18%	15%	15%	15%
	毛利率	-1%	0.5%	0.5%	0.5%
主营业务合计	营收（百万）	2,845	3,931	5,189	6,745
	增长率	35%	38%	32%	30%
	毛利率	30.5%	31%	31.5%	32%

资料来源：Wind，万和证券研究所

（二）投资建议：首次给予公司“增持”评级

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.46、0.61、0.80 元，对应 PE 为 55 倍、41 倍、31 倍。公司是 A 股市场上航空复合材料领域的龙头公司，受益于中国军民用航空复材需求的持续提升，首次覆盖给予公司“增持”评级。

三、风险提示

公司新产品研发不及预期；公司产能提升不及预期；疫情防控不及预期。

财务报表与财务指标

资产负债表(百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,393	5,795	6,805	9,336
现金	1,653	1,846	1,987	2,832
应收票据及应收账款	1,144	1,324	1,934	2,301
预付款项	99	127	169	213
存货	1,460	2,458	2,676	3,950
其他流动资产	37	40	40	40
非流动资产	2,132	2,086	2,050	2,023
长期投资	108	108	108	108
固定资产	1,126	1,128	1,121	1,115
在建工程	125	87	69	59
无形资产	524	517	510	502
其他非流动资产	10	10	10	10
资产总计	6,526	7,881	8,856	11,359
流动负债	1,882	2,844	2,967	4,351
短期借款	140	0	0	0
应付票据及应付账款	1,193	2,197	2,245	3,488
预收账款	159	169	264	299
其他流动负债	85	85	85	85
非流动负债	243	243	243	243
长期借款	20	20	20	20
其他非流动负债	223	223	223	223
负债合计	2,125	3,087	3,210	4,594
少数股东权益	23	23	23	23
股本	1,680	1,393	1,393	1,393
资本公积	1,449	1,449	1,449	1,449
留存收益	1,286	1,928	2,780	3,900
归属母公司股东权益	4,378	4,770	5,623	6,742
负债和股东权益总计	6,526	7,881	8,856	11,359

现金流量表(百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	156	660	236	958
净利润	430	642	852	1,120
折旧摊销	137	153	168	184
财务费用	-6	-23	-30	-38
投资损失	-7	-10	-10	-10
营运资本变动	-183	-101	-744	-298
其他经营现金流	-215	0	0	0
投资活动现金流	-998	-100	-125	-150
筹资活动现金流	-333	-368	30	38

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	0.31	0.46	0.61	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.47	0.17	0.69
每股净资产(最新摊薄)	3.14	3.42	4.04	4.84

资料来源: Wind, 万和证券研究所

利润表(百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,912	3,931	5,189	6,745
营业成本	2,037	2,712	3,554	4,587
税金及附加	22	20	26	34
销售费用	36	49	65	84
管理费用	271	354	467	607
研发费用	91	126	166	216
财务费用	-6	-23	-30	-38
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-20	-20	-20	-20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	7	10	10	10
其他收益	63	65	65	65
营业利润	510	749	996	1,310
营业外收入	8	10	10	10
营业外支出	2	3	3	3
利润总额	516	756	1,003	1,317
所得税	87	113	150	198
税后利润	430	642	852	1,120
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	431	642	852	1,120
EBITDA	638	878	1,133	1,456

主要财务比率

	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	17.7	35.0	32.0	30.0
营业利润(%)	-23.2	46.7	33.0	31.6
归母净利润(%)	-21.9	49.1	32.7	31.4
获利能力				
毛利率(%)	30.0	31.0	31.5	32.0
净利率(%)	14.8	16.3	16.4	16.6
ROE(%)	9.8	13.5	15.2	16.6
ROIC(%)	17.0	21.3	27.8	29.5
偿债能力				
资产负债率(%)	32.6	39.2	36.3	40.4
流动比率	2.3	2.0	2.3	2.1
速动比率	1.6	1.2	1.4	1.2
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	4.0	4.0	4.0	4.0
应付账款周转率	2.5	2.6	2.6	2.6
估值比率				
P/E	81.3	54.5	41.1	31.3
P/B	8.0	7.3	6.2	5.2
EV/EBITDA	76.9	37.8	29.2	22.1

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>