



中航证券研究所

分析师：张超

证券执业证书号：S0640519070001

研究助理：邱净博

证券执业证书号：S0640119100018

邮箱：qiujob@avicsec.com

## 航天彩虹（002389）2020 年报点评： 航空航天产品制造下滑，拟剥离锂电池业务

行业分类：国防军工

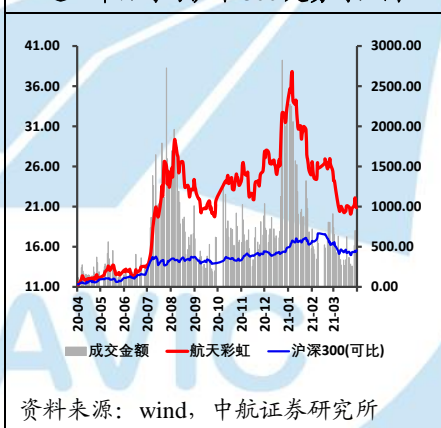
2021 年 4 月 4 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.4.2)	20.99
目标价格	27.60

### 基础数据（2021.4.2）

上证指数	3484.39
总股本（亿股）	9.46
流通 A 股（亿股）	8.68
资产负债率(2020 年)	23.01%
ROE(加权, 2020 年)	4.22%
PE (TTM)	72.50
PB (LF)	3.00

近一年公司与沪深 300 走势对比图



➤ **事件：**公司公告，2020 年营业收入 29.88 亿元（-3.62%），归母净利润 2.74 亿元（+18.14%），毛利率 25.26%（-2.01pcts），净利率 10.01%（+1.76pcts）。

### ➤ 投资要点：

● **航空航天产品制造下滑：**报告期内，公司积极应对宏观经济形势下行压力和新冠疫情影响，实现营业收入 29.88 亿元（-3.62%），归母净利润 2.74 亿元（+18.14%），扣非归母净利润 2.04 亿元（-13.40%），毛利率 25.26%（-2.01pcts），净利率 10.01%（+1.76pcts），加权 ROE4.22%（+0.55pcts）。报告期内，公司主要从事无人机业务（营收占比 49.28%）和新材料业务（营收占比 49.96%）两大板块：

**无人机业务**分为无人机及相关产品和技术服务，报告期内已实现以“彩虹”系列无人机和“射手”系列空地导弹为主的产业化发展模式，基本完成两大商标注册。无人机及相关产品实现营收 10.63 亿元（-24.96%），营收占比 35.57%，毛利率 32.68%（-3.71pcts）；技术服务实现营收 4.10 亿元（+98.17%），营收占比 13.72%，毛利率 39.67%（-7.14pcts）。报告期内，**子公司彩虹公司**实现营收 10.62 亿元（-20.37%），净利润 1.49 亿元（-45.70%）；**神飞公司**实现营收 4.59 亿元（+4.71%），净利润 6283.92 万元（-29.27%）。

**新材料业务**分为电容膜、背材膜及绝缘材料、光学膜三个分部，其中，**电容膜**保持业内领先地位，不断往超薄、耐高温方向延伸突破，实现营收 2.99 亿元（-1.75%），营收占比 10.00%，毛利率 10.86%（-3.20pcts）；**背材膜及绝缘材料**中，光伏背板背材用膜市场占有率处国内领先，超薄类聚酯膜材料打破高端薄型聚酯薄膜的进口垄断，实现营收 7.01 亿元（-0.99%），营收占比 23.45%，毛利率 10.01%（+2.96pcts）；**光学膜**可实现光学薄膜系统整体解决方案，战略客户稳定，盈利能力较强，实现营收 4.93 亿元（+13.36%），营收占比 16.51%，毛利率 27.08%（-2.56pcts）。

**费用方面**，销售费用 4131.98 万元（-44.25%），根据新收入准则，本期将销售费用中的运费重分类至主营业务成本所致；管理费用 2.17 亿元（-0.78%），财务费用 5560.11 万元（+267.84%），主要系本期人民币兑美元汇率升值汇兑损失增加所致；研发支出 1.98 亿元，占营业收入的 6.64%，包括在更长航时、更佳环境适应性等方面取得一系列科研成果；倾转旋翼无人机完成全模态飞行试验，实现国内领先；成功开发抗 UV 透明背板基膜、复合结构用增亮基膜等新产品等方面的投入。

**资产方面**，期末，公司预收款项为 226.19 万元（+212.38%），合同负债 1.02 亿元（+272.01%），以上项目的大幅增长反映出公司的在手订单充足；存货 5.98 亿元（+7.67%），其中，原材料账面价值 3.07 亿元（+27.24%），在产品账面价值 9621.25 万元（+938.07%）。报告期内，公司完成台州基地一期、北京实验室、天津基地二期、东旭成反射膜产线、椒江南洋大厦等项目年度建设任务，生产能力建设取得阶段性进展。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航

资本大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59562524

传真：010-59562637

**现金流方面**，投资活动产生的现金流量净额-1.70 亿元 (-180.89%)，主要系委托理财净流入减少所致；筹资活动产生的现金流量净额-1.88 亿元 (-53.63%)，主要系本期回款较好、偿还贷款所致。

- **处置锂电池隔膜生产线，持续聚焦无人机主业**：公司于 2017 年实施重大资产重组引入无人机业务，因公司锂电池隔膜业务与中国乐凯集团有限公司存在潜在同业竞争，承诺按照国有资产转让程序处置锂电池隔膜相关生产线。2021 年 2 月 4 日，公司召开第五届董事会第二十五次会议，审议通过了《关于处置锂电池隔膜生产线相关资产的议案》，同意以公开挂牌方式处置相关资产，资产范围为南洋经中年产 9000 万平米锂电池隔膜生产线、南洋科技年产 1500 万平米锂电池隔膜生产线。目前，该生产线的评估及处置的国资前置审批手续等事项已完成，拟以评估值 17214.11 万元为底价、以公开挂牌方式转让相关生产线。本次资产处置有利于公司解决同业竞争，降低运营风险，进一步聚焦无人机主业。
- **我国首家实现无人机批量出口且出口量最大的单位**：公司是全球无人机产品型谱较全的制造商，拥有目前国内最完整的无人机产品型谱，完整涵盖超近程、近程、中程、远程四大类，同时在无人机察打一体、多功能集成应用等方面处于国际领先水平。公司成熟产品包括彩虹-3 中空多用途无人机系统、彩虹-4 中空长航时无人机、彩虹-5 中空长航时无人机、彩虹-804D 垂直起降固定翼无人机以及彩虹 8 系列旋翼机和特种用途无人机等，大部分取得出口立项批复并远销海外。我们认为，公司不仅有先发优势，且已产生品牌效应，市场领先地位短时间内难以撼动。与此同时，我国在无人机装备规划中明确将无人机作为未来装备体系的重要力量和关键装备，公司将持续受益于国家政策鼓励和行业地位优势。
- **募集资金推动新概念无人机研制、低成本机载武器科研**：未来，无人机在军事用途上将从非对称作战向对称对抗转变，从对付弱敌向战胜强敌转变，发展趋势上向高空长航时化、隐形无人机化、空中格斗化、无人机集群化、多用化合模块化等方向发展。公司将以新形势下无人机应用需求为牵引，围绕隐身、高速、远程、垂直起降等先进无人机系统开展型号研制和试验验证，保持行业领先地位。公司发布 2020 年度非公开发行 A 股股票预案，计划募集资金总额不超过 9.11 亿元，投资于新概念无人机研制、低成本机载武器科研及产业化和补充流动资金。具体项目包括 CH-4 增强型无人机科研项目、无人倾转旋翼机系统研制项目、隐身无人机系统研制项目、低成本机载武器科研项目 and 彩虹无人机科技有限公司年产 XX 枚低成本机载武器产业化项目。
- **投资建议**：公司拥有目前国内最完整的无人机产品型谱，先发优势明显，是我国首家实现无人机批量出口且出口量最大的单位。同时开始处置锂电池隔膜生产线，持续聚焦无人机主业。随着未来战争环境的日益复杂多变，无人机的作用将逐步凸显。预计随着无人机的研发推进和市场开拓，公司将持续受益于国家政策鼓励和行业地位优势，盈利水平还有上升空间。

我们预测公司 2021、2022、2023 年归母净利润分别为 4.35 亿元、5.17 亿元、5.90 亿元，EPS 为 0.46 元、0.55 元、0.62 元，当前股价对应 PE 分别为 45.63 倍、38.16 倍、33.85 倍，结合公司盈利能力及行业景气程度，同时参考同行业平均水平，给予公司 2021 年 60 倍 PE 水平，给予“买入”评级，目标价格为 27.60 元。

**风险提示**：宏观政策变化、海外市场因疫情疲软、技术研发不及预期、汇率波动风险。

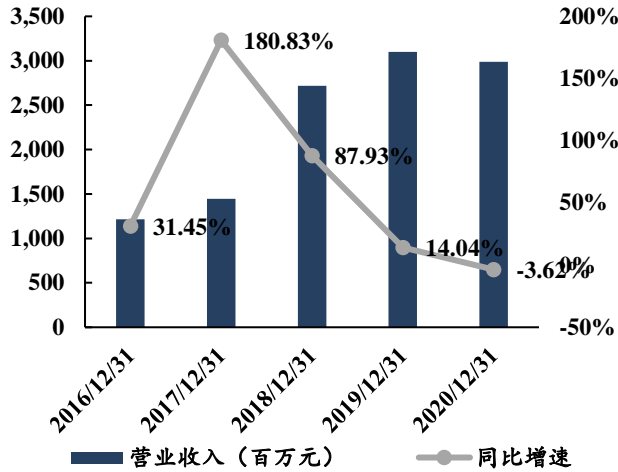
- **盈利预测**：(注：业绩预测未考虑剥离锂电池业务)

单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2988.33	3460.79	4022.47	4711.92
增长率 (%)	-3.62%	15.81%	16.23%	17.14%
归属母公司股东净利润	273.94	435.00	516.97	589.71
增长率 (%)	18.14%	58.80%	18.84%	14.07%
每股收益 (EPS)	0.29	0.46	0.55	0.62

数据来源：wind，中航证券研究所

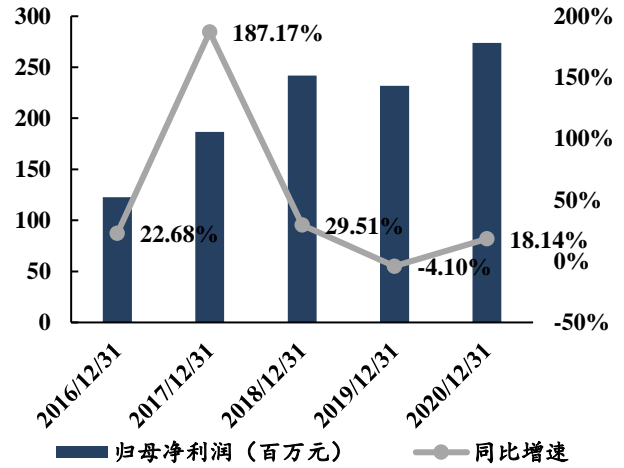
**◆ 公司主要财务数据**

图 1: 公司近五年营业收入及增速情况



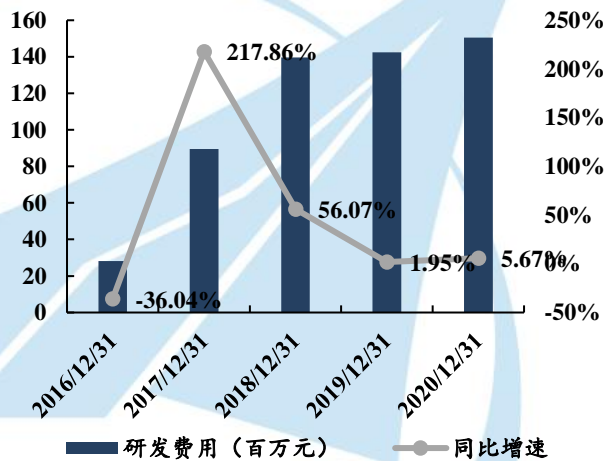
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近五年归属母公司净利润及增速情况



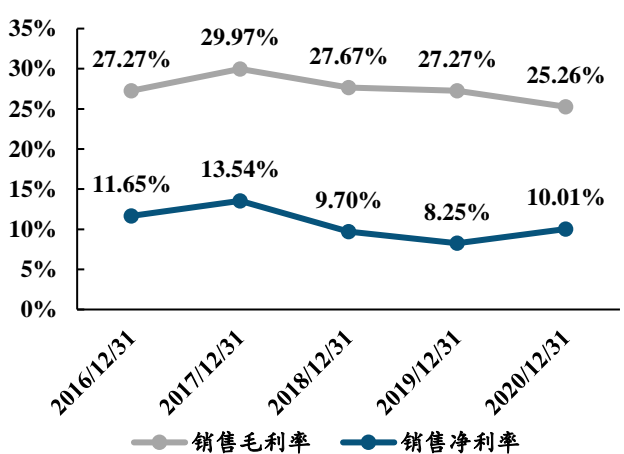
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近五年研发费用情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司近五年销售毛利率和净利率情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

**◆ 公司财务报表预测 (单位: 百万元)**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2988.33	3460.79	4022.47	4711.92	货币资金	736.91	865.20	1005.62	1177.98
营业成本	2233.36	2537.10	2968.18	3485.88	应收和预付款项	2076.50	2299.57	2657.36	3146.02
营业税金及附加	20.62	23.88	28.96	33.45	存货	597.54	658.96	779.03	922.74
销售费用	41.32	99.32	121.08	145.13	其他流动资产	996.70	158.25	185.96	217.04
管理费用	217.30	289.67	281.98	337.37	长期股权投资	11.33	11.33	11.33	11.33
财务费用	55.60	1.73	-2.41	1.88	投资性房地产	160.57	157.02	157.41	157.81
资产减值损失	-31.69	-11.30	8.67	5.89	固定资产和在建工程	2173.24	2124.02	2069.49	2006.20
投资收益	-5.76	3.21	4.21	5.12	无形资产和开发支出	1956.80	1901.14	1845.48	1789.82
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	93.28	111.11	128.91	146.68
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资产总计</b>	8802.88	8286.61	8840.59	9575.62
<b>营业利润</b>	326.62	523.59	620.23	707.43	短期借款	200.00	2259.85	2029.77	1857.34
其他非经营损益	-1.73	-2.19	-2.03	-2.09	应付和预收款项	1419.11	1385.67	1653.87	1974.87
<b>利润总额</b>	324.89	521.40	618.20	705.35	长期借款	81.20	81.20	81.20	81.20
所得税	25.63	44.72	51.60	59.42	其他负债	325.06	197.40	199.91	203.70
<b>净利润</b>	299.26	476.69	566.59	645.93	<b>负债合计</b>	2025.37	3924.12	3964.75	4117.12
少数股东损益	25.32	41.69	49.63	56.22	股本	946.06	946.06	946.06	946.06
归属母公司股东净利润	273.94	435.00	516.97	589.71	资本公积	4722.46	2035.20	2035.20	2035.20
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	留存收益	932.14	1333.61	1797.34	2323.77
经营活动现金流净额	410.58	1136.04	598.43	586.16	归属母公司股东权益	6614.57	4314.88	4778.60	5305.03
投资活动现金流净额	-170.27	-164.17	-167.10	-166.21	少数股东权益	162.93	204.62	254.24	310.47
筹资活动现金流净额	-187.86	-686.58	-290.91	-247.59	<b>股东权益合计</b>	6777.50	4519.49	5032.84	5615.50
<b>现金流量净额</b>	51.67	285.29	140.42	172.36	负债和股东权益合计	8802.88	8443.61	8997.59	9732.62

数据来源: wind, 中航证券研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。
- 卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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。

### 免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。