



中航证券研究所  
分析师: 张超  
证券执业证书号: S0640519070001  
分析师: 王宏涛  
证券执业证书号: S0640520110001  
电话: 010-59562525  
邮箱: wanght@avicsec.com

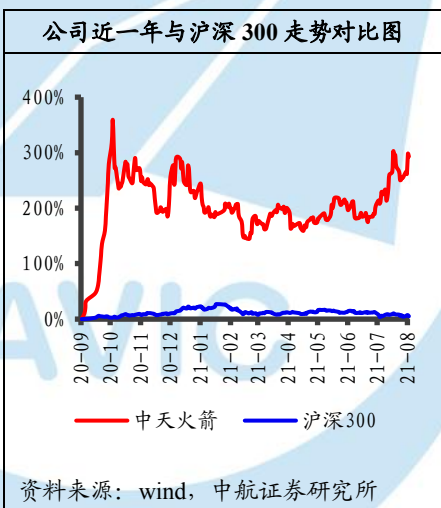
## 中天火箭 (003009) 2021 年中报点评: 民用热场材料收入高速增长, 关注公司相关扩 产进度

行业分类: 国防军工

2021 年 8 月 27 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.8.26)	73.12
目标价格	85.00

基础数据 (2021.8.26)	
上证指数	3501.66
总股本 (亿股)	1.55
流通 A 股 (亿股)	0.39
资产负债率 (2021H1)	27.21%
ROE (2021H1 摊薄)	7.01%
PE (TTM)	84.3
PB (LF)	8.63



➤ **事件:** 公司 8 月 25 日公告, 2021 年 H1 营收 5.09 亿元 (+34.65%), 归母净利润 0.92 亿元 (+51.63%), 扣非归母净利润 0.80 亿元 (+33.74%), 毛利率 33.88% (-1.85pcts), 净利率 18.11% (+2.03pcts)。

➤ **投资要点:**

● **热场材料业务收入高速增长, 有望成为全年业绩增长主要驱动力**

报告期内, 公司营业收入 (5.09 亿元, +34.65%) 与毛利润 (1.73 亿元, +27.69%) 均实现了快速增长, 主要系市场需求旺盛, 公司产品销售量增长所致。归母净利润 (0.92 亿元, +51.63%) 增长显著, 净利率 (18.11%, +2.03pcts) 创下近五年来历史新高, 我们认为主要因为公司收入增长快速下, 三费率 (10.25%, -0.46pcts) 有所下降。

具体来看, 公司业务大类可以分为小型固体火箭及延伸业务 (军/民)、小型固体火箭发动机核心材料及延伸业务 (军/民)、以及小型固体火箭测控技术延伸业务 (民)。整体来看, 报告期内, 公司民品收入 (4.67 亿元, +39.24%) 快速增长, 占收入比例 (91.59%, +3.02pcts) 有所提升。

其中, 小型固体火箭整箭及延伸业务整体收入 (1.74 亿元, +2.10%) 略有增长。具体可拆分为增雨防雹火箭及配套装备、以及军用小型固体火箭两大类:

① 增雨防雹火箭及配套装备收入 (1.62 亿元, +8.03%) 保持稳定增长, 主要系增雨防雹火箭及配套设备市场相对稳定, 公司销售情况良好, 毛利率 (41.04%, -1.88pcts) 略有下降;

② 由于上半年需求较少, 公司军用小型固体火箭收入 (0.11 亿元, -43.24%) 出现较大幅度下滑, 目前公司正在按照计划进行投入生产。我们认为, 公司该业务收入下滑的原因还包括该业务一般在上半年收入确认规模较小, 导致波动性较大所致, 伴随下半年收入的集中确认, 公司该业务全年收入有望保持平稳。

小型固体火箭发动机核心材料业务整体收入 (2.55 亿元, +69.47%) 高速增长, 主要系下游需求旺盛, 产销量大幅上升。具体可以拆分为炭/炭热场材料与固体火箭发动机耐烧蚀组件。

① 受下游光伏行业需求带动, 公司炭/炭热场材料收入 (2.23 亿元, +75.70%) 高速增长, 是 2021H1 公司收入增速与占比 (43.85%, +10.24pcts) 最大的业务。同时公司该业务毛利率 (30.96%, -3.11pcts) 尽管有所下降, 但仍维持在较高水平;

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中  
航产融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

② 军用固体火箭发动机耐烧蚀组件收入 (0.32 亿元, +35.67%) 快速增长, 较 2019H1 增速为 10.45%, 我们预计伴随下半年收入的集中确认, 公司该业务全年收入有望保持快速增长。

小型固体火箭测控技术延伸业务主要由智能计重系统构成, 报告期内收入 (0.54 亿元, +18.47%) 实现了稳定增长, 毛利率 (24.45%, +1.81pcts) 略有提升。

整体来看, 公司 2021H1 收入整体快速增长的主要驱动力来自民用炭/炭热场材料, 而伴随该业务下游光伏行业的持续景气, 我们预计, 炭/炭热场材料业务将持续构成公司 2021 全年业绩增长的主要驱动力。

### ● 公司三费率有所下降, 重点关注公司热场材料扩产进度

费用方面, 报告期内, 在公司收入整体快速增长背景下, 公司三费率 (10.25%, -0.46pcts) 有所下降, 其中, 管理费用率 (6.61%, +1.12pcts) 有所增长, 主要系公司本年度社保无减免, 相应的管理费用增长; 财务费用率 (-0.32%, -1.14pcts) 下降明显, 主要系公司偿还了短期贷款, 贷款利息大幅下降所致。

现金流方面, 公司整体现金及现金等价物净增加额 (-3.72 亿元) 较 2020H1 下降了 2.88 亿元。其中, 投资活动产生的现金流量净额 (-2.39 亿元) 较 2020H1 下降了 2.36 亿元, 主要系公司募投项目支出大幅增加和结构化存款投资增加所致; 筹资活动产生的现金流量净额 (-0.87 亿元) 较 2020H1 下降了 0.72 亿元, 主要系公司偿还了短期借款。

另外, 根据公司招股书披露, 公司募集资金中 1.40 亿元投向军民两用火箭生产能力建设项目、1.10 亿元投向军民两用高温特种材料生产线建设项目 (一期)、0.29 亿元投向测控产品及箭上测控系统生产能力建设项目。其中, 军民两用火箭生产能力建设项目预计 2023 年 3 月 31 日达到可使用状态, 预计达产年收入 3.74 亿元, 净利润 0.46 亿元; 军民两用高温特种材料生产线建设项目 (一期) 项目预计 2023 年 3 月 31 日达到可使用状态, 预计达产年收入 1.32 亿元, 净利润 0.21 亿元; 测控产品及箭上测控系统生产能力建设项目预计 2022 年 09 月 30 日达到可使用状态, 预计达产年收入 0.49 亿元, 净利润 0.07 亿元。整体来看, 公司以上募投项目达产后将预计为公司提供收入合计 5.55 亿元, 净利润 0.74 亿元, 占公司 2020 年全年收入和净利润的 64.23% 及 71.51%。鉴于当前公司炭/炭热场材料下游市场需求保持快速增长, 我们预计 公司炭/炭热场材料的产能利用率或将进一步接近饱和, 而根据公司在年度业绩说明会上的披露, 公司正在加紧推进 热场材料产能建设, 预计年内能够投产, 届时将增加热场材料的产能, 从而能够利用规模效益摊薄固定成本、增强采购议价能力, 并能够利用新设备生产盈利能力较强的产品, 建议重点关注公司热场材料产能扩建情况。

### ● 围绕小型固体火箭技术应用, 公司各业务板块军民两用属性明显

公司核心业务发展源于航天科技集团航天四院下属多个研究所的相关业务板块, 经改制和重组, 逐步形成了目前以小型固体火箭技术应用为核心的综合业务体系。主要包括小型固体火箭及延伸业务、小型固体火箭发动机核心材料及延伸业务、以及小型固体火箭测控技术延伸业务。

#### ① 小型固体火箭及延伸业务

公司小型固体火箭及延伸业务可以分为增雨防雹火箭及配套设备、以及军用小型固体火箭两类产品。

增雨防雹火箭及配套设备方面, 公司产品主要用于农业防灾及重大活动的气象保障。作为我国较早涉足开发增雨防雹火箭产品的企业, 公司曾多次参与了国内人工影响天气火箭标准的起草, 高效多用途增雨防雹火箭、地面焰条播撒系统、车载火箭发射装置等公司产品均属国内首推并投入应用。根据公司在年报业绩说明会的披露, 2020 年公司人影产品市场占有率超过 40%, 继续保持市场占有率第一。

军用小型固体火箭方面, 公司产品包括探空火箭以及小型制导火箭。探空火箭主要用于探测 0~300km 高度范围内的大气物理参数, 为气象预报、大气波导探测、临近空间环境探测提供数据支持, 还可为微重力科学实验提供平台。目前, 公司探空火箭研制产品现已形成系列化, 涵盖了从低空、中空到临近空间的

探测火箭；小型制导火箭主要用于反恐、局部战争或边境巡逻等，作战目标以轻型装甲车辆为主，并兼顾一般车辆、简易工事、武装人员等。报告期内，公司专注于对轻型化、小型化、低成本制导火箭的研制，确立了小型制导火箭产品的先发优势和差异化竞争优势。报告期内，公司以系列化小型制导火箭产品研制为驱动，积极开拓新的应用领域及市场；以重大项目保障工作为契机，探索扩大系列化探空火箭市场。

我们认为，民品方面，报告期内，中国气象局政府采购中心、中国气象局上海物资管理处取消了对全国各类人影产品进行最高限价规定，全国各级人工影响天气部门根据自身需求采取单一来源、竞争性谈判和公开招标等方式进行采购，公司增雨防雹火箭及配套设备业务的盈利空间有望得到进一步提升；军品方面，公司背靠航天科技集团第四研究院，是国内少数具有小型固体火箭总体研制能力的上市公司之一，而在 2020 年的亚阿冲突和美伊冲突中，精确制导装备的作战效果已经得到了验证，未来全球军贸市场中精确制导装备的贸易热度也有望得到进一步提升。在此背景下，尽管公司短期内军用小型固体火箭收入出现了波动，但从中长期来看，公司该业务收入有望保持稳定的增长。

## ② 小型固体火箭发动机核心材料及延伸业务

公司小型固体火箭发动机核心材料及延伸业务可以分为民用炭/炭热场材料和军用固体火箭发动机耐烧蚀组件两类产品。

民用炭/炭热场材料方面，公司产品主要是向光伏行业的硅片生产商提供的晶体硅生长设备关键部件。下游光伏行业受国家产业政策、补贴政策、宏观经济状况、产业链各环节发展均衡程度等因素影响，行业呈现一定的周期性。报告期内，受下游光伏行业需求带动，公司炭/炭热场材料业务有较大增长，市场占有率位于行业前列。

军用固体火箭发动机耐烧蚀组件方面，公司产品主要用于各类小型固体火箭的推进系统。

我们认为，民用炭/炭热场材料方面，根据中国光伏行业协会的预测，2021 年我国光伏新增装机规模将继续保持增长，可能达到 55 吉瓦至 65 吉瓦（较 2020 年增长 21.70%-25.65%），“十四五”时期国内年均光伏新增装机规模可能达到 70 吉瓦至 90 吉瓦，该行业对公司产品的需求有望在“十四五”期间维持在高位，伴随公司该业务产能的提升，公司民用炭/炭热场材料业务收入有望保持稳定快速的增长，盈利能力也有进一步提高的空间；而军用固体火箭发动机耐烧蚀组件，作为固体发动机的重要核心配件，其市场与各类军用固体火箭的需求相关性较强，在此背景下，公司该业务收入有望实现快速的增长。

## ③ 小型固体火箭测控技术延伸业务

公司小型固体火箭测控技术延伸业务的产品主要为智能计重系统，产品主要用于交通部门实施计重收费、超限检测、非现场执法等场景。报告期内，公司智能计重系统业务市场保持稳定。

我们认为，公司基于小型固体火箭测控技术延伸出的智能计重系统，尽管整体市场容量较大，但参与者众多，竞争较为激烈，建议重点关注公司新经营方式的推广以及市场拓展情况。同时，公司计划加快推动测控产品及箭上测控系统生产能力建设项目实施，提高弹上精密机电产品的研制生产能力，基于公司背靠航天科技集团四院的背景，我们预计，未来相关航天测控产品有望成为公司该业务业绩增长的新驱动力。

## 投资建议

我们认为，公司作为航天科技集团第四研究院当前唯一的上市公司平台，在固体火箭、先进材料、智慧交通等领域深耕多年，产品涵盖军民两用领域，具有如下特点：

① 2021H1，公司炭/炭热场材料业务受下游光伏行业需求带动，收入实现高速增长，公司热场材料产能建设也有望在年内投产，有望构成公司 2021 年全年业绩增长的主要驱动力；

② 公司各项业务均基于小型固体火箭技术应用，技术积淀深厚，涉及到的民用行业包含人影、光伏、智慧交通等，军用行业包括小型制导火箭总体及配套等，分散了公司可能受某单一行业需求变化或军品型号收入确认时点变化，进而导致的业绩出现较大波动的风险；

③ 在 A 股上市公司中，公司小型制导火箭总体及配套业务具有一定的稀缺性；

④ 公司 IPO 募集资金投入的多项扩产能计划有望促使公司各项业务在中长期出现业绩的稳定增长，特别是在中国航天“十四五”期间或将迎来高光时刻的背景下，测控产品及箭上测控系统生产能力建设项目的推动有望为公司带来新的业绩增长点。

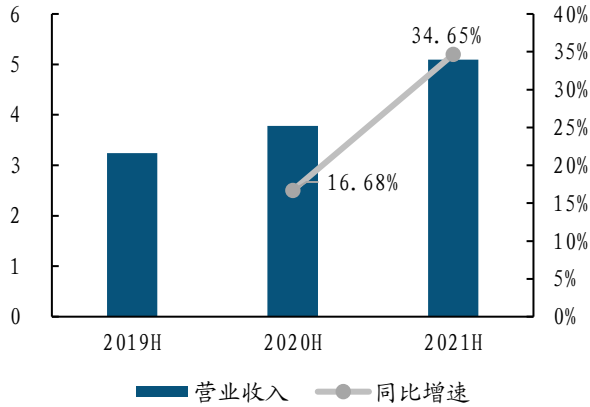
基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 11.37 亿元、14.12 亿元和 18.23 亿元，归母净利润分别为 1.46 亿元、1.80 亿元及 2.43 亿元，EPS 分别为 0.94 元、1.16 元、1.56 元，我们给予买入评级，目标价格 85.00 元，分别对应 90 倍、74 倍及 54 倍 PE。

➤ 风险提示：光伏产业装机量数量不及预期、军品收入跨周期确认引起收入波动、公司扩产能项目推进不及预期、智能计重系统产业竞争加剧、公司航天测控业务拓展不及预期。

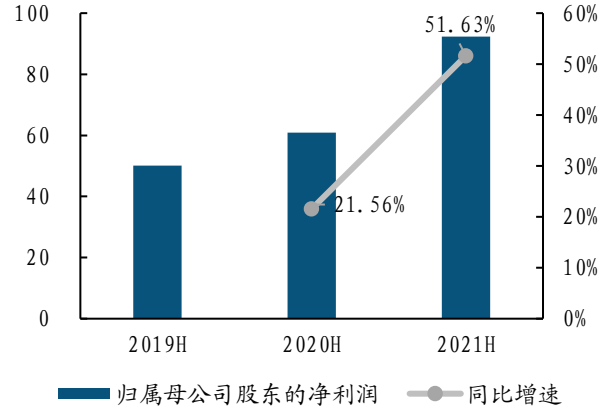
➤ 盈利预测：

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	796.58	863.91	1137.43	1411.52	1822.61
增长率 (%)	19.23	8.37	31.76	24.10	29.12
归属母公司股东净利润	98.95	103.44	146.08	179.59	242.71
增长率 (%)	27.69	4.54	41.23	22.93	35.15
每股收益 (EPS)	0.85	0.82	0.94	1.16	1.56

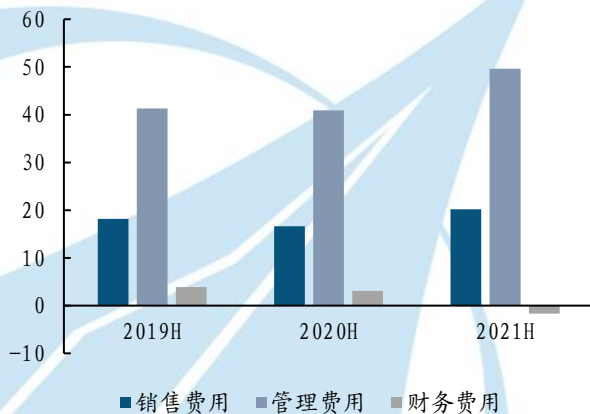
数据来源：WIND，中航证券研究所

**◆ 2019-2021 年公司半年报主要财务数据**
**图 1: 公司半年报营业收入及增速 (单位: 亿元; %)**


资料来源: WIND, 中航证券研究所

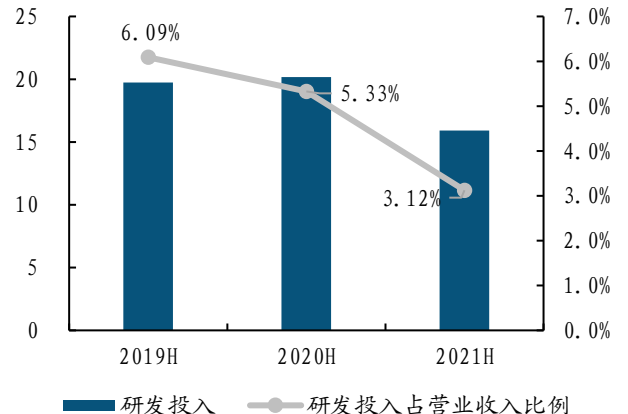
**图 2: 公司半年报归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)**


资料来源: WIND, 中航证券研究所

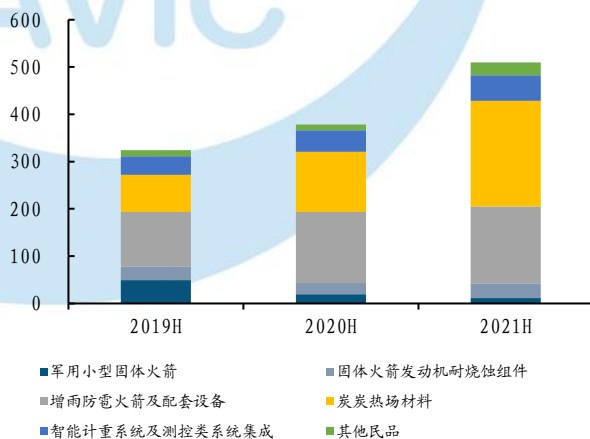
**图 3: 公司半年报三费情况 (单位: 百万元)**


资料来源: WIND, 中航证券研究所

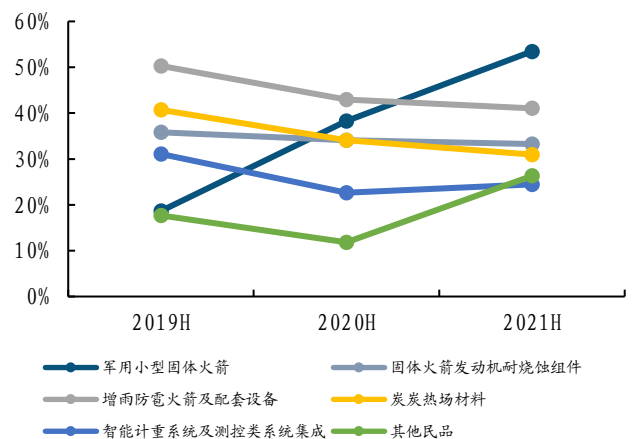
注: 表中管理费用包含研发费用

**图 4: 公司半年报研发投入及其占营收比例 (单位: 百万元; %)**


资料来源: WIND, 中航证券研究所

**图 5: 公司半年报主要收入构成 (单位: 百万元)**


资料来源: WIND, 中航证券研究所

**图 6: 公司半年报主要业务毛利率情况 (单位: %)**


资料来源: WIND, 中航证券研究所

<b>报表预测</b>				
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
营业收入	863.27	1137.43	1411.52	1822.61
减: 营业成本	599.73	789.88	980.08	1250.54
营业税金及附加	6.94	9.33	11.72	14.76
销售费用	44.10	55.17	69.87	91.31
管理费用	97.38	127.17	158.80	206.14
财务费用	6.37	-4.70	-6.00	-6.24
资产减值损失	-2.37	2.00	2.00	2.00
加: 投资收益	0.00	0.21	0.24	0.67
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>108.83</b>	<b>158.80</b>	<b>195.30</b>	<b>264.77</b>
加: 其他非经营损益	5.17	2.71	3.11	3.33
<b>利润总额</b>	<b>114.00</b>	<b>161.51</b>	<b>198.40</b>	<b>268.10</b>
减: 所得税	10.56	15.43	18.82	25.39
<b>净利润</b>	<b>103.44</b>	<b>146.08</b>	<b>179.59</b>	<b>242.71</b>
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>103.44</b>	<b>146.08</b>	<b>179.59</b>	<b>242.71</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
货币资金	666.24	644.98	604.83	682.75
应收和预付款项	322.22	420.58	505.59	679.75
存货	202.12	279.49	344.51	448.69
其他流动资产	86.98	20.72	24.47	32.14
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	338.09	332.20	419.17	417.10
无形资产和开发支出	84.00	81.86	79.72	77.58
其他非流动资产	37.58	68.15	108.01	157.17
<b>资产总计</b>	<b>1737.23</b>	<b>1847.98</b>	<b>2086.30</b>	<b>2495.17</b>
短期借款	70.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	322.95	446.73	516.74	697.84
长期借款	15.20	15.20	15.20	15.20
其他负债	95.34	20.10	27.79	36.17
<b>负债合计</b>	<b>503.50</b>	<b>482.03</b>	<b>559.73</b>	<b>749.21</b>
股本	155.39	155.39	155.39	155.39
资本公积	624.17	624.17	624.17	624.17
留存收益	453.75	586.40	747.01	966.39
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1233.74</b>	<b>1365.96</b>	<b>1526.57</b>	<b>1745.96</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>1233.74</b>	<b>1365.96</b>	<b>1526.57</b>	<b>1745.96</b>
负债和股东权益合计	1737.23	1847.98	2086.30	2495.17
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
经营活动现金流净额	64.85	124.69	148.58	200.33
投资活动现金流净额	-34.50	-69.79	-179.76	-109.33
筹资活动现金流净额	260.35	-76.16	-8.97	-13.08
<b>现金流量净额</b>	<b>290.09</b>	<b>-21.26</b>	<b>-40.15</b>	<b>77.92</b>

数据来源: WIND, 中航证券研究所

注: 表中管理费用中均包含研发费用

## 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。

王宏涛, SAC 执业证书号: S0640520110001, 航天二院博士, 中航证券研究所军工行业分析师。

## 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本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师个人的不同设想、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。