

航天彩虹 (002389)

无人机主体彩虹公司净利润增长 46.7%，产业高景气度凸显

事件：8月20日公司发布2020半年报，报告期内公司实现营业收入10.38亿元，同比-4.44%；实现归母净利润0.29亿元，同比-20.22%；其中，公司无人机主体彩虹公司实现净利润0.497亿元，同比大增46.72%。我们认为，无人机主体彩虹子公司在受疫情影响，主要交付时点移后的情况下，依然做到高增长，无人机产业高景气度凸显。

● **表现波动不改无人机主体利润增长，高研发投入符合新机型建设预期** 受疫情影响，公司整体营收/归母净利润均有所承压，主要系膜业务扰动影响所致（背材膜及绝缘材料业务同比-11.43%，占总营收比重30.21%），因此公司三大报表较难反映真实无人机景气情况。

从细分业务看，公司无人机业务营收与毛利率小幅下滑（-1.19%/-1.89%），我们认为主要系疫情影响以产品售后服务、零部件业务为主的神飞公司经营下滑所致，参考2019年年报公司无人机业务净利润75%均来源彩虹公司，因此可判断公司无人机核心业务盈利能力上半年未受影响（彩虹公司46.7%净利润增长），同时考虑到下半年疫情逐渐缓解，我们预计神飞公司有望在下半年恢复业务。

此外，公司研发投入H1同比增长23.49%，高速隐身无人机CH7持续紧密研发，各类新型号试飞500余次，累计飞行航时超3000小时，新机型梯队建设复合预期。

● **我国无人机骨干企业，彩虹3/4/5多型号无人机出口全球前三** 公司无人机综合实力国内领先地位，无人机主业包括大中型无人机及其机载任务设备（含武器系统）的研发设计、生产制造、试验销售以及相关服务。公司可面向国际、国内的军事和民用领域用于提供整机产品及多元化服务，彩虹系列无人机国内型谱最全，成熟产品包括彩虹-3、彩虹-4、彩虹-5、彩虹-804D等，已出口至多个国家并成功获得大量国际、国内市场订单，是我国首家实现无人机批量出口、出口量最大的单位，近10年销售累计数处于全球市场前三位。19年公司与多个用户合同签约，签约额创历史最好记录。

● **中大型无人机度过十三五军贸销售阶段，“出口转内销”或实现突破** 根据国防科技信息网报道，全球军用无人机(UAVs)的市场价值将由2018年的121亿美元上升到2025年的268亿美元，在此期间，复合年均增长率(CAGR)为12%。中新网2014年报道，我国无人机与美国差距近20年，相当于美国、以色列90年代水平，美国2000年到2012年发展阶段（经历了阿富汗、伊拉克两次现代战争试用洗礼），军用无人机进入快速增长阶段，美2000-2012年年产值增长超过11倍（国防部在无人机方面的投资已经从2000财年的2.84亿美元增长到2012年的33亿美元，12年是00年的11.62x）。考虑到近年我国已成为无人机军贸市场的主要出口国，我们认为“出口转内销”国内内需军用无人机产业的拐点有望到来。

盈利预测与评级：综上所述我们认为，公司彩虹无人机作为我国目前主要采购装备中空长航时龙头机型，高空长航时CH5、隐形无人机CH7等型号产品梯队健全，有望随产业高景气实现快速放量。因此，将2020-22年公司预测营业收入由37.9/47.6/56.1上调至40.35/50.66/62.34亿元，对应归母净利润4.49/5.99/8.0亿元，EPS为0.47/0.63/0.85元，PE为49.27/36.93/27.68x，维持“买入”评级。

风险提示：公司无人机交付不及预期，膜业务亏损风险。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,718.85	3,100.50	4,035.18	5,066.27	6,233.97
增长率(%)	87.93	14.04	30.15	25.55	23.05
EBITDA(百万元)	707.52	686.60	812.37	1,008.87	1,265.32
净利润(百万元)	241.80	231.88	449.28	599.47	799.81
增长率(%)	29.51	(4.10)	93.75	33.43	33.42
EPS(元/股)	0.26	0.25	0.47	0.63	0.85
市盈率(P/E)	91.56	95.47	49.27	36.93	27.68
市净率(P/B)	3.56	3.44	3.25	3.02	2.76
市销率(P/S)	8.14	7.14	5.49	4.37	3.55
EV/EBITDA	16.21	14.85	26.84	21.37	16.72

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	23.4元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	946.06
流通A股股本(百万股)	619.21
A股总市值(百万元)	22,137.87
流通A股市值(百万元)	14,489.58
每股净资产(元)	6.80
资产负债率(%)	17.49
一年内最高/最低(元)	31.43/9.99

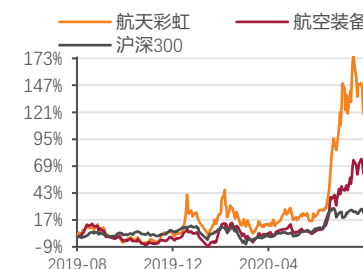
作者

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

许利天 分析师
SAC执业证书编号：S1110520080006
xulitian@tfzq.com

股价走势

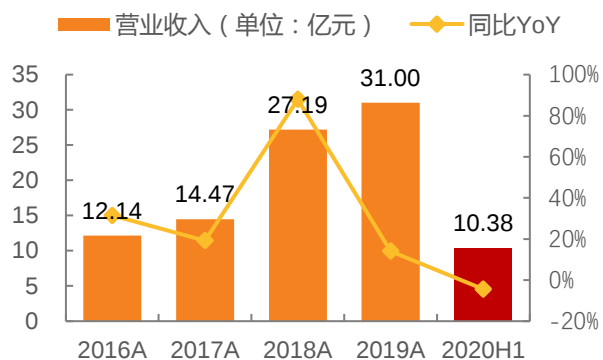


资料来源：贝格数据

相关报告

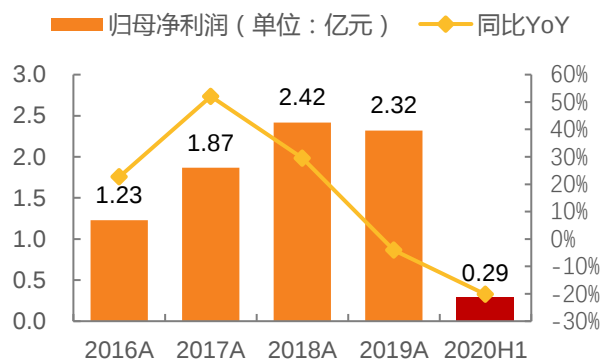
- 1 《航天彩虹-公司点评:签约额创历史最好记录,彩虹无人机或开启新增长期》 2020-07-17
- 2 《航天彩虹-年报点评报告:无人机净利润实现41.3%中高增长,合同签约额创历史最好记录》 2020-04-24
- 3 《航天彩虹-首次覆盖报告:无人机+新材料双轮驱动,军工行业新巨头迎风起飞》 2020-02-23

图 1：2016A-2020H1 公司营业收入及其增速



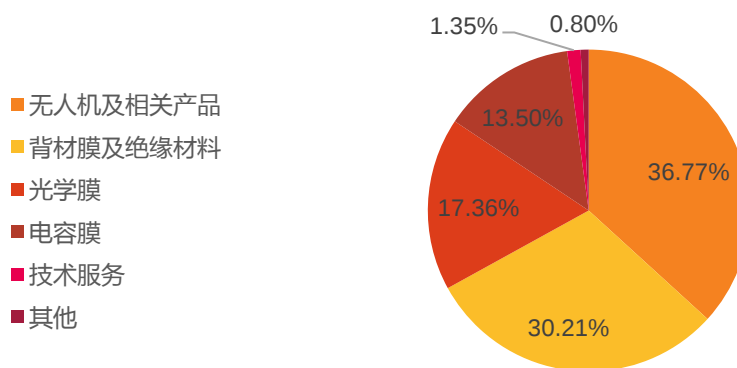
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2016A-2020H1 公司归母净利润及其增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司主营业务收入



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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	531.01	675.36	709.71	978.94	1,434.10
应收票据及应收账款	1,909.05	1,639.49	2,171.51	2,331.84	2,516.81
预付账款	71.73	57.09	82.77	92.69	116.95
存货	501.93	554.95	765.94	834.42	1,144.22
其他	250.42	823.15	725.88	778.30	833.33
流动资产合计	3,264.13	3,750.04	4,455.81	5,016.19	6,045.40
长期股权投资	11.93	10.72	10.72	10.72	10.72
固定资产	1,881.44	1,941.19	1,949.72	1,956.86	1,954.35
在建工程	500.96	237.17	178.30	166.98	160.19
无形资产	1,445.38	1,402.48	1,311.17	1,219.86	1,128.54
其他	834.16	811.56	815.93	812.62	818.31
非流动资产合计	4,673.87	4,403.12	4,265.84	4,167.03	4,072.11
资产总计	7,938.01	8,153.16	8,721.65	9,183.22	10,117.51
短期借款	472.19	424.00	398.00	362.00	337.00
应付票据及应付账款	807.11	841.00	977.16	893.13	1,038.40
其他	149.95	191.44	222.69	223.72	260.34
流动负债合计	1,429.26	1,456.44	1,597.85	1,478.85	1,635.74
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	140.37	127.30	139.61	135.76	134.22
非流动负债合计	140.37	127.30	139.61	135.76	134.22
负债合计	1,569.63	1,583.74	1,737.47	1,614.61	1,769.96
少数股东权益	149.79	141.79	180.85	240.14	319.24
股本	946.06	946.06	946.06	946.06	946.06
资本公积	4,776.67	4,776.67	4,776.67	4,776.67	4,776.67
留存收益	5,260.36	5,463.26	5,857.27	6,382.41	7,082.24
其他	(4,764.51)	(4,758.35)	(4,776.67)	(4,776.67)	(4,776.67)
股东权益合计	6,368.38	6,569.43	6,984.19	7,568.61	8,347.54
负债和股东权益总计	7,938.01	8,153.16	8,721.65	9,183.22	10,117.51

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	263.67	255.93	449.28	599.47	799.81
折旧摊销	264.08	236.70	243.65	256.50	269.61
财务费用	22.45	26.37	15.72	13.95	11.58
投资损失	(9.16)	(1.87)	(4.29)	(4.29)	(4.85)
营运资金变动	(328.48)	(782.38)	(496.06)	(374.70)	(399.39)
其它	(253.28)	586.85	39.07	59.29	79.10
经营活动现金流	(40.72)	321.60	247.36	550.22	755.86
资本支出	21.47	(42.91)	89.69	164.85	170.54
长期投资	(5.48)	(1.21)	0.00	0.00	0.00
其他	222.38	(16.50)	(187.39)	(321.56)	(334.69)
投资活动现金流	238.37	(60.62)	(97.71)	(156.71)	(164.15)
债权融资	472.19	424.00	398.00	362.00	337.00
股权融资	(17.28)	(8.79)	(33.88)	(13.78)	(11.41)
其他	(484.64)	(537.49)	(479.43)	(472.50)	(462.14)
筹资活动现金流	(29.73)	(122.28)	(115.31)	(124.28)	(136.56)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	167.92	138.70	34.35	269.23	455.16

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,718.85	3,100.50	4,035.18	5,066.27	6,233.97
营业成本	1,966.54	2,254.87	2,797.17	3,470.64	4,239.94
营业税金及附加	22.34	20.64	29.05	37.27	44.08
营业费用	57.31	74.11	104.91	126.66	143.38
管理费用	202.22	219.00	306.67	379.97	448.85
研发费用	139.70	142.43	221.93	278.64	342.87
财务费用	37.66	15.12	15.72	13.95	11.58
资产减值损失	34.44	82.42	11.00	25.00	24.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.16	1.87	4.29	4.29	4.85
其他	(63.38)	2.70	(8.58)	(8.58)	(9.70)
营业利润	312.87	287.32	553.00	738.42	984.12
营业外收入	0.38	1.68	1.70	1.80	2.10
营业外支出	11.98	4.79	6.00	5.00	4.20
利润总额	301.27	284.20	548.70	735.22	982.02
所得税	37.60	28.27	60.36	76.46	103.11
净利润	263.67	255.93	488.34	658.76	878.91
少数股东损益	21.87	24.05	39.07	59.29	79.10
归属于母公司净利润	241.80	231.88	449.28	599.47	799.81
每股收益（元）	0.26	0.25	0.47	0.63	0.85

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	87.93%	14.04%	30.15%	25.55%	23.05%
营业利润	44.18%	-8.17%	92.47%	33.53%	33.27%
归属于母公司净利润	29.51%	-4.10%	93.75%	33.43%	33.42%
获利能力					
毛利率	27.67%	27.27%	30.68%	31.50%	31.99%
净利率	8.89%	7.48%	11.13%	11.83%	12.83%
ROE	3.89%	3.61%	6.60%	8.18%	9.96%
ROIC	5.03%	4.44%	8.27%	10.42%	13.20%
偿债能力					
资产负债率	19.77%	19.42%	19.92%	17.58%	17.49%
净负债率	-0.92%	-3.83%	-4.46%	-8.15%	-13.14%
流动比率	2.28	2.57	2.79	3.39	3.70
速动比率	1.93	2.19	2.31	2.83	3.00
营运能力					
应收账款周转率	1.66	1.75	2.12	2.25	2.57
存货周转率	5.76	5.87	6.11	6.33	6.30
总资产周转率	0.35	0.39	0.48	0.57	0.65
每股指标（元）					
每股收益	0.26	0.25	0.47	0.63	0.85
每股经营现金流	-0.04	0.34	0.26	0.58	0.80
每股净资产	6.57	6.79	7.19	7.75	8.49
估值比率					
市盈率	91.56	95.47	49.27	36.93	27.68
市净率	3.56	3.44	3.25	3.02	2.76
EV/EBITDA	16.21	14.85	26.84	21.37	16.72
EV/EBIT	25.76	22.59	38.34	28.66	21.25

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