

强烈推荐-A (维持)

中航高科 600862.SH

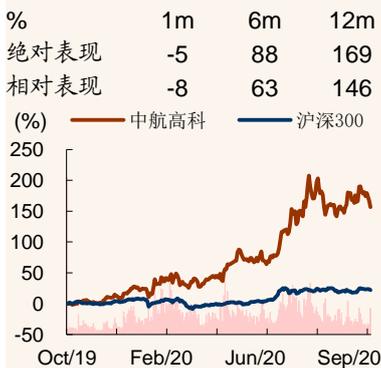
目标估值: N/A
 当前股价: 24.1 元
 2020年10月23日

航空新材料快速增长, 应收预付大幅上升

基础数据

| | |
|------------|-----------|
| 上证综指 | 3278 |
| 总股本(万股) | 139305 |
| 已上市流通股(万股) | 139305 |
| 总市值(亿元) | 336 |
| 流通市值(亿元) | 336 |
| 每股净资产(MRQ) | 3.1 |
| ROE(TTM) | 14.1 |
| 资产负债率 | 37.3% |
| 主要股东 | 中航高科技发展有限 |
| 主要股东持股比例 | 42.86% |

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中航高科(600862)——航空复材业务高速增长, 规模效应带动利润加速释放》2020-08-28
- 2、《中航高科(600862)——航空复材增长迅猛, 专注主业高质量发展》2020-04-27
- 3、《中航高科(600862)——航空业务持续发展, 材料科技平台逐步确立》2020-03-16

王超

010-57601716
 wangchao18@cmschina.com.cn
 S1090514080007

岑晓翔

cenxiaoxiang@cmschina.com.cn
 S1090518090007

杨雨南

yangyunan@cmschina.com.cn
 S1090520050001

事件: 公司发布2020年三季报, 报告期内, 公司Q1-Q3实现营业收入23.37亿元, 同比增长9.18%, 其中Q3实现营收5.68亿元, 同比下降18.08%; Q1-Q3归母净利润4.01亿元, 同比增长18.46%, Q3归母净利润0.79亿元, 同比下降14.82%; 稀释EPS 0.29, 同比增长20.83%。

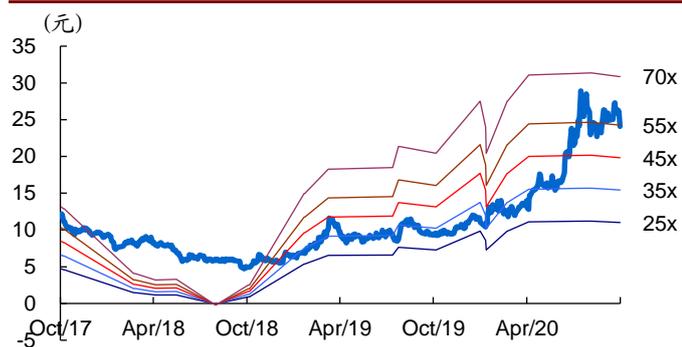
- **航空新材料业务保持快速增长, 地产退出导致Q3下降。**报告期内, 航空新材料业务实现营收22.48亿元, 同比增长26.75%, 实现归母净利润4.19亿元, 同比增长62.93%; 机床装备业务实现营收0.86亿元, 同比增长31.64%, 实现归母净利润-0.26亿元, 同比减亏546.80万元; 由于本报告期不含地产业务(去年同期地产业务营收2.96亿元, 归母净利润1.24亿元), 地产退出导致Q3整体下降。
- **应收预付大幅上升, 进一步证明产业链需求。**报告期末, 公司应收账款为16.10亿元, 同比2019年末大幅上升148.90%, 主要系子公司航空工业复材本期营业收入增加, 回款集中在年末所致; 预付款项1.02亿元, 同比2019年末上升71.09%, 主要系子公司航空工业复材预付货物材料款及设备款增加所致。我们认为, 考虑到行业采用“以销定产”及年末回款模式, 下游需求旺盛得到进一步验证。
- **复材产业链核心节点, 核心受益于军机迭代增长。**根据《2018全球碳纤维复合材料市场报告》统计, 2018年中国的宇航级碳纤维复合材料总需求占全球用量的5%、金额的16%, 与欧美先进国家复材用量相比差距较大。参照美国, 其三代战机复材用量占比在10%上下, 而现役F35复材占比为35%。考虑到我国军费比例的逐年提升及航空装备的升级迭代, 未来碳纤维复材行业增速有望持续高于国防军工行业平均增速。公司身处复材产业链核心节点位置, 未来预计将核心受益于这一趋势。
- **盈利预测:** 预计公司2020/2021/2022年净利润为5.55/7.73/10.37亿元, 对应估值63.2/45.3/33.8倍, 给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 产品订单低于预期, 估值相对较高。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 2653 | 2473 | 3105 | 4167 | 5396 |
| 同比增长 | -13% | -7% | 26% | 34% | 29% |
| 营业利润(百万元) | 478 | 664 | 741 | 1038 | 1398 |
| 同比增长 | 240% | 39% | 11% | 40% | 35% |
| 净利润(百万元) | 304 | 552 | 555 | 773 | 1037 |
| 同比增长 | 264% | 81% | 1% | 39% | 34% |
| 每股收益(元) | 0.22 | 0.40 | 0.40 | 0.55 | 0.74 |
| PE | 110.4 | 60.9 | 60.5 | 43.4 | 32.4 |
| PB | 8.8 | 8.0 | 7.4 | 6.6 | 5.8 |

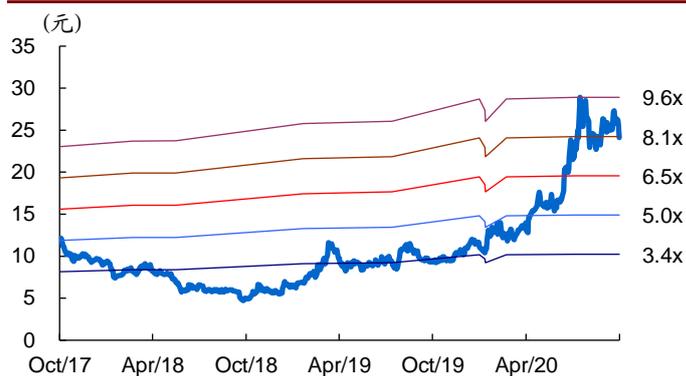
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 中航高科历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 中航高科历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位: 百万元 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 5160 | 4338 | 4927 | 6216 | 7747 |
| 现金 | 922 | 1918 | 1977 | 2302 | 2734 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 241 | 19 | 23 | 31 | 40 |
| 应收款项 | 901 | 647 | 788 | 1058 | 1370 |
| 其它应收款 | 75 | 5 | 6 | 9 | 11 |
| 存货 | 2873 | 1489 | 1807 | 2383 | 3033 |
| 其他 | 148 | 260 | 325 | 434 | 560 |
| 非流动资产 | 2522 | 2203 | 2037 | 1888 | 1754 |
| 长期股权投资 | 151 | 111 | 111 | 111 | 111 |
| 固定资产 | 1047 | 1215 | 1107 | 1009 | 919 |
| 无形资产 | 514 | 511 | 459 | 414 | 372 |
| 其他 | 810 | 366 | 360 | 355 | 351 |
| 资产总计 | 7682 | 6541 | 6965 | 8105 | 9501 |
| 流动负债 | 3294 | 1848 | 1927 | 2500 | 3148 |
| 短期借款 | 335 | 230 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 1858 | 1397 | 1705 | 2248 | 2861 |
| 预收账款 | 636 | 78 | 95 | 126 | 160 |
| 其他 | 466 | 142 | 127 | 127 | 127 |
| 长期负债 | 557 | 505 | 505 | 505 | 505 |
| 长期借款 | 250 | 260 | 260 | 260 | 260 |
| 其他 | 307 | 245 | 245 | 245 | 245 |
| 负债合计 | 3851 | 2353 | 2432 | 3005 | 3653 |
| 股本 | 1680 | 1680 | 1680 | 1680 | 1680 |
| 资本公积金 | 1445 | 1449 | 1449 | 1449 | 1449 |
| 留存收益 | 671 | 1052 | 1383 | 1932 | 2657 |
| 少数股东权益 | 35 | 7 | 20 | 38 | 62 |
| 归属于母公司所有者权益 | 3796 | 4181 | 4513 | 5062 | 5786 |
| 负债及权益合计 | 7682 | 6541 | 6965 | 8105 | 9501 |

现金流量表

| 单位: 百万元 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------------|------------|-----------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | (688) | 947 | 581 | 580 | 759 |
| 净利润 | 304 | 552 | 555 | 773 | 1037 |
| 折旧摊销 | 140 | 249 | 290 | 263 | 238 |
| 财务费用 | 7 | 12 | 7 | (2) | (5) |
| 投资收益 | (16) | (249) | (78) | (80) | (82) |
| 营运资金变动 | (1181) | 358 | (211) | (402) | (465) |
| 其它 | 58 | 26 | 18 | 28 | 36 |
| 投资活动现金流 | (140) | (19) | (45) | (33) | (20) |
| 资本支出 | (185) | (176) | (123) | (112) | (102) |
| 其他投资 | 45 | 157 | 78 | 80 | 82 |
| 筹资活动现金流 | 446 | 63 | (476) | (223) | (308) |
| 借款变动 | 553 | 246 | (246) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | 0 | (153) | (223) | (224) | (312) |
| 其他 | (107) | (34) | (7) | 2 | 5 |
| 现金净增加额 | (383) | 991 | 59 | 325 | 432 |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位: 百万元 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| 营业收入 | 2653 | 2473 | 3105 | 4167 | 5396 |
| 营业成本 | 1704 | 1662 | 2028 | 2674 | 3404 |
| 营业税金及附加 | 94 | 16 | 20 | 27 | 36 |
| 营业费用 | 63 | 58 | 62 | 83 | 108 |
| 管理费用 | 252 | 278 | 227 | 292 | 362 |
| 研发费用 | 63 | 98 | 109 | 146 | 189 |
| 财务费用 | 0 | 0 | 7 | (2) | (5) |
| 资产减值损失 | 52 | 11 | 11 | 12 | 12 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 38 | 44 | 48 | 53 | 58 |
| 投资收益 | 16 | 249 | 30 | 27 | 24 |
| 营业利润 | 478 | 664 | 741 | 1038 | 1398 |
| 营业外收入 | 6 | 5 | 4 | 4 | 4 |
| 营业外支出 | 3 | 2 | 2 | 2 | 1 |
| 利润总额 | 481 | 667 | 743 | 1041 | 1400 |
| 所得税 | 120 | 103 | 176 | 250 | 339 |
| 少数股东损益 | 57 | 13 | 13 | 18 | 24 |
| 归属于母公司净利润 | 304 | 552 | 555 | 773 | 1037 |

主要财务比率

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | -13% | -7% | 26% | 34% | 29% |
| 营业利润 | 240% | 39% | 11% | 40% | 35% |
| 净利润 | 264% | 81% | 1% | 39% | 34% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 35.8% | 32.8% | 34.7% | 35.8% | 36.9% |
| 净利率 | 11.5% | 22.3% | 17.9% | 18.5% | 19.2% |
| ROE | 8.0% | 13.2% | 12.3% | 15.3% | 17.9% |
| ROIC | 8.0% | 10.7% | 11.8% | 14.6% | 17.2% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 50.1% | 36.0% | 34.9% | 37.1% | 38.4% |
| 净负债比率 | 7.8% | 7.7% | 3.7% | 3.2% | 2.7% |
| 流动比率 | 1.6 | 2.3 | 2.6 | 2.5 | 2.5 |
| 速动比率 | 0.7 | 1.5 | 1.6 | 1.5 | 1.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.6 |
| 存货周转率 | 0.7 | 0.8 | 1.2 | 1.3 | 1.3 |
| 应收帐款周转率 | 2.4 | 2.7 | 4.2 | 4.4 | 4.3 |
| 应付帐款周转率 | 0.9 | 1.0 | 1.3 | 1.4 | 1.3 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| EPS | 0.22 | 0.40 | 0.40 | 0.55 | 0.74 |
| 每股经营现金 | -0.49 | 0.68 | 0.42 | 0.42 | 0.55 |
| 每股净资产 | 2.72 | 3.00 | 3.24 | 3.63 | 4.15 |
| 每股股利 | 0.11 | 0.16 | 0.16 | 0.22 | 0.30 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 110.4 | 60.9 | 60.5 | 43.4 | 32.4 |
| PB | 8.8 | 8.0 | 7.4 | 6.6 | 5.8 |
| EV/EBITDA | 67.4 | 45.7 | 38.8 | 31.0 | 24.7 |

分析师承诺

负责本研究报告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。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014年7月加盟招商证券，历任华创证券研究所机械军工研究员、北京东方永泰投资管理有限公司总裁助理。2016年新财富第五名，水晶球第四名，第一财经最佳分析师第二名。2017年新财富第三名，水晶球第三名。

岑晓翔，对外经济贸易大学金融硕士，本科自动化专业，2016年加盟招商证券。

杨雨南，杜克大学经济学硕士，加州大学伯克利分校经济学学士，2020年加盟招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。