

方正证券研究所证券研究报告

中航高科(600862)

公司研究

国防军工行业

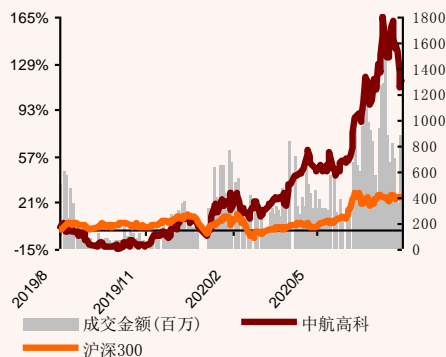
公司财报点评

2020.08.27/强烈推荐(维持)

首席军工分析师：孟祥杰
 执业证书编号：S1220519110009
 E-mail mengxiangjie@foundersec.com

联系人：吴坤其
 E-mail: wukunqi@foundersec.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

- 《业绩高速增长，聚焦复材主业景气度正高》2020.04.29
- 《2019年业绩大幅增长，看好公司复材业务长期向好发展》2020.03.16
- 《2019年业绩大幅增长，看好公司复合材料业务持续向好发展》2020.01.21

请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件：公司公告 2020 年半年报，2020 年上半年公司实现营业收入 17.69 亿元，同比增长 22.26%；实现归母净利润 3.22 亿元，同比增长 28.93%，对应每股收益（稀释）0.23 元。

点评：

1. 报告期内公司新材料业务实现归母净利润同比增长 77.98%，机床业务减亏，整体业绩实现较快增长，利润总额已完成全年工作目标的 94.10%。（1）2020 年上半年公司实现营业收入 17.69 亿元，同比增长 22.26%，主要原因系航空复合材料业务收入实现较大幅增长。报告期内，航空复材业务收入增长最快，实现收入 16.94 亿元，同比增长 50.55%，占公司整体营收比重达 95.79%，较去年同期占比提升约 16pct。受疫情影响等，上半年公司机床业务在订单交付及发货方面出现一定程度的延期，机床装备业务报告期内实现营收 0.47 亿元，同比减少 3.75%；优材百慕（主营刹车副等航空材料）实现收入 973.15 万元，同比增长 2.45%，且主要为民航业务收入；京航生物（骨科植入物等业务的经营主体）报告期内实现营收 1191 万元，同比下降 47.35%。（2）报告期内实现归母净利润 3.22 亿元，同比增长 28.93%，其中新材料业务实现归母净利润 3.39 亿元，同比增长 77.98%。报告期内归母净利润增速快于营收增速主要原因为：①高毛利率新材料业务销售规模的较快增长和航空工业复材销售产品结构变化引起的毛利率提升；②受疫情期间销售人员费用减少、母公司存款利息收入增加等影响，上半年销售期间费用率（含研发费用）较去年同期减少 2.08pct 至 10.17%；③在江苏致豪股权转让退出等影响下，公司当期实际所得税费用率较去年同期减少 1.97pct 致 3.10%。（3）**资产负债表端**，①存货期末账面值同比减少 58.39%，主要是系 2019 年末江苏致豪股权转让退出导致存货减少及子公司航空工业复材收入规模增长，加快了存货周转；②报告期末在建工程同比减少 71.91%，主要系子公司航空工业复材园区二期建设转固定资产所致；③预收款项减少（同比减少 94.81%）主要系根据新收入准则，将预收款项中属于合同负债的调至合同负债科目核算，以及 2019 年末江苏致豪股权转让退出减少所致。（4）**现金流量表端**，在剔除上年同期江苏致豪经营性净流量后，本期经营性净流量与上年同期比减少 1.38 亿元，主要是子公司航空工业复材本期原材料采购支出同比增加所致。（5）**报告期内新材料业务新产品、新领域均有所发展或实现突破**。据公司半年报，报告期内，公司进一步开拓粉末冶金摩擦材料、碳化硅陶瓷材料、炭/炭复合材料产品在航天、兵器、汽车等领域的新市场，完成向 FACC 供货的蜂窝产品试制及相关工艺改造和验证，民

航刹车领域研发的 A321-100/200 飞机用炭/炭（简称 C/C）刹车盘副获适航批准并被颁发 PMA 证书等，建议关注相关新产品、新领域发展对公司后期持续增长动能的贡献。

2. 核心逻辑：（1）赛道好，市场空间广，航空复材领域逆周期属性强、营业利润率持续较高，未来 3 年有望维持 30%左右的复合增长。（2）壁垒高，背靠中航工业集团，公司技术、渠道卡位双壁垒并存，且产品整体毛利率有望稳步提升。（3）短期看装备增长需求，配置公司一定程度上等效于配置所有主机厂主力在研、批产装备；中期看改革，航空工业集团推进提质增效、落实专业化整合的战略部署，在直接持有中航高科股权后，亦有助于推动内部资源整合、促进相关产业的发展，有望为公司提供更强有力的支持；远期看商用飞机，美国赫氏近 3 年接近 70%的营收源自商用领域（Commercial Aerospace），后续随着我国 ARJ21、C919、CRJ929 等逐步获得国际适航条件，公司有望获得蓝海空间，且拿适航证过程中市场关注度较高，有望从估值端催化公司市值表现。

3. 盈利预测与投资评级：维持公司“强烈推荐”评级，我们对公司 2020/21/22 年的 EPS 预测分别为 0.37/0.53/0.74 元，对应 2020/21/22 年 PE 为 65/45/32 倍。

4. 风险提示：下游需求订单不及预期；市场竞争加剧致盈利能力下滑的风险；产品定价机制调整的风险等

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,473.40	3,129.84	4,287.60	5,703.36
(+/-) (%)	-6.8%	26.5%	37.0%	33.0%
净利润	551.58	511.54	731.64	1,024.89
(+/-) (%)	81.4%	-7.3%	43.0%	40.1%
EPS(元)	0.40	0.37	0.53	0.74
P/E	27.83	64.57	45.14	32.23

数据来源：wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,338.01	5,292.50	6,621.52	8,288.82	营业总收入	2,473.40	3,129.84	4,287.60	5,703.36
现金	1,918.04	2,464.82	3,212.41	4,217.09	营业成本	1,662.15	2,123.60	2,896.27	3,788.17
应收账款	647.04	782.89	1,018.45	1,287.55	营业税金及附加	16.28	20.97	28.73	38.21
其它应收款	5.08	6.00	8.22	10.94	营业费用	58.14	41.00	62.17	90.11
预付账款	59.63	74.33	101.37	132.59	管理费用	278.38	226.29	308.28	409.50
存货	1,489.20	1,742.51	2,051.20	2,401.08	财务费用	0.22	0.00	0.00	0.00
其他	219.01	221.95	229.88	239.57	资产减值损失	-10.49	4.18	6.36	6.71
非流动资产	2,202.50	2,344.02	2,499.74	2,658.72	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	110.82	110.82	110.82	110.82	投资净收益	249.30	20.97	29.16	38.78
固定资产	1,215.31	1,353.71	1,494.84	1,637.61	营业利润	664.45	719.71	995.75	1,381.95
无形资产	462.37	464.80	467.68	470.88	营业外收入	4.93	0.00	0.00	0.00
其他	414.00	414.68	426.40	439.41	营业外支出	1.90	0.00	0.00	0.00
资产总计	6,540.51	7,636.52	9,121.26	10,947.55	利润总额	667.48	719.71	995.75	1,381.95
流动负债	1,847.70	2,373.14	3,057.83	3,785.74	所得税	103.02	172.96	212.27	293.55
短期借款	230.00	217.40	196.10	170.30	净利润	564.46	546.76	783.49	1,088.40
应付账款	1,260.90	1,566.81	2,078.17	2,629.93	少数股东损益	12.87	35.22	51.84	63.52
其他	356.80	588.93	783.56	985.52	归属母公司净利润	551.58	511.54	731.64	1,024.89
非流动负债	504.90	504.90	504.90	504.90	EBITDA	609.51	734.74	978.95	1,336.19
长期借款	260.00	260.00	260.00	260.00	EPS (元)	0.40	0.37	0.53	0.74
其他	244.90	244.90	244.90	244.90					
负债合计	2,352.60	2,878.04	3,562.73	4,290.64	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	6.95	42.17	94.01	157.53	成长能力				
股本	1,680.19	1,680.19	1,680.19	1,680.19	营业收入	-6.8%	26.5%	37.0%	33.0%
资本公积	1,449.13	1,449.13	1,449.13	1,449.13	营业利润	38.9%	8.3%	38.4%	38.8%
留存收益	1,051.63	1,586.98	2,335.20	3,370.05	归属母公司净利润	81.4%	-7.3%	43.0%	40.1%
归属母公司股东权益	4,180.95	4,716.30	5,464.52	6,499.37	获利能力				
负债和股东权益	6,540.51	7,636.52	9,121.26	10,947.55	毛利率	32.8%	32.2%	32.5%	33.6%
					净利率	22.3%	16.3%	17.1%	18.0%
					ROE	13.2%	10.8%	13.4%	15.8%
					ROIC	6.5%	9.3%	11.6%	13.8%
					偿债能力				
					资产负债率	36.0%	37.7%	39.1%	39.2%
					净负债比率	56.2%	60.5%	64.1%	64.5%
					流动比率	2.35	2.23	2.17	2.19
					速动比率	1.51	1.46	1.46	1.52
					营运能力				
					总资产周转率	0.38	0.41	0.47	0.52
					应收账款周转率	3.82	4.00	4.21	4.43
					应付账款周转率	1.96	2.00	2.06	2.17
					每股指标(元)				
					每股收益	0.40	0.37	0.53	0.74
					每股经营现金	0.68	0.53	0.69	0.88
					每股净资产	3.00	3.39	3.92	4.67
					估值比率				
					P/E	27.83	64.57	45.14	32.23
					P/B	3.67	7.00	6.04	5.08
					EV/EBITDA	28.06	51.54	37.89	26.99

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明:

- 强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;
- 推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;
- 中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;
- 减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明:

- 推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;
- 中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;
- 减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com