



中航证券研究所  
分析师: 张超  
证券执业证书号: S0640519070001  
分析师: 梁晨  
证券执业证书号: S0640519080001  
电话: 010-59562516  
邮箱: liangc@avicsec.com

行业分类: 军工

2021 年 3 月 30 日

|                     |         |
|---------------------|---------|
| 公司投资评级              | 买入      |
| 当前股价(2021.3.30)     | 45.99 元 |
| 目标价格                | 50.00 元 |
| 基础数据 (2021.03.30)   |         |
| 上证指数                | 3456.68 |
| 总市值 (亿元)            | 183.96  |
| 总股本 (亿股)            | 4.00    |
| 流通 A 股 (亿股)         | 2.64    |
| 资产负债率 (2020)        | 12.73%  |
| ROE (平均) (2020)     | 21.47%  |
| PE (TTM)            | 79.18   |
| PB (LF)             | 15.53   |
| 近一年公司与沪深 300 走势对比图  |         |
|                     |         |
| 资料来源: wind, 中航证券研究所 |         |

- **事件:** 公司 3 月 30 日公告, 2020 营收 3.90 亿元 (+66.14%), 归母净利润 2.32 亿元 (+70.09%), 毛利率 83.89% (+1.54pcts), 净利率 59.65% (+1.39pcts)。
- **投资要点:**
  - **大额订单驱动公司业绩跨步增长:** 公司 2020 年营收、归母净利润同比增长 66.14% 和 70.09%。报告期内公司碳纤维及织物共实现销售 116.16 吨, 同比增长 45.47%, 主要得益于 2020 年与客户签订 2.65 亿元的大额订单全部执行完毕, 推动了公司产品销量的大幅提升, 而后续合同的签订正在按计划有序推进。分产品看, 公司销售产品主要为**高性能碳纤维** (收入 3.29 亿元, +85.27%) 及**碳纤维织物** (收入 0.60 亿元, +12.30%)。公司高性能碳纤维的产能及销售量的释放一定程度上助力了公司业绩的大幅上涨。此外公司 2020 年 ROE 提升明显 (21.47%, +4.52pcts), 盈利能力快速提升。
  - **规模效应进一步体现, 毛利率再创新高:** 公司 2020 年毛利率为 83.89% (+1.54pcts), 为历史最高, **碳纤维行业规模效应明显**, 随着公司产量的提高, 公司毛利率水平得到进一步提升。同时公司继续发挥产品技术壁垒优势, 有望保持毛利率维持高位。分产品来看, 碳纤维、碳纤维织物毛利率分别为 84.15% (+2.34pcts) 和 82.42% (-0.66pcts)。
  - **加大科研力度研发新产品, 为持续快速发展提供保障:** 公司 2020 年研发费用为 3068.57 万元, 大幅增长 83.87%。研发人员数量增加至 40 人 (+42.86%)。公司按“探索一代、预研一代、研制一代、批产一代”的研制思路, 不断加大研发力度, 先后完成 T800 级碳纤维工艺技术研究及产业化、M40J 项目等的验收工作。从三费来看, 公司 2020 年三费总额为 8705.17 万元 (+92.15%), 其中主要是管理费用 (8388.80 万元, +103.28%) 的大幅增加, 是由于折旧费用、职工薪酬及修理费增加所致。此外公司 2020 年经营现金流为 2.98 亿元 (+162.60%), 受销售回款影响, 公司货币资金同比大幅增长 170.22%。**我们认为公司的科研策略及较好的现金流将支持公司的研发投入, 为公司未来持续发展提供保障。**
  - **“千吨级”项目已转固, 打开产能瓶颈:** 公司生产的高性能碳纤维主要为 ZT7 系列 (高于 T700 级) 碳纤维, 产能 100 吨。公司于 2016 年 6 月开工建设“1000 吨/年”级碳纤维扩建项目, 总投资 5.52 亿元, 已于 2020 年建成转固。项目的建成将进一步提升公司高性能碳纤维产品的产能和工艺水平, 可以生产 ZT7 系列 (高于 T700 级)、ZT8 系列 (T800 级) 和试制 ZT9 系列 (T1000/T1100 级) 碳纤维, **满足不同高端客户和业务发展的需求, 打开公司未来业绩成长空间。**
  - **航空航天发展持续带动高性能碳纤维需求:** 目前国内碳纤维主要应用于航空航天、体育休闲等领域, 其中体育休闲领域占绝大多数, 而在航空航天、新能源装备等方,

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

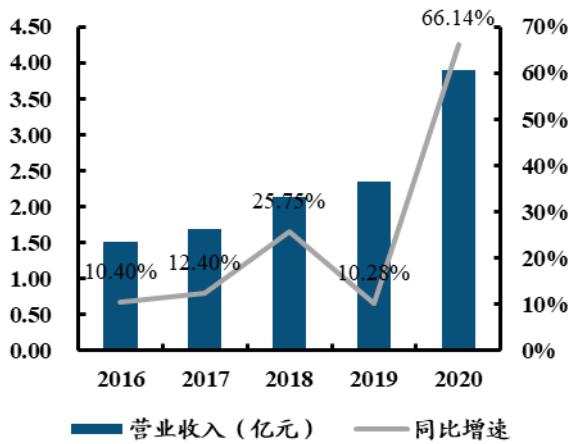
联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航  
资本大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59562524  
传真: 010-59562637

面的应用水平偏低。未来我国航空航天事业的飞速发展将带来对碳纤维的持续需求尤其是军机换代对高性能碳纤维需求出现爆发式增长。国产高性能碳纤维将继续保持良好的增长态势，需求结构进一步向高端应用领域靠拢。公司主要生产 ZT7 及以上级高性能碳纤维系列产品，与一般民用产品有所不同，是航空航天高端碳纤维应用高技术壁垒和高起点竞争的体现，**随着公司产能进一步提升，将提高公司核心竞争力，巩固公司在国内航空航天领域及民用中高端市场的地位。**

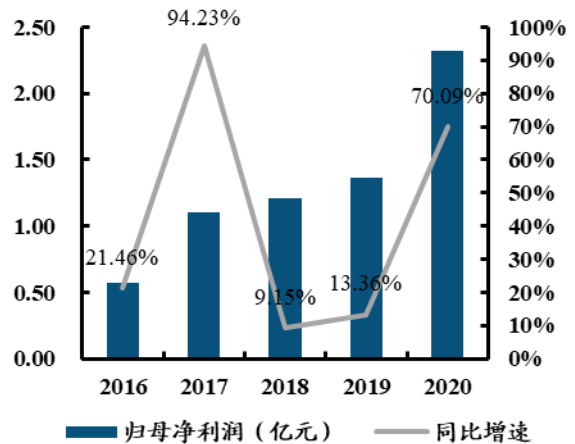
- **投资建议:** 作为具有完全自主知识产权的国产高性能碳纤维及相关产品研发制造商，公司成功打破发达国家对宇航级碳纤维的技术装备封锁，深度绑定军工供应体系，随着航空航天产业的高速发展，公司业绩有望得到持续增长。同时新增“千吨级”产能建成落地，打破产能限制，进一步推动公司高性能碳纤维产品在航空航天领域及中高端民用市场的应用，打开市场空间，有望继续增厚盈利水平。我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 6.09 亿元、8.88 亿元和 11.40 亿元，归母净利润分别为 3.07 亿元、4.52 亿元和 5.74 亿元，EPS 分别为 0.77 元、1.13 元和 1.44 元。我们给予“买入”评级，目标价 50.00 元，对应 2021-2023 年预测 EPS 的 65 倍、44 倍及 35 倍 PE。
- **风险提示:** 军品市场需求低于预期、新增产能投产不畅、原材料价格上涨，碳纤维降价。
- **盈利预测:**

| 单位:百万元     | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E   |
|------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入       | 234.45 | 389.52 | 609.48 | 887.83 | 1139.66 |
| 增长率 (%)    | 10.28% | 66.14% | 56.47% | 45.67% | 28.36%  |
| 归属母公司股东净利润 | 136.60 | 232.34 | 306.55 | 452.13 | 574.07  |
| 增长率 (%)    | 13.36% | 70.09% | 31.94% | 47.49% | 26.97%  |
| 每股收益 (EPS) | 0.34   | 0.58   | 0.77   | 1.13   | 1.44    |

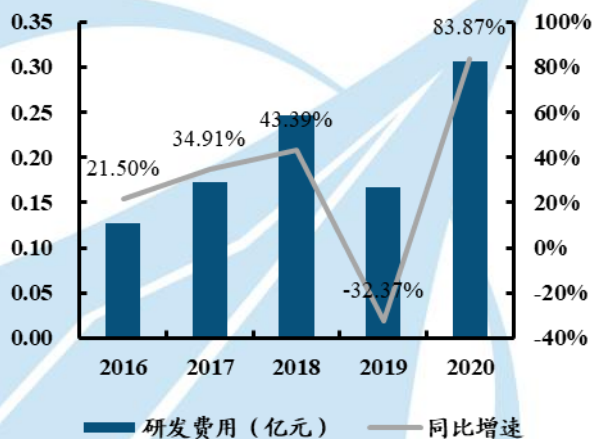
数据来源: WIND, 中航证券研究所

**公司主要财务数据**
**图 1: 公司近 5 年营业收入及增速情况**


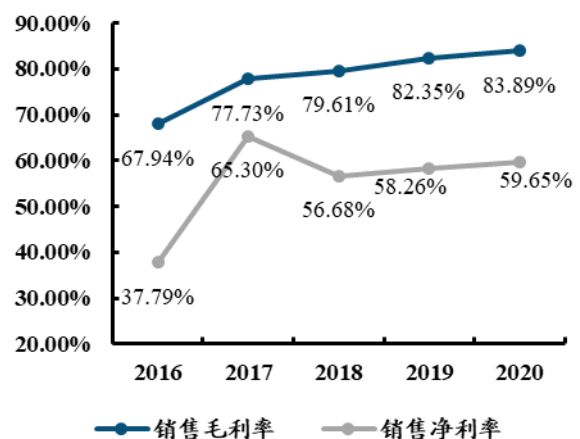
资料来源: wind, 中航证券研究所

**图 2: 公司近 5 年归母净利润及增速情况**


资料来源: wind, 中航证券研究所

**图 3: 公司近 5 年研发费用情况**


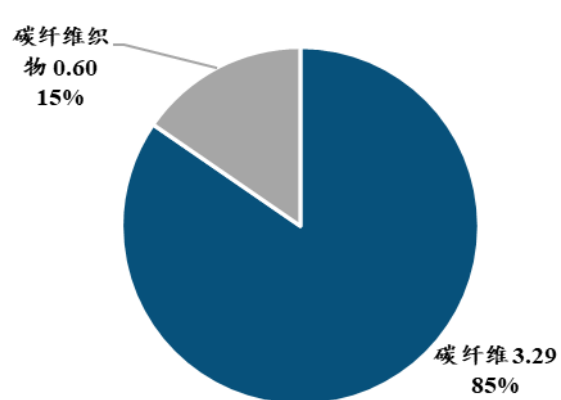
资料来源: wind, 中航证券研究所

**图 4: 公司近 5 年毛利率及净利率情况**


资料来源: wind, 中航证券研究所

**图 3: 公司近 5 年三费情况 (亿元)**


资料来源: wind, 中航证券研究所

**图 4: 公司 2020 产品结构 (亿元)**


资料来源: wind, 中航证券研究所



| 报表预测 ( 百万元 )      |               |                |                |                |                |                |
|-------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 利润表               | 2018A         | 2019A          | 2020A          | 2021E          | 2022E          | 2023E          |
| 营业收入              | 212.60        | 234.45         | 389.52         | 609.48         | 887.83         | 1139.66        |
| 减: 营业成本           | 43.35         | 41.37          | 62.75          | 101.93         | 148.29         | 203.81         |
| 营业税金及附加           | 1.29          | 1.96           | 2.13           | 4.04           | 5.89           | 7.56           |
| 营业费用              | 2.93          | 3.34           | 2.42           | 6.96           | 10.14          | 13.02          |
| 管理费用              | 39.98         | 41.27          | 83.89          | 131.26         | 191.21         | 245.44         |
| 财务费用              | 2.20          | 0.69           | 0.75           | -7.18          | -11.44         | -17.37         |
| 资产减值损失            | -0.54         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>营业利润</b>       | <b>99.08</b>  | <b>123.85</b>  | <b>216.19</b>  | <b>317.47</b>  | <b>488.74</b>  | <b>632.19</b>  |
| 加: 其他非经营损益        | 41.27         | 35.43          | 52.84          | 43.18          | 43.18          | 43.18          |
| <b>利润总额</b>       | <b>140.34</b> | <b>159.28</b>  | <b>269.03</b>  | <b>360.64</b>  | <b>531.92</b>  | <b>675.37</b>  |
| 减: 所得税            | 19.84         | 22.68          | 36.68          | 54.10          | 79.79          | 101.31         |
| <b>净利润</b>        | <b>120.50</b> | <b>136.60</b>  | <b>232.34</b>  | <b>306.55</b>  | <b>452.13</b>  | <b>574.07</b>  |
| 减: 少数股东损益         | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>120.50</b> | <b>136.60</b>  | <b>232.34</b>  | <b>306.55</b>  | <b>452.13</b>  | <b>574.07</b>  |
| 资产负债表             | 2018A         | 2019A          | 2020A          | 2021E          | 2022E          | 2023E          |
| 货币资金              | 89.56         | 74.31          | 200.80         | 442.55         | 581.49         | 971.70         |
| 应收和预付款项           | 189.67        | 243.69         | 283.66         | 458.04         | 682.45         | 959.09         |
| 存货                | 12.23         | 26.59          | 28.68          | 45.88          | 68.83          | 96.36          |
| 其他流动资产            | 30.80         | 108.03         | 82.13          | 82.13          | 82.13          | 82.13          |
| 长期股权投资            | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 投资性房地产            | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 固定资产和在建工程         | 568.37        | 710.42         | 711.37         | 706.14         | 700.91         | 695.68         |
| 无形资产和开发支出         | 39.33         | 36.10          | 35.14          | 35.14          | 35.14          | 35.14          |
| 其他非流动资产           | 10.51         | 5.25           | 15.69          | 11.04          | 11.04          | 11.04          |
| <b>资产总计</b>       | <b>940.45</b> | <b>1204.39</b> | <b>1357.48</b> | <b>1780.93</b> | <b>2161.98</b> | <b>2851.14</b> |
| 短期借款              | 5.90          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 应付和预收款项           | 86.93         | 115.46         | 75.73          | 233.71         | 216.34         | 399.62         |
| 长期借款              | 100.00        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他负债              | 115.06        | 109.00         | 97.07          | 0.68           | 0.68           | 0.68           |
| <b>负债合计</b>       | <b>307.88</b> | <b>224.46</b>  | <b>172.81</b>  | <b>234.39</b>  | <b>217.02</b>  | <b>400.30</b>  |
| 股本                | 360.00        | 400.01         | 400.01         | 400.01         | 400.01         | 400.01         |
| 资本公积              | 0.00          | 170.74         | 170.74         | 170.74         | 170.74         | 170.74         |
| 留存收益              | 272.57        | 409.18         | 613.92         | 884.05         | 1282.47        | 1788.35        |
| <b>归属母公司股东权益</b>  | <b>632.57</b> | <b>979.92</b>  | <b>1184.67</b> | <b>1454.80</b> | <b>1853.22</b> | <b>2359.09</b> |
| 少数股东权益            | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>股东权益合计</b>     | <b>632.57</b> | <b>979.92</b>  | <b>1184.67</b> | <b>1454.80</b> | <b>1853.22</b> | <b>2359.09</b> |
| 负债和股东权益合计         | 940.45        | 1204.39        | 1357.48        | 1689.19        | 2070.24        | 2759.39        |
| 现金流量表             | 2018A         | 2019A          | 2020A          | 2021E          | 2022E          | 2023E          |
| 经营性现金净流量          | 181.21        | 113.46         | 297.83         | 234.23         | 144.42         | 404.23         |
| 投资性现金净流量          | -183.91       | -223.27        | -102.26        | 36.70          | 36.70          | 36.70          |
| 筹资性现金净流量          | 55.70         | 94.62          | -69.05         | -29.18         | -42.19         | -50.72         |
| <b>现金流量净额</b>     | <b>53.00</b>  | <b>-15.19</b>  | <b>126.52</b>  | <b>241.75</b>  | <b>138.94</b>  | <b>390.21</b>  |

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。
- 梁晨, SAC 执业证书号: S0640519080001, 北京科技大学材料硕士, 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。