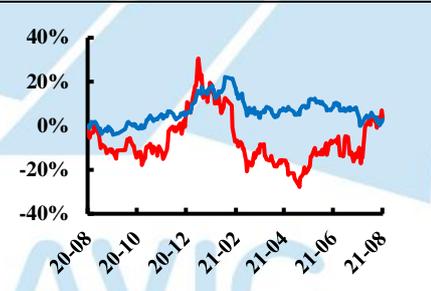


军民品互动发展, 增长动力十足

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
 分析师: 刘琛
 证券执业证书号: S0640520050001
 电话: 010-59562516
 邮箱: liangc@avicsec.com

行业分类: 军工

2021年8月24日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.8.24)	82.72 元
目标价格	100 元
基础数据 (2021.8.24)	
上证指数	3514.47
总市值 (亿元)	428.78
总股本 (亿股)	5.18
流通 A 股 (亿股)	5.08
资产负债率 (2021H1)	20.11%
ROE (平均) (2020)	18.65%
PE (TTM)	59.22
PB (LF)	11.25
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 8 月 24 日公告, 2021H1 营收 12.83 亿元 (+27.73%), 归母净利润 4.34 亿元 (+23.40%), 毛利率 50.53% (-3.51pcts), 净利率 33.75% (-1.23pcts)。
- **投资要点:**
- **军用碳纤维主力供应商:** 公司是我国最早实施碳纤维国产化事业的民营企业, 打破西方国家的垄断及封锁, 是我国航空航天领域碳纤维主力供应商。公司积极开发民用碳纤维产品, 实行“寓军于民、军品优先、军民共用、以民养军、军民品互动发展的军、民融合”发展战略。
 - **业绩稳步提升, 航空航天业务持续发力:** 2021H1 公司收入同比增长 27.73%, 归母净利润增长 23.40%, 继续创出最好中报业绩, 具体业务来看:
 1. **碳纤维及织物:** 2021H1 实现收入 7.30 亿元(+26.35%), 毛利率为 75.61%(-2.97pcts)。业务板块稳定增长, 其中 Q1 实现 3.59 亿元, Q2 实现 3.71 亿元, 总体维持稳定交付, 我们认为随着下游航空航天需求的快速放量, 军品碳纤维方面有望持续维持高速增长。
 2. **碳梁:** 2021H1 实现收入 3.12 亿元 (+0.27%), 毛利率为 11.33% (-9.55pcts)。碳梁业务受上半年主要原材料碳纤维供应紧张、价格上涨以及汇率变化的影响, 产品订单交付不足, 产品盈利能力下降, 我们认为在碳达峰、碳中和战略目标的引领下, 随着原材料市场失衡状况的缓解, 公司相关业务有望持续向好。
 3. **预浸料:** 2021H1 实现收入 1.98 亿元 (+114.07%), 毛利率为 29.69% (+6.38pcts)。预浸料业务的快速增长主要受益于风电预浸料订单贡献, 未来随着公司积极拓展产品应用领域, 在航空航天、风电、轨道交通等高端工业应用需求的牵引下, 公司有望调整产业结构, 扩大板块业务规模。
 - **围绕主营开展工作, 经营效率持续增强:** 公司整体经营业绩稳定增长的同时, 费用率 (12.11%, -3.33pcts) 降低, 经营效率提升。具体来看, 管理费用 (0.31 亿元, -12.63%) 减少主要系办公费减少所致; 销售费用 (0.13 亿元, +34.06%) 增加主要系随着销量增加, 运费增加所致; 财务费用 (0.03 亿元, +18.51%) 增加主要系汇率波动形成汇兑损失所致; 研发费用 (1.07 亿元, +0.85%) 维持小幅增长。
 - **存货增加, 备产备货, 未来业绩有望进一步增厚:** 公司存货 3.91 亿元 (较期初 +36.40%), 主要系各类民品生产规模扩大所致, 其中原材料 1.58 亿元 (较期初 +22.58%)、在产品 0.46 亿元 (较期初 +73.50%), 库存商品 1.44 亿元 (较期初 +31.50%), 未来转化至利润表将增厚业绩。

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

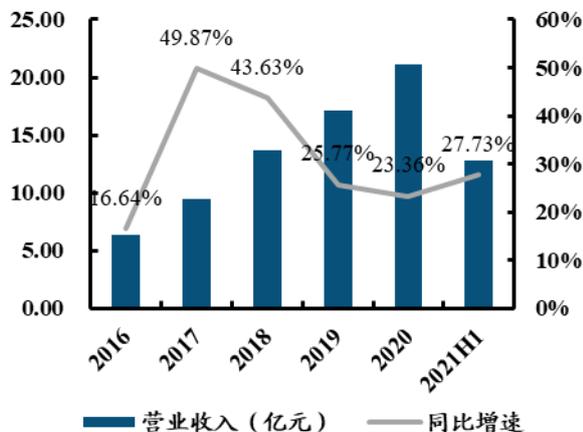
- **募投项目完成，产能开始逐步释放：**2021 年 H1，公司以 T700S 级/T800S 级碳纤维为产品（2000 吨/年）的高强度碳纤维高效制备技术产业化项目建成投产，以 M40J/M55J 级碳纤维为产品（20 吨/年）的高强高模碳纤维产业化项目开始批产，随着工艺生产磨合成熟，两个募投项目逐步进入正常生产状态，持续扩大公司军品产能。此外，公司包头万吨级大丝束项目一期在建产能 4000 吨，预计 2022 年建成投产，该项目投建有望助力公司风电碳梁业务快速发展。
- **全产业链布局，坚持“两高一低”碳纤维发展战略：**公司全产业链布局有利于公司快速开展系统研究并及时获取评价及反馈信息，在核心技术的消化吸收、新产品的应用开发、工艺的成熟稳定以及产品质量的跟踪反馈、装备保障等方面形成综合技术能力；公司坚持高强、高模、低成本的“两高一低”碳纤维发展战略，紧跟国际前沿和国家所需，形成系列化、多元化碳纤维产品。报告期内，公司优化组织各类军、民用纤维和织物的产品交付。航空应用的批产业务稳定成长、储备产品产销规模逐步扩大，航天应用开始启动并逐步形成贡献，公司民品业务的拓展，也有望受益于新能源产业发展对高端碳纤维的需求快速增长。
- **投资建议：**公司作为我国航空航天领域主力供应商，在军品业务高速稳定发展的同时，持续做好产业链整体战略布局，抢抓重点市场，不断向下游及民品延伸，此外募投项目的完成以及包头项目未来的落地将打开公司产能上限，公司未来前景光明。我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 26.57 亿元、32.91 亿元和 40.89 亿元，归母净利润分别为 8.02 亿元、10.05 亿元和 12.64 亿元，EPS 分别为 1.55 元、1.94 元和 2.44 元，我们维持“买入”评级，目标价 100 元，对应 2021-2023 年预测 EPS 的 65 倍、52 倍及 41 倍 PE。
- **风险提示：**产能投产不顺，原材料价格上涨，技术研发进度不及预期。
- **盈利预测：**

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1714.95	2115.52	2656.56	3291.22	4089.13
增长率 (%)	25.77%	23.36%	25.57%	23.89%	24.24%
归属母公司股东净利润	521.79	641.71	801.83	1004.68	1263.59
增长率 (%)	38.56%	22.98%	24.95%	25.30%	25.77%
销售毛利率	48.01%	49.81%	48.32%	48.21%	47.99%
每股收益 (EPS)	1.01	1.24	1.55	1.94	2.44

数据来源: WIND, 中航证券研究所

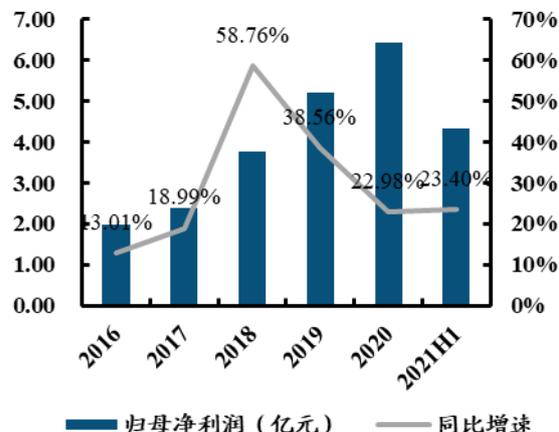
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司近 5 年及 21H1 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 年及 21H1 归母净利润及增速情况



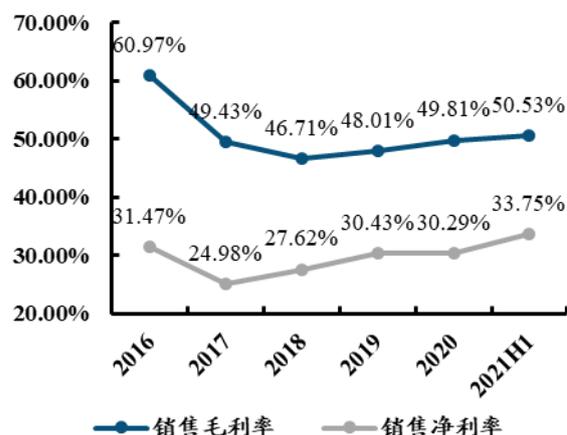
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近 5 年及 21H1 研发费用情况



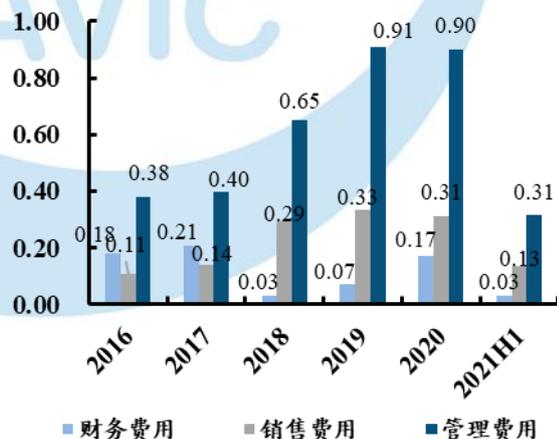
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司近 5 年及 21H1 毛利率及净利率情况



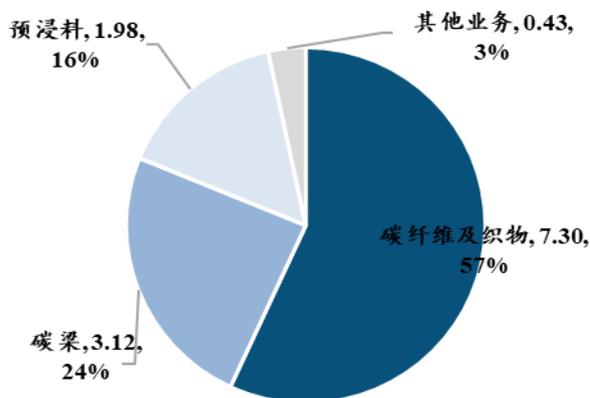
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近 5 年及 21H1 三费情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司 2021H1 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)

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表						
营业收入	1363.56	1714.95	2115.52	2656.56	3291.22	4089.13
减: 营业成本	726.62	891.65	1061.83	1373.03	1704.60	2126.91
营业税金及附加	21.35	19.08	17.75	21.25	26.33	32.71
营业费用	29.44	33.41	31.06	38.52	47.72	59.29
管理费用	65.16	91.08	89.98	111.58	138.23	171.74
财务费用	3.02	7.03	17.13	8.62	11.00	13.66
资产减值损失	50.71	6.21	1.67	1.67	1.67	1.67
营业利润	426.42	627.96	729.21	901.90	1126.67	1413.15
加: 其他非经营损益	-3.77	-19.71	-4.30	-9.26	-9.26	-9.26
利润总额	422.65	608.25	724.90	892.64	1117.41	1403.89
减: 所得税	46.07	86.46	84.17	90.80	112.73	140.29
净利润	376.58	521.79	640.74	801.83	1004.68	1263.59
减: 少数股东损益	0.00	0.00	-0.97	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	376.58	521.79	641.71	801.83	1004.68	1263.59
资产负债表						
货币资金	503.87	869.38	1485.30	1624.37	2012.73	2510.64
应收和预付款项	1154.48	295.00	332.02	398.42	517.95	673.34
存货	180.44	296.85	286.33	343.59	446.67	580.68
其他流动资产	650.14	1251.99	742.76	732.34	831.14	959.58
长期股权投资	33.83	27.29	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	831.07	1066.86	1435.33	1560.23	1682.01	1800.70
无形资产和开发支出	150.38	146.36	260.13	265.01	268.90	271.78
其他非流动资产	82.99	108.80	106.82	95.93	124.71	162.12
资产总计	3587.20	4062.54	4648.68	5019.90	5884.12	6958.83
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	331.12	426.11	425.01	552.52	663.02	795.62
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	393.49	386.94	506.96	506.44	607.73	729.27
负债合计	724.61	813.05	931.97	1058.96	1270.75	1524.90
股本	370.25	518.35	518.35	518.35	518.35	518.35
资本公积	1594.58	1489.70	1512.64	1512.64	1512.64	1512.64
留存收益	897.76	1237.44	1605.20	2125.90	2778.33	3598.90
归属母公司股东权益	2862.59	3245.49	3636.19	4156.89	4809.32	5629.88
少数股东权益	0.00	4.00	80.52	80.52	80.52	80.52
股东权益合计	2862.59	3249.49	3716.71	4237.41	4889.84	5710.41
负债和股东权益合计	3587.20	4062.54	4648.68	5296.37	6160.59	7235.31
现金流量表						
经营性现金净流量	236.91	753.16	955.68	543.75	846.34	1033.72
投资性现金净流量	47.71	-153.53	-113.51	-128.21	-111.18	-99.57
筹资性现金净流量	-65.51	-181.13	-181.68	-276.47	-346.80	-436.24
现金流量净额	221.99	422.11	651.57	139.07	388.36	497.91

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, 中航证券金融研究所军工行业分析师。

刘琛, SAC 执业证书号: S0640520050001, 中航证券分析师, 北京航空航天大学新媒体学士, 2018 年加入中航证券研究所, 从事军工、通信行业研究。

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替行使独立判断。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。