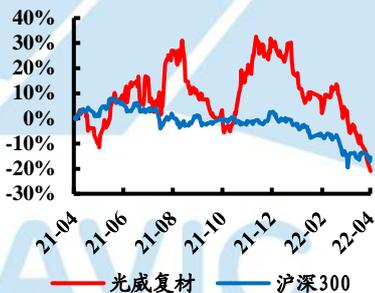


| | |
|------------------|---------|
| 公司投资评级 | 买入 |
| 当前股价(2022.4.12) | 51.48 元 |
| 目标价格 | 70.00 元 |
| 基础数据 (2022.4.12) | |
| 上证指数 | 3213.33 |
| 总市值 (亿元) | 266.85 |
| 总股本 (亿股) | 5.18 |
| 流通 A 股 (亿股) | 5.08 |
| 资产负债率 (2021) | 23.28% |
| ROE (摊薄) (2021) | 18.29% |
| PE (TTM) | 35.19 |
| PB (LF) | 6.44 |

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 4 月 12 日发布 2021 年度报告, 2021 年实现营收 26.07 亿元 (+23.25%), 归母净利润 7.58 亿元 (+18.18%), 毛利率 44.42% (-4.81pcts), 净利率 29.00% (-1.28pcts)。
- **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, 公司以碳纤维为核心, 碳纤维复合材料产业链上下游为主线, 发展以军用为牵引的国产碳纤维产业链, 打破西方国家的垄断, **为我国国防装备提供有力保障, 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, 盈利能力稳步增强:** 2021 年公司营收同比增长 23.25%, 归母净利润增长 18.18%, 公司 ROE (摊薄) 为 18.29% (+0.64pcts), 业绩持续创新高。在 2021 年产品降价的影响下, 公司净利润和扣非后净利润均保持稳定增长, 公司五大业务板块中增量利润主要来源于新增其他非定型碳纤维业务、预浸料和复合材料。具体业务来看:
 1. **碳纤维及织物:** 2021 年实现收入 12.75 亿元 (+18.32%), 毛利率为 70.05% (-5.11pcts)。这一板块公司今年拆分为定型纤维 (主要为 T300 级, 收入 9.03 亿元, 占比 71%, 毛利率 82.69%) 和非定型纤维 (主要为 T700 系列、T800 系列、MJ 系列, 收入 3.72 亿元, 占比 29%, 毛利率 39.36%), 2021 年该板块整体毛利率承压主要源于量产定型碳纤维的降价及低毛利率的非定型纤维贡献比例提高所致。而新增的非定型纤维业务今年贡献了较大的利润增量, 对业绩增长的贡献达到 70.33%。量产定型碳纤维业务虽然产品价格下降, 但是由于业务规模增大, 盈利能力或对利润形成的贡献保持基本稳定, 业绩增长贡献为 0.91%。我们认为新增非定型纤维未来随着批产交付, 有望带动公司新型碳纤维销售, 成为公司新的成长动力。
 2. **碳梁:** 2021 年实现收入 8.08 亿元 (+12.56%), 毛利率为 15.07% (-5.49pcts), 对业绩增长的贡献为 -22.09%。碳梁业务受上半年主要原材料碳纤维供应紧张、价格上涨以及疫情影响, 产品订单交付不足, 产品盈利能力下降, 2021H1 毛利率降至 11%。下半年公司进一步强化工业链管理, 盈利能力得到一定程度改善, 毛利率有所恢复。后续随着涨价压力缓解, 公司该板块业务盈利将持续恢复。
 3. **预浸料:** 2021 年实现收入 3.59 亿元 (+51.94%), 毛利率为 28.15% (+1.26pcts), 对业绩增长的贡献为 32.16%。2021 年公司预浸料在风电领域拓展顺利, 成功开发出适合风电叶片制造的碳纤维半预浸料, 成为预浸料板块业务收入增长的主要来源; 同时公司通过产业结构调整, 积极拓展产品在航空、航天、兵器、电子、船舶等领域的高端预浸料产品, 高附加值产品占比不断提高。

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



4. **复合材料:** 2021 年实现收入 0.96 亿元 (+141.00%), 毛利率为 23.17%, 对业绩增长的贡献为 17.75%。随着公司先进复材中心一期、二期的陆续投入使用, 业务开发和能力建设也取得快速进步, 公司复合材料收入的快速增长主要得益于公司多款无人机复材结构、航空复材部件的开发成功, 同时也带动公司业务向下游应用领域延伸, 公司取得了多家航空主机厂所部分零部件的供应商资质, 为提升公司与主机厂所的合作范围和深度, 取得了良好开端。
5. **光威精机:** 2021 年实现收入 0.48 亿元 (+60.46%), 毛利率为 21.85%, 对业绩增长的贡献为 1.57%。光威精机以高端航空市场为目标, 重点研发各类纤维缠绕装备、自动铺丝铺带装备和地面保障装备。公司研制的“高效高柔性大型数控铺丝系统”获得首届山东省新材料产业智能制造大赛一等奖, 公司主持起草的《碳纤维生产用高温碳化炉技术》、《高模量碳纤维生产用石墨化炉技术》两项碳纤维装备行业标准获得国家工信部批准, 为复合材料板块研制的首台套“双工位自动铺丝机”, 并通过商飞《国产铺丝机性能鉴定》。
- **公司经营效率持续增强:** 公司整体经营业绩稳定增长的同时, 三费率 (4.69%, -1.84pts) 大幅降低。具体来看, 管理费用 (0.95 亿元, +5.93%) 上升, 基本维持稳定; 销售费用 (0.17 亿元, -7.64%) 出现回落, 主要系公司广告业务宣传费用大幅下降 (40.15 万元, -81%); 财务费用 (0.10 亿元, -44.39%) 减少, 主要系无追索权保理及贴现同比减少 5.2 亿所致; 研发费用 (2.32 亿元, -15.25%) 有所回落, 主要系 T800H 级项目碳纤维研制任务已基本完成及 M40J 级项目结题。
 - **存货增加, 备产备货, 未来业绩有望进一步增厚:** 公司存货 4.12 亿元 (较期初 +43.88%), 主要系生产备料及产成品增加所致, 其中原材料 1.85 亿元 (较期初 +43.24%)、在产品 0.47 亿元 (较期初 +75.28%), 库存商品 1.37 亿元 (较期初 +25.79%), 未来转化至利润表将增厚业绩。
 - **疫情叠加降价影响, 2022Q1 业绩承压:** 公司公告 2022Q1 业绩预告, 实现收入 5.91 亿元 (-5.46%), 归母净利润 2.07 亿元 (-5.37%)。主要系批量供货的定型碳纤维产品价格同比下降, 影响该产品盈利; 以及受疫情影响, 部分业务板块停工停产, 物流中断, 影响生产和产品交付。具体来看, **碳纤维 (含织物) 业务** 实现收入 3.84 亿元, 同比增长约为 7%; **风电碳梁业务** 实现收入 1.41 亿元, 同比增长约为 2%; **预浸料业务** 因上年同期贡献较大的风电预浸料阶段性订单结束, 实现收入 0.48 亿元, 同比下降约为 56%。
 - **募投项目投产, 产能开始释放:** 2021 年公司碳纤维设计产能达到 2655 吨 (+43%, 在建 5030 吨), 碳梁产能 1020 万米 (+20%, 在建 170 万米), 预浸料产能 1375 万平方米 (持平, 在建 85 万平方米)。公司持续产能建设:
 - ① IPO 募投项目《高强高模型碳纤维产业化项目》和《军民融合高强度碳纤维高效制备技术产业化项目》在 2021 年全部建设完成, 并达到预期投资目标;
 - ② 完成某定型碳纤维产品原丝产能异地重建的等同性验证工作, 使该型号生产线碳纤维产能增加至每年 500 吨左右;
 - ③ 2021 年, 公司利用自有资金新建和改建两条碳纤维生产线, 一是新建以年产 30 吨 QM4035/QM4050 为目标的多功能碳纤维生产线, 以满足航天工程以及高端民品对高强高模碳纤维应用需求的快速增长。二是通过技改在原实验线基础上形成一条新的千吨级产业化生产线, 用于湿法工艺 800 级/700 级等产品的生产, 为两款产品

在下游航空装备领域的应用需求或潜在的订单做产能储备，计划 2022 年内建成；

④**内蒙古光威低成本碳纤维项目(规划 1 万吨)**，一期在建产能 4000 吨，预计 2022 年建成投产。公司对项目目的进行了一定调整，项目原初衷是为公司碳梁业务提供碳纤维原材料保障，同时兼顾民用市场增长预期。未来公司内蒙古光威项目会形成多种丝束规格产品共存、高低端搭配的产品结构，并随着市场环境的变化进行必要调整。

⑤**碳梁产能方面**，公司继续按计划稳步推进碳梁产能建设，完成 10 条合计年产 170 万米碳梁生产线，并新增 10 条合计 170 万米碳梁产能建设项目，建成后公司将拥有 70 条碳梁生产线，合计年产 1,190 万米碳梁生产能力，为后期国内主机厂基于碳梁工艺形成的增量风电市场储备必要合理产能。

⑥**先进复材研发中心方面**，2021 年公司以自有资金投资建设的先进复材研发中心二期建设基本完成，先进复材中心已基本形成以一期研发中心为主体的热压罐工艺及配套的高端复材业务的科研生产线、以二期厂房为主体的模压型材、管材和无人机等业务的批量化生产线。

- **全产业链布局，坚持“两高一低”碳纤维发展战略**：公司致力于成为碳纤维全产业链生产企业，2021 年公司拟承接各类复合材料的生产装配及各种高端精密仪器的研发，纵向布局，目前公司全产业链雏形已现。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。

- **投资建议**：公司作为我国航空航天领域碳纤维主力供应商，目前正处于新老产品交替的过渡期，未来公司单一产品或单一领域的依赖将会逐步降低，产品的多元化和业务的多元化将会为公司实现稳定成长奠定坚实基础。同时公司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。我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 32.97 亿元、40.94 亿元和 50.52 亿元，归母净利润分别为 9.72 亿元、11.78 亿元和 14.28 亿元，EPS 分别为 1.88 元、2.27 元和 2.76 元，我们维持“买入”评级，目标价 70 元，对应 2022-2024 年预测 EPS 的 37 倍、31 倍及 25 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。

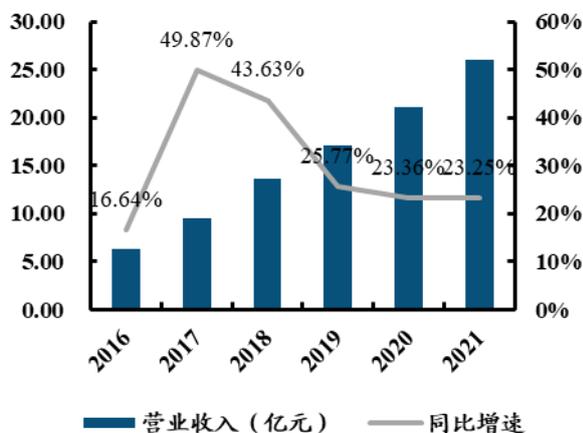
- **盈利预测**：

| 单位:百万元 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 2115.52 | 2607.31 | 3296.81 | 4094.39 | 5051.50 |
| 增长率 (%) | 23.36% | 23.25% | 26.45% | 24.19% | 23.38% |
| 归属母公司股东净利润 | 641.71 | 758.38 | 972.04 | 1177.80 | 1428.41 |
| 增长率 (%) | 22.98% | 18.18% | 28.17% | 21.17% | 21.28% |
| 销售毛利率 | 49.81% | 44.42% | 46.23% | 46.36% | 46.50% |
| 销售净利率 | 30.29% | 29.00% | 29.44% | 28.72% | 28.24% |
| 每股收益 (EPS) | 1.24 | 1.46 | 1.88 | 2.27 | 2.76 |

数据来源: WIND, 中航证券研究所

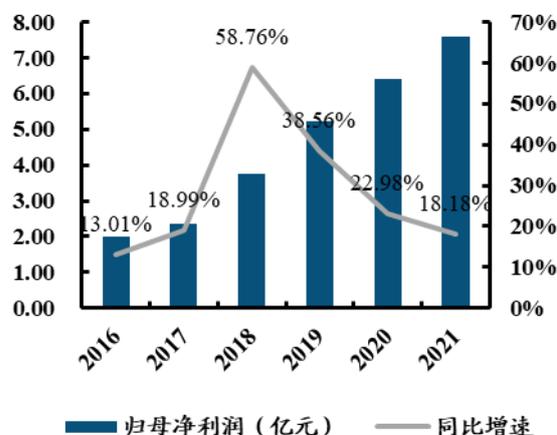
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司近 5 年营业收入及增速情况



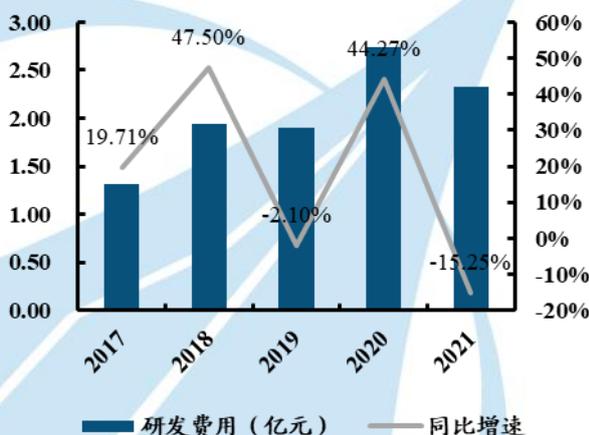
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近 5 年归母净利润及增速情况



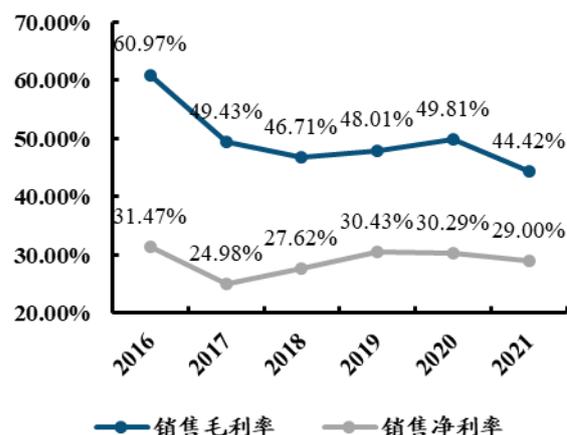
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近 5 年研发费用情况



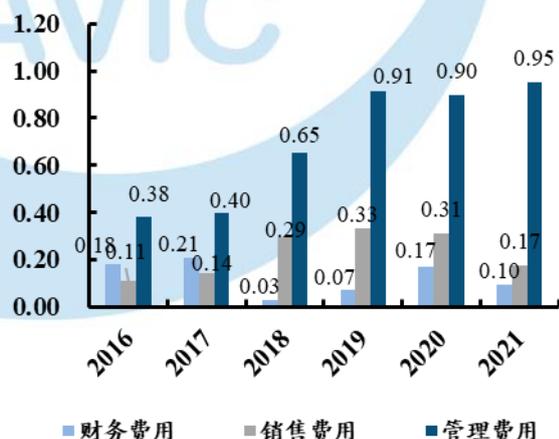
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司近 5 年毛利率及净利率情况



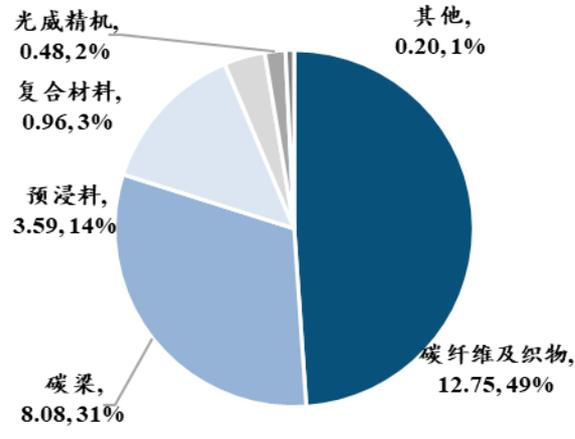
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司近 5 年三费情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 6: 公司 2021 产品结构 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所



| 单位:百万元 | 单位:百万元 | | | | | |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 会计年度 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 利润表 | | | | | | |
| 营业收入 | 1,714.95 | 2,115.52 | 2,607.31 | 3,296.81 | 4,094.39 | 5,051.50 |
| 减: 营业成本 | 891.65 | 1,061.83 | 1,449.05 | 1,772.62 | 2,196.13 | 2,702.69 |
| 税金及附加 | 19.08 | 17.75 | 21.49 | 27.42 | 33.90 | 41.92 |
| 主营业务利润 | 804.22 | 1,035.94 | 1,136.76 | 1,496.78 | 1,864.35 | 2,306.89 |
| 减: 销售费用 | 33.41 | 31.06 | 17.43 | 24.73 | 40.94 | 75.77 |
| 管理费用 | 91.08 | 89.98 | 95.31 | 123.63 | 163.78 | 202.06 |
| 研发费用 | 190.07 | 274.21 | 232.39 | 329.68 | 409.44 | 505.15 |
| 财务费用 | 7.03 | 17.13 | 9.53 | 8.52 | 6.43 | 4.16 |
| 经营性利润 | 482.63 | 623.57 | 782.10 | 1,010.22 | 1,243.77 | 1,519.76 |
| 加: 资产减值损失 | -6.21 | -1.67 | -0.83 | -5.19 | -6.45 | -7.96 |
| 信用减值损失 | 14.17 | 7.36 | 7.57 | 16.09 | 19.98 | 24.66 |
| 其他经营损益 | -0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | -6.54 | 5.53 | 1.60 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 23.02 | 17.10 | 9.35 | 9.50 | 10.00 | 10.00 |
| 资产处置收益 | -0.04 | 0.49 | 2.37 | 1.43 | 1.90 | 1.67 |
| 其他收益 | 120.92 | 76.82 | 50.30 | 63.56 | 56.93 | 60.24 |
| 营业利润 | 627.96 | 729.21 | 852.45 | 1,095.61 | 1,326.13 | 1,608.36 |
| 加: 其他非经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外收入 | 1.23 | 0.91 | 1.48 | 1.20 | 1.34 | 1.27 |
| 减: 营业外支出 | 20.94 | 5.21 | 2.38 | 3.79 | 3.08 | 3.44 |
| 利润总额 | 608.25 | 724.90 | 851.56 | 1,093.02 | 1,324.39 | 1,606.19 |
| 减: 所得税 | 86.46 | 84.17 | 95.37 | 122.41 | 148.33 | 179.89 |
| 净利润 | 521.79 | 640.74 | 756.19 | 970.60 | 1,176.06 | 1,426.31 |
| 减: 少数股东损益 | -0.00 | -0.97 | -2.20 | -1.43 | -1.74 | -2.10 |
| 归属母公司股东净利润 | 521.79 | 641.71 | 758.38 | 972.04 | 1,177.80 | 1,428.41 |
| 资产负债表 | | | | | | |
| 货币资金 | 869.38 | 1,485.30 | 1,949.00 | 2,555.58 | 3,143.96 | 3,852.57 |
| 交易性金融资产 | 449.24 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应收票据 | 25.75 | 24.88 | 32.24 | 40.76 | 50.62 | 62.46 |
| 应收账款 | 1,034.88 | 930.14 | 801.67 | 1,013.68 | 1,258.91 | 1,553.19 |
| 预付账款 | 16.38 | 63.30 | 43.50 | 55.00 | 68.31 | 84.28 |
| 其他应收款 | 2.11 | 1.25 | 17.11 | 21.64 | 26.87 | 33.16 |
| 存货 | 296.85 | 286.33 | 411.98 | 503.97 | 624.37 | 768.39 |
| 其他流动资产 | 18.63 | 55.21 | 37.69 | 47.66 | 59.19 | 73.03 |
| 长期股权投资 | 27.29 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 金融资产投资 | 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 | 1,066.86 | 1,435.33 | 1,838.50 | 1,916.67 | 2,010.53 | 2,116.92 |
| 无形资产和开发支出 | 146.36 | 260.13 | 233.56 | 221.88 | 210.20 | 198.52 |
| 其他非流动资产 | 108.80 | 106.82 | 193.52 | 188.09 | 182.66 | 182.66 |
| 资产总计 | 4,062.54 | 4,648.68 | 5,558.76 | 6,564.93 | 7,635.63 | 8,925.17 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 交易性金融负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据 | 150.49 | 168.93 | 280.90 | 343.62 | 425.72 | 523.92 |
| 应付账款 | 234.26 | 239.92 | 335.35 | 410.23 | 508.24 | 625.47 |
| 预收账款 | 12.71 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 合同负债 | 0.00 | 32.52 | 33.96 | 42.94 | 53.33 | 65.80 |
| 其他应付款 | 75.69 | 64.37 | 101.42 | 127.33 | 157.75 | 194.14 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.59 | 0.59 | 0.59 | 0.59 |
| 其他负债 | 339.91 | 426.24 | 541.83 | 696.70 | 723.98 | 751.74 |
| 负债合计 | 813.05 | 931.97 | 1,294.05 | 1,621.41 | 1,869.62 | 2,161.66 |
| 股本 | 518.35 | 518.35 | 518.35 | 518.35 | 518.35 | 518.35 |
| 资本公积 | 1,516.63 | 1,526.10 | 1,529.19 | 1,529.19 | 1,529.19 | 1,529.19 |
| 留存收益 | 1,210.51 | 1,591.73 | 2,098.84 | 2,779.08 | 3,603.30 | 4,602.91 |
| 归属母公司股东权益 | 3,245.49 | 3,636.19 | 4,146.38 | 4,826.62 | 5,650.85 | 6,650.46 |
| 少数股东权益 | 4.00 | 80.52 | 118.33 | 116.90 | 115.16 | 113.06 |
| 股东权益合计 | 3,249.49 | 3,716.71 | 4,264.71 | 4,943.52 | 5,766.01 | 6,763.51 |
| 负债和股东权益合计 | 4,062.54 | 4,648.68 | 5,558.76 | 6,564.93 | 7,635.63 | 8,925.17 |
| 投入资本(IC) | 2,016.61 | 2,337.19 | 2,446.66 | 2,553.36 | 2,827.35 | 3,164.11 |
| 现金流量表 | | | | | | |
| 自由现金流 | 900.72 | 290.23 | 655.00 | 864.06 | 898.76 | 1,084.81 |
| 经营性现金净流量 | 753.16 | 955.68 | 1,196.17 | 843.05 | 1,038.81 | 1,254.63 |
| 投资性现金净流量 | -153.53 | -113.51 | -549.69 | -86.16 | -115.43 | -138.07 |
| 筹资性现金净流量 | -181.13 | -181.68 | -195.94 | -150.32 | -334.99 | -407.96 |
| 现金流量净额 | 422.11 | 651.57 | 440.45 | 606.58 | 588.39 | 708.60 |
| 货币资金的期初余额 | 341.43 | 763.54 | 1,415.11 | 1,949.00 | 2,555.58 | 3,143.96 |
| 货币资金的期末余额 | 869.38 | 1,485.30 | 1,949.00 | 2,555.58 | 3,143.96 | 3,852.57 |
| 企业自由现金流 | 900.72 | 290.23 | 655.00 | 864.06 | 898.76 | 1,084.81 |
| 权益自由现金流 | 894.69 | 275.09 | 647.12 | 856.50 | 893.06 | 1,081.12 |

数据来源: iFinD, 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。