

公司评级：买入

| | |
|-----------|----------|
| 目标价格（元） | 85.75 |
| 收盘价格（元） | 63.59 |
| 52周内高（元） | 88.28 |
| 52周内低（元） | 42.30 |
| 总市值(百万元) | 32961.88 |
| 流通市值(百万元) | 32328.18 |
| 总股本(百万股) | 518.35 |
| A股(百万股) | 518.35 |
| 一已流通(百万股) | 508.38 |
| 一限售股(百万股) | 9.97 |

市场指数走势（最近 1 年）



风险因素

下游需求不及预期、疫情反复影响

研究员：刘杰

执业编号：S0990521100001
 电话：0755-83007043
 E-mail: liujie@ydzq.sgcc.com.cn

核心观点

- Q2净利高速增长。**7月11日公司发布22H1业绩预告，预计2022H1实现营收13.11亿元，YoY+2%；实现归母净利润5.06亿，YoY+16.5%，扣非净利润4.8亿元，YoY+19.5%。拆分来看，Q2单季度实现营业收入7.24亿元，YoY+9.9%，实现归母净利润2.98亿元，YoY+38.3%。2022年公司在疫情以及主力定型产品降价的情况下，实现了利润超预期增长，除了汇兑收益3924万元外，碳纤维（含织物）收入增长10%是主要贡献。
- 以增长破疑虑。**公司2021年年报披露，报告期内相关定型批产碳纤维产品价格下降，新的业务合同产品价格有进一步调整（2021中报表示价格稳定）。由于主力产品价格调整，2022年下半年碳纤维收入增长低于市场预期，毛利率从21H1的75.6%下降至2021H2的63.6%。在此背景下，市场担忧主力产品降价将对公司营收、利润产生持续负面影响。22H1业绩预告公司碳纤维收入8.02亿，YoY+10%，超出预期。我们预计原因有1) 定型产品以量补价，2) 非定型产品放量。
- 产能扩充，期待非定型产品持续放量。**2021年公司非定型纤维收入3.72亿元，正在成为公司碳纤维业务最重要的潜力增长点。其中1) MJ级系列收入0.96亿元，包括M40J级、M55J级，以M55J级为主，该产品的批量生产和交付也标志着我国高强高模类碳纤维关键型号产品成功实现国产化。公司正在新建以年产30吨QM4035/QM4050为目标的多功能碳纤维生产线，计划2022年完成建设。2) T800级系列收入1.05亿，包括T800H级、T800S级、T800G级，以T800H级为主，该款产品是公司储备并验证多年、尚未正式批产的下一代航空装备用主力材料。目前正在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，计划2022年完成建设。3) T700级系列包括T700S级、T700G级，以T700S级为主，应用于压力容器、建筑工程、热场、工业制造等为主要市场的消费结构，应用场景广阔，募投项目2000吨产能已于2021年年中建成。4) 内蒙古项目一期年产4000吨工程于2020年8月份启动，原计划为配套碳梁生产低端碳纤维，为避开低端产品竞争，已经改成生产T700级、T800级甚至T1000级等小丝束高端碳纤维。
- 全产业链布局，多点发力。**军品市场，公司是T300级产品最大供应商，T800H级产品拓展顺利，航天领域高强高模市场放量。民品领域，公司在风电碳梁有先发优势市场份额领先，T800G在民航领域验证顺利，同时在压力容器、建筑补强等领域拓展顺利。另外公司在碳纤维生产设备、先进复合材料开发方面皆有布局，将充分受益碳纤维产业的快速发展。
- 投资建议：**我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为10.0亿、12.68亿、15.35亿，增速分别为32%、27%、21%；每股收益（EPS）分别为1.93元、2.45元、2.96元，对应市盈率分别为32.97、26.00、21.48倍。考虑到公司在高端碳纤维领域的竞争优势以及增长潜力，给予公司2023年盈利的35倍市盈率，对应股价85.75，给予买入评级。

重要财务指标与估值

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 2116 | 2607 | 3099 | 3836 | 4703 |
| YoY(%) | 23.4 | 23.2 | 18.9 | 23.8 | 22.6 |
| 净利润 | 641.7 | 758.4 | 999.7 | 1267.5 | 1534.8 |
| YoY(%) | 23 | 18 | 32 | 27 | 21 |
| ROE(%) | 17.6 | 18.3 | 21.1 | 23.2 | 24.1 |
| EPS(摊薄/元) | 1.2 | 1.5 | 1.93 | 2.45 | 2.96 |
| P/E(倍) | 51.37 | 43.46 | 32.97 | 26.00 | 21.48 |
| P/B(倍) | 9.1 | 7.9 | 7.0 | 6.0 | 5.2 |

数据来源：公司公告，英大证券研究所(以7月12日收盘价计算)



财务报表与关键指标预测

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 2846 | 3293 | 4103 | 5189 | 6488 |
| 现金 | 1485 | 1949 | 2316 | 2991 | 3792 |
| 应收票据/账款 | 955 | 834 | 1195 | 1479 | 1814 |
| 其他应收款 | 1 | 17 | 11 | 14 | 17 |
| 预付账款 | 63 | 44 | 72 | 89 | 110 |
| 存货 | 286 | 412 | 446 | 538 | 661 |
| 其他流动资产 | 55 | 38 | 63 | 78 | 95 |
| 非流动资产 | 1802 | 2266 | 2099 | 1926 | 1751 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 855 | 1388 | 1326 | 1256 | 1180 |
| 无形资产 | 260 | 234 | 210 | 187 | 163 |
| 其他非流动资产 | 687 | 644 | 563 | 483 | 408 |
| 资产总计 | 4649 | 5559 | 6203 | 7115 | 8239 |
| 流动负债 | 510 | 759 | 817 | 986 | 1212 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据\账款 | 409 | 616 | 653 | 787 | 967 |
| 其他流动负债 | 101 | 143 | 164 | 200 | 245 |
| 非流动负债 | 422 | 535 | 535 | 535 | 535 |
| 长期借款 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 其他非流动负债 | 422 | 535 | 535 | 535 | 535 |
| 负债合计 | 932 | 1294 | 1352 | 1521 | 1747 |
| 少数股东权益 | 81 | 118 | 118 | 118 | 118 |
| 股本 | 518 | 518 | 518 | 518 | 518 |
| 资本公积 | 1526 | 1529 | 1529 | 1529 | 1529 |
| 留存收益 | 1592 | 2099 | 2685 | 3427 | 4326 |
| 归属母股东权益 | 3636 | 4146 | 4732 | 5475 | 6374 |
| 负债和股东权益 | 4649 | 5559 | 6203 | 7115 | 8239 |

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 956 | 1196 | 707 | 1124 | 1359 |
| 净利润 | 641 | 756 | 934 | 1202 | 1469 |
| 折旧摊销 | 94 | 147 | 166 | 173 | 175 |
| 财务费用 | 17 | 10 | -7 | -9 | -12 |
| 投资损失 | 6 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 244 | 321 | -385 | -241 | -273 |
| 其他经营现金流 | -46 | -39 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -114 | -550 | 66 | 66 | 66 |
| 资本支出 | 499 | 488 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 446 | 34 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -1058 | -1073 | 66 | 66 | 66 |
| 筹资活动现金流 | -182 | -196 | -407 | -516 | -624 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 9 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -191 | -200 | -407 | -516 | -624 |
| 现金净增加额 | 652 | 440 | 367 | 675 | 802 |

数据来源: IFIND, 公司财报, 英大证券研究所

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2116 | 2607 | 3099 | 3836 | 4703 |
| 营业成本 | 1062 | 1449 | 1611 | 1942 | 2386 |
| 营业税金及附加 | 18 | 21 | 29 | 35 | 44 |
| 营业费用 | 31 | 17 | 25 | 31 | 38 |
| 管理费用 | 90 | 95 | 108 | 134 | 165 |
| 研发费用 | 274 | 232 | 279 | 345 | 423 |
| 财务费用 | 17 | 10 | -7 | -9 | -12 |
| 资产减值损失 | -2 | -1 | -5 | -6 | -7 |
| 其他收益 | 77 | 50 | 83 | 83 | 83 |
| 公允价值变动收益 | 17 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 6 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 0 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 营业利润 | 729 | 852 | 1149 | 1454 | 1759 |
| 营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 5 | 2 | 10 | 10 | 10 |
| 利润总额 | 725 | 852 | 1140 | 1446 | 1751 |
| 所得税 | 84 | 95 | 141 | 178 | 216 |
| 净利润 | 641 | 756 | 1000 | 1268 | 1535 |
| 少数股东损益 | -1 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 归母净利润 | 642 | 758 | 1000 | 1268 | 1535 |
| EBITDA | 836 | 1008 | 1299 | 1610 | 1914 |
| EPS(元) | 1.24 | 1.46 | 1.93 | 2.45 | 2.96 |

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 23.4 | 23.2 | 18.9 | 23.8 | 22.6 |
| 营业利润(%) | 0.0 | 0.0 | 34.8 | 0.0 | 0.0 |
| 归母净利润(%) | 23.0 | 18.2 | 31.8 | 26.8 | 21.1 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 49.8 | 44.4 | 48.0 | 49.4 | 49.3 |
| 净利率(%) | 30.3 | 29.0 | 32.3 | 33.0 | 32.6 |
| ROE(%) | 17.6 | 18.3 | 21.1 | 23.2 | 24.1 |
| ROIC(%) | 30.6 | 30.9 | 38.8 | 44.5 | 51.3 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 20.0 | 23.3 | 21.8 | 21.4 | 21.2 |
| 净负债比率(%) | -40.0 | -45.7 | -47.7 | -53.5 | -58.4 |
| 流动比率 | 5.6 | 4.3 | 5.0 | 5.3 | 5.4 |
| 速动比率 | 4.9 | 3.7 | 4.4 | 4.6 | 4.7 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.6 |
| 应收账款周转率 | 2.3 | 3.3 | 2.7 | 2.7 | 2.7 |
| 应付账款周转率 | 4.4 | 4.3 | 4.4 | 4.4 | 4.4 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.24 | 1.46 | 1.93 | 2.45 | 2.96 |
| 每股OC(最新摊薄) | 1.84 | 2.31 | 1.36 | 2.17 | 2.62 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 7.01 | 8.00 | 9.13 | 10.56 | 12.30 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 51.4 | 43.5 | 33.0 | 26.0 | 21.5 |
| P/B | 9.1 | 7.9 | 7.0 | 6.0 | 5.2 |
| EV/EBITDA | 38.0 | 31.1 | 23.9 | 18.9 | 15.5 |



风险提示及免责声明

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。

行业评级

| | |
|------|---------------------------------|
| 强于大市 | 行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数 |
| 同步大市 | 行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数 |
| 弱于大市 | 行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数 |

公司评级

| | |
|----|------------------------|
| 买入 | 预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上 |
| 增持 | 预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间 |
| 中性 | 预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间 |
| 回避 | 预计未来6个月内，股价跌幅为5%以上 |