

产能建设有序推进，多业务共振景气向好

核心观点

事件：公司发布三季报，前三季度实现营收 19.40 亿元（-1%），归母净利润 7.50 亿元（+21%）。单三季度实现营收 6.26 亿元（-8%），归母净利润 2.45 亿元（+33%）。

- **军品季度间交付波动影响三季度收入确认。**公司单三季度收入下滑 8%，分业务看，单 Q3 公司纤维业务收入 2.86 亿元（-10%），同比下滑主要有 2 方面原因：1）定型纤维 Q3 合同执行率为 6.02%，较上半年的 26.25% 环比下降，主要为季度间的订单需求不均衡所致。2）占公司 2021 年利润 64.49% 的定型碳纤维价格在 2021 年降价的基础上再次下调；碳梁、预浸料、复材制品、机械装备 Q3 收入分别为 2.15 亿元（-4%）、0.93 亿元（+5%）、0.17 亿元（-41%）、0.10 亿元（+18%），复材制品收入下滑主要受确认节奏影响。
- **碳纤维新品贡献增加叠加汇兑收益，利润端表现较好。**得益于高利润率的碳纤维新品贡献扩大，在定型纤维降价背景下，报告期公司毛利率 52.56%，同比实现 4.96pct 的增长。销售、管理、财务、研发费用率分别为 0.74%（-0.28pct）、12.46%（+2.10pct）、-5.12%（-5.23pct）、8.36%（+0.65pct）。其中财务费用大幅下降主要系汇率波动形成汇兑收益 9244 万元所致。管理费用增长主要系业务招待费、职工薪酬及股份支付费用同比增加所致。
- **前瞻性指标向好，多业务景气共振打开成长空间。**报告期末存货 5.93 亿元（较期初+43.92%），主要系库存商品及发出商品增加所致。期末在建工程 6.91 亿元（较期初+53.41%）、其他非流动资产 1.97 亿元（较期初+73.08%），主要系包头项目及拓展纤维板块增加碳纤维生产线建设所致，其中包头一期项目预期明年上半年建成投产。公司 8 月 27 日公告 CCF700G 纤维通过装机评审，成为我国某重要机型的供应商，目前已经开始生产供货。T800H 纤维验证的主体工作已经完成并转入验收程序，公司为其准备的产业化生产线已经建成并正在实施等同性验证工作。此外，公司逐步拓展的航空航天复材业务也将进一步打开成长空间。

盈利预测与投资建议

- 预期 22-24 年每股收益为 1.81、2.43、3.32 元，参考可比公司 22 年平均 50 倍估值，给予目标价 90.50 元，维持买入评级。

风险提示

- 包头项目投产不及预期；定型纤维需求不及预期

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,116	2,607	3,008	4,322	5,759
同比增长(%)	23.4%	23.2%	15.4%	43.7%	33.3%
营业利润(百万元)	729	852	1,056	1,417	1,938
同比增长(%)	16.1%	16.9%	23.8%	34.3%	36.8%
归属母公司净利润(百万元)	642	758	937	1,258	1,721
同比增长(%)	23.0%	18.2%	23.5%	34.3%	36.8%
每股收益(元)	1.24	1.46	1.81	2.43	3.32
毛利率(%)	49.8%	44.4%	47.1%	45.6%	44.7%
净利率(%)	30.3%	29.1%	31.1%	29.1%	29.9%
净资产收益率(%)	18.6%	19.5%	20.3%	21.9%	23.8%
市盈率	66.0	55.9	45.2	33.7	24.6
市净率	11.6	10.2	8.3	6.7	5.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

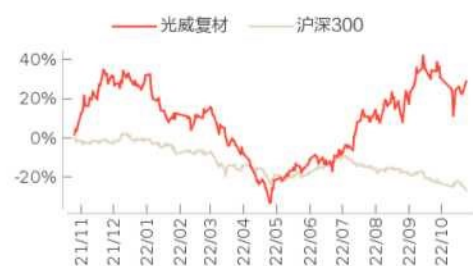
投资评级

买入（维持）

股价（2022年10月24日）	81.72元
目标价格	90.50元
52周最高价/最低价	90.79/41.9元
总股本/流通A股（万股）	51,835/50,973
A股市值（百万元）	42,360
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2022年10月25日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	2.25	-4.1	16.39	30.87
相对表现	7.79	1.67	30.66	57.61
沪深300	-5.54	-5.77	-14.27	-26.74



证券分析师

王天一	021-63325888*6126 wangtianyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860510120021
罗楠	021-63325888*4036 luonan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518100001
冯函	021-63325888*2900 fenghan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070002
丁昊	dinghao@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522080002

相关报告

降价压力释放，经营效益提升，净利率创新高	2022-08-17
新老产品完成过渡，22年业绩有望重回加速增长通道	2022-04-14
业绩符合预期，看好碳纤维平台型企业的全方位成长空间	2021-08-29

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,485	1,949	608	992	1,817	营业收入	2,116	2,607	3,008	4,322	5,759
应收票据、账款及款项融资	955	834	2,527	3,630	4,838	营业成本	1,062	1,449	1,591	2,350	3,187
预付账款	63	44	50	72	96	营业税金及附加	18	21	25	36	47
存货	286	412	398	588	797	营业费用	31	17	19	23	28
其他	56	55	475	463	451	管理费用及研发费用	364	328	467	560	630
流动资产合计	2,846	3,293	4,058	5,745	7,999	财务费用	17	10	(52)	(8)	(14)
长期股权投资	0	0	34	34	34	资产、信用减值损失	(6)	(7)	0	0	0
固定资产	855	1,384	1,507	1,696	1,731	公允价值变动收益	17	9	5	5	5
在建工程	581	450	608	354	227	投资净收益	6	2	2	2	2
无形资产	260	234	228	223	217	其他	77	53	90	50	50
其他	107	197	129	127	124	营业利润	729	852	1,056	1,417	1,938
非流动资产合计	1,802	2,266	2,506	2,433	2,333	营业外收入	1	1	1	1	1
资产总计	4,649	5,559	6,565	8,178	10,332	营业外支出	5	2	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	725	852	1,055	1,416	1,938
应付票据及应付账款	409	616	659	959	1,325	所得税	84	95	118	159	217
其他	101	143	97	94	96	净利润	641	756	937	1,258	1,721
流动负债合计	510	759	756	1,053	1,421	少数股东损益	(1)	(2)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	642	758	937	1,258	1,721
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	1.24	1.46	1.81	2.43	3.32
其他	422	535	589	647	712						
非流动负债合计	422	535	589	647	712	主要财务比率					
负债合计	932	1,294	1,344	1,700	2,133		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	81	118	118	118	118	成长能力					
股本	518	518	518	518	518	营业收入	23.4%	23.2%	15.4%	43.7%	33.3%
资本公积	1,513	1,529	1,529	1,529	1,529	营业利润	16.1%	16.9%	23.8%	34.3%	36.8%
留存收益	1,618	2,118	3,054	4,312	6,033	归属于母公司净利润	23.0%	18.2%	23.5%	34.3%	36.8%
其他	(13)	(19)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,717	4,265	5,220	6,478	8,198	毛利率	49.8%	44.4%	47.1%	45.6%	44.7%
负债和股东权益总计	4,649	5,559	6,565	8,178	10,332	净利率	30.3%	29.1%	31.1%	29.1%	29.9%
						ROE	18.6%	19.5%	20.3%	21.9%	23.8%
						ROIC	18.9%	19.2%	18.8%	21.4%	23.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	20.0%	23.3%	20.5%	20.8%	20.6%
净利润	641	756	937	1,258	1,721	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	72	141	145	173	200	流动比率	5.58	4.34	5.37	5.46	5.63
财务费用	17	10	(52)	(8)	(14)	速动比率	5.02	3.80	4.84	4.90	5.07
投资损失	(6)	(2)	(2)	(2)	(2)	营运能力					
营运资金变动	71	263	(1,656)	(1,006)	(1,060)	应收账款周转率	8.6	8.1	2.4	1.7	1.6
其它	160	29	133	54	60	存货周转率	3.6	4.2	3.9	4.8	4.6
经营活动现金流	956	1,196	(494)	470	904	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
资本支出	(549)	(517)	(418)	(100)	(100)	每股指标 (元)					
长期投资	27	0	(34)	0	0	每股收益	1.24	1.46	1.81	2.43	3.32
其他	408	(33)	(443)	7	7	每股经营现金流	1.84	2.31	-0.95	0.91	1.74
投资活动现金流	(114)	(550)	(895)	(93)	(93)	每股净资产	7.01	8.00	9.84	12.27	15.59
债权融资	0	3	(3)	0	0	估值比率					
股权融资	23	17	0	0	0	市盈率	66.0	55.9	45.2	33.7	24.6
其他	(205)	(215)	52	8	14	市净率	11.6	10.2	8.3	6.7	5.2
筹资活动现金流	(182)	(196)	49	8	14	EV/EBITDA	49.4	40.3	35.2	25.5	19.0
汇率变动影响	(9)	(10)	-0	-0	-0	EV/EBIT	54.1	46.9	40.3	28.7	21.0
现金净增加额	652	440	(1,341)	384	825						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn