2022 年 11 月 18 日

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

碳纤维行业前景广阔，大丝束龙头未来可期

—吉林化纤（000420.SZ）公司动态研究报告

买入(首次)

分析师：黄俊伟 S1050522060002
huangjw@cfsc.com.cn

基本数据 2022-11-18

当前股价（元）	5.66
总市值（亿元）	139
总股本（百万股）	2459
流通股本（百万股）	2167
52 周价格范围（元）	3.12-6.33
日均成交额（百万元）	247.99

市场表现

资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

投资要点

吉林省属上市平台，粘胶纤维主业稳健

公司于 1960 年成立，1996 年上市，是吉林化纤集团（下称“集团”）控股子公司和吉林省碳纤维产业链碳丝上市平台，实控人为吉林市国资委。多年以来**公司以粘胶纤维为主业**，产品包括粘胶长丝和粘胶短纤，公司为国内粘胶长丝行业龙头；**近年布局碳纤维业务并加速扩充产能**，打造第二成长曲线。

粘胶纤维主业稳定增长，粘胶长丝稳居国内龙头。公司粘胶纤维业务主要依托子公司吉林艾卡粘胶纤维（持股 100%）和吉林吉澜（持股 51%），2017-2021 年营收由 16.86 亿元增至 34.02 亿元，CAGR 达 19%；其中 2021 年粘胶长丝/粘胶短纤营收分别为 22.05/11.97 亿元，毛利率 12.01%/1.61%，公司盈利能力较高的粘胶长丝业务占比（61.6%）显著高于粘胶短纤（33.4%）。**1）粘胶长丝：**公司为国内粘胶长丝行业龙头，产能 8 万吨/年，2021 年国内总产能 21 万吨/年，公司占比超三分之一。粘胶长丝产品以出口为主，公司客户遍及国内二十多个省、市、自治区及日本、韩国等众多海外国家和地区。且公司产品在高端领域优势明显，2021 年高端市场占有率超 45%。**2）粘胶短纤：**公司产能 12 万吨/年，作为粘胶长丝的补充，二者相互配合有利于扩大粘胶纤维总体销售。

粘胶纤维行业趋于集中，龙头市场份额有望增加。双碳背景下，近年许多中小化纤企业因难达环保要求而陆续退出市场，随着落后产能加速淘汰，行业集中度趋于提升。公司持续改进生产技术水平并进行产品更新换代，近几年粘胶纤维新产品的数量、质量均不断提高，我们认为公司粘胶纤维业务发展的基本盘稳定，有望继续保持龙头地位，并受益行业高质量发展趋势，持续增加市场份额。

碳纤维行业前景广阔，国产替代有望加速

碳纤维下游应用广泛，为政策重点支持行业。碳纤维相比普通材料具有重量轻、强度高等优点。按纤维丝数量不同，碳纤维分小丝束、大丝束两种：小丝束性能优异但价格较高，多用于航空航天、军工以及高端体育用品和光伏热场等领域；大丝束则性能相对较低但成本也低，常用于基础工业如风电、建筑等领域。鉴于其军民两用的特殊属性和重要战略地位，碳纤维为国家重点发展行业，十四五规划明确提出要“加强碳纤维等高性能纤维及其复合材料的研发应用”，各地纷纷出台具体措施进行支持，为行业发展提供了良好的政策环境。

碳纤维行业快速成长，国产替代为发展趋势。1）需求高增，风电为主要驱动力。风电为大丝束碳纤维增量需求主力，2021 年占我国碳纤维需求达 36.1%。近年来风电装机的迅速提升（2017-2021 年我国风电累计装机量从 164GW 提升至 329GW，CAGR19%）带动我国成为全球最大碳纤维需求国，2021 年我国需求量达 6.24 万吨，占全球 53%，市场规模达 15.88 亿美元，占全球 47%。预计在海上风电快速发展及风机大型化趋势下，碳纤维在风电叶片中的渗透率将进一步提升，行业需求将持续景气，我们预测 2025 年我国碳纤维市场规模有望达 200 亿以上。**2）产能扩张，国产替代有望加速。**2021 年我国以 6.34 万吨的运行产能（占全球 30.5%）成为全球最大碳纤维生产国，且据统计，2022 年全国新建产能有望超过 5 万吨（集团/新创碳谷/上海石化/新疆隆炬分别为 2.7/1.2/0.6/0.6 万吨），国产碳纤维供应能力正迅速提升。若考虑到疫情对国际航运的负面影响，以及日美等国在高端产品领域的潜在断供风险，我国对包括碳纤维在内的重要产业领域“自主可控”日益强烈的诉求，据此，我们判断碳纤维产业国产替代进程有望加速，本土碳纤维厂商或将迎来发展机遇。

公司前瞻布局碳纤维业务，技术储备扎实，第二成长曲线可期

公司是我国最早布局碳纤维市场的企业之一，依托其在技术、产业链等维度上的竞争优势，有望率先受益需求快速增加和供给国产替代红利。其核心竞争力体现在：

1）技术优势突出，产品性能优良。公司所属吉化集团在我国率先完成了碳丝生产线装备国产化攻关，并于 2019 年实现国内首批 48K 大丝束碳纤维的量产，产品各项指标均超过日本东丽 T300 水平；2022 年 7 月开车 35K 预浸料专用大丝束碳化线，此线为集团自主研发的专利技术，属国内首创，产品力学强度指标达到行业领先的 T700 等级。作为集团旗下重要的碳丝上市平台，公司可依托集团领先的大丝束研发技术资源，通过优化生产工艺降低成本，提供兼具高品质和价格优势的大丝束碳纤维产品。

2）深度合作吉林碳谷，原料供应具备有力保障。公司生产的主要原材料——碳纤维原丝均通过市场化方式采购自吉林碳谷，后者是国内最大原丝生产企业和唯一原丝外售供应商。由于双方同属吉林国资委且厂区地理位置毗邻，公司在采购流程协调、产品运输成本及技术合作创新上均具有显著优势。

3）吉林碳纤维产业集群效应明显、政策支持力度较大，吉化集团碳纤维产业布局清晰，公司发展环境优越。吉林是我国最早研发碳纤维技术的地区之一和国家级碳纤维高新技术产业化基地，已形成完整的碳纤维产业链条，省内现有上游丙烯腈生产企业，中游原丝、碳丝、复材生产企业和下游应用

客户，可为公司提供良好的供应市场和产业资源。此外吉林省明确将碳纤维产业打造成经济重要增长点，出台《吉林市推动碳纤维产业高质量发展若干政策措施》，通过优先保障土地供应、优先给予能耗指标等切实措施支持产业发展。在吉林碳纤维产业链整体规划框架下，到“十四五”末吉化集团将形成 33 万吨原丝、10 万吨碳纤维、6.5 万吨复材的生产能力，较现有产能大幅扩充。公司作为吉化集团下重要上市平台，有望充分受益产业集群效应和省内政策支持，在优越的发展环境下加速成长。

募投项目稳步推进，资产注入预期愈发确定，未来产能有望大幅扩容

2022 年 7 月，公司定增募资 12 亿元落地，用于 1.2 万吨碳纤维复材项目建设。项目产品主要用于风电叶片的生产，据赛奥碳纤维预测，2025 年全球风电叶片碳纤维需求将达 8.06 万吨，较 2021 年（3.3 万吨）提升两倍以上，市场前景广阔。公司募投项目于 2021 年 9 月 28 日正式开工，据中国建材信息网，该项目预计将于 2022 年下半年投产。考虑到公司抢抓建设进度动力较强，实际达产时间或将有所提前。

2022 年 3 月，集团表示将于 3 年内将国兴碳纤维控股权注入上市公司。国兴碳纤维为集团大丝束碳纤维生产主体，现有 1.2 万吨碳纤维产能，在建 1.5 万吨碳纤维产能，据“吉林市发布”媒体，该项目已于 2022 年 8 月全部竣工，计划年内投产。募投项目和优质资产的注入将为公司快速扩张产能提供强大助力，显著增强公司实力。

产能进一步增加，大丝束龙头地位夯实。公司目前不仅拥有吉林凯美克（控股 100%）的 600 吨小丝束产能，且其参股的吉林宝旌（参股 49%）拥有 8000 吨大丝束碳纤维产能（权益产能 4000 吨）。若募投项目顺利实施且集团资产成功注入，公司将新增募投 1.2 万吨复材产能（相当于 1 万吨碳纤维产能）、国兴现有 1.2 万吨碳纤维产能和将投产的 1.5 万吨碳纤维产能，大丝束碳纤维产能将扩充至约 4.1 万吨。产能大幅扩充将为公司带来更为明显的规模优势，公司大丝束龙头地位将随产能逐渐增加而不断夯实。

2022Q3 现边际好转，长期发展态势向好

2021 年至 2022H1，疫情爆发和原材料上涨压力下公司业绩下滑。公司 2021 年营收 35.8 亿元（同比+43.2%），扣非净利润-1.37 亿元；2022H1 营收 18.63 亿元（同比+10.93%），扣非净利润-0.41 亿元，其中碳纤维首次贡献营收 0.39 亿元（占比 2.11%），毛利率达 19.27%（高于整体毛利率 7.86%）。公司业绩下滑，系印度等主要出口国家疫情爆发造成粘胶长丝出口不畅，下游开工不足致产品价格徘徊低位，以及大宗原料、化工辅材料及能源价格大幅上升导致成本增加所致。

2022Q3 扭亏为盈，发展态势向好。公司 2022Q3 单季营收 11.69 亿元（同比+24.39%），扣非净利润 516.28 万元，毛利率/净利率分别达 7.86%/0.88%，同比+1.04/5.08pct。公司单季度扭亏主要系今年下半年以来疫情、原材料上涨等不利因素已有所缓和，以及纤维产品价格回升所致。随着不利影响进一步消退以及公司新建产能快速放量，在高速发展的下游需求带动下，我们认为 2022Q3 或将成为公司扭亏转盈的边际拐点，公司有望在碳纤维业务带动下，迎来业绩的持续增长。

盈利预测

在不考虑国兴碳纤维资产注入的前提下，预测公司 2022-2024 年收入分别为 36.01、43.01、49.06 亿元，EPS 分别为 0.01、0.1、0.13 元，当前股价对应 PE 分别为 594.4、57.5、43.6 倍，给予“买入”投资评级。

风险提示

1）行业竞争格局恶化；2）公司募投项目进展不及预期；3）集团资产注入不及预期等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	3,580	3,601	4,301	4,906
增长率（%）	43.2%	0.6%	19.4%	14.1%
归母净利润（百万元）	-129	23	242	319
增长率（%）	-44.6%	-118.1%	934.2%	31.7%
摊薄每股收益（元）	-0.06	0.01	0.10	0.13
ROE（%）	-4.4%	0.6%	5.5%	6.7%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：				
现金及现金等价物	741	960	847	1,611
应收款	473	592	648	672
存货	795	546	630	711
其他流动资产	224	225	269	307
流动资产合计	2,233	2,323	2,395	3,302
非流动资产：				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	5,253	5,921	6,455	6,280
在建工程	254	344	280	152
无形资产	221	210	199	189
长期股权投资	182	852	852	852
其他非流动资产	629	629	629	629
非流动资产合计	6,539	7,957	8,416	8,103
资产总计	8,773	10,281	10,810	11,404
流动负债：				
短期借款	1,985	1,985	1,985	1,985
应付账款、票据	2,339	2,380	2,747	3,101
其他流动负债	804	804	804	804
流动负债合计	5,200	5,242	5,623	5,989
非流动负债：				
长期借款	502	744	644	544
其他非流动负债	113	113	113	113
非流动负债合计	615	857	757	657
负债合计	5,815	6,099	6,379	6,645
所有者权益				
股本	2,168	2,459	2,459	2,459
股东权益	2,958	4,182	4,431	4,759
负债和所有者权益	8,773	10,281	10,810	11,404

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-133	24	249	328
少数股东权益	-4	1	7	9
折旧摊销	330	361	405	440
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-25	171	196	223
经营活动现金净流量	169	557	858	1000
投资活动现金净流量	-86	-1429	-469	302
筹资活动现金净流量	137	1442	-100	-100
现金流量净额	219	570	288	1,203

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	**3,580**	**3,601**	**4,301**	**4,906**
营业成本	3,262	3,286	3,790	4,278
营业税金及附加	34	35	41	47
销售费用	37	29	34	39
管理费用	101	83	99	113
财务费用	274	110	106	99
研发费用	5	5	9	15
费用合计	417	227	248	266
资产减值损失	-1	-40	-40	-40
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	10	70	70	70
营业利润	**-135**	**101**	**256**	**349**
加:营业外收入	13	5	10	10
减:营业外支出	12	82	10	10
利润总额	**-134**	**24**	**256**	**349**
所得税费用	-1	0	7	21
净利润	**-133**	**24**	**249**	**328**
少数股东损益	-4	1	7	9
归母净利润	**-129**	**23**	**242**	**319**

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	43.2%	0.6%	19.4%	14.1%
归母净利润增长率	-44.6%	-118.1%	934.2%	31.7%
盈利能力				
毛利率	8.9%	8.8%	11.9%	12.8%
四项费用/营收	11.6%	6.3%	5.8%	5.4%
净利率	-3.7%	0.7%	5.8%	6.7%
ROE	-4.4%	0.6%	5.5%	6.7%
偿债能力				
资产负债率	66.3%	59.3%	59.0%	58.3%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	7.6	6.1	6.6	7.3
存货周转率	4.1	6.1	6.1	6.1
每股数据(元/股)				
EPS	-0.06	0.01	0.10	0.13
P/E	-95.0	594.4	57.5	43.6
P/S	3.4	3.9	3.2	2.8
P/B	4.1	3.3	3.1	2.9

资料来源：Wind、华鑫证券研究

建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过 5 年建筑建材行业研究经验和 3 年建筑建材实业从业经验。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	＞ 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	＜ -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	＞ 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	＜ -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容

客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。