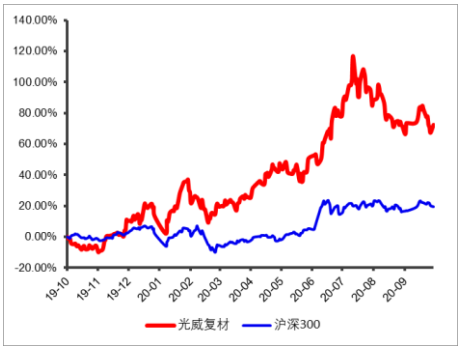
军品业务持续增长，能力边界拓展带来发展机遇

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2020-10-27
近 12 个月最高/最低（元）	93/36.69
总股本（百万股）	518
流通股本（百万股）	516
流通股比例（%）	99
总市值（亿元）	358
流通市值（亿元）	356

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏
执业证书号：S0010520060004
电话：18811591551
邮箱：liuwp@hazq.com
联系人：古武
执业证书号：S0010120070003
电话：15828604590
邮箱：guwu@hazq.com

《金禾实业系列报告之一：全球食品添加剂领军者》2020.08.18
《万华化学：全球 MDI、TDI 产能密集检修，价格或反弹》2020.07.29
《龙蟒佰利系列报告之一：走向全球钛产业龙头》2020.07.23
《标准升级系列之二：国家禁塑力度继续加码》2020.07.22

事件描述：

➢ **10 月 27 日，公司发布三季度报。**

公告显示，2020 年前三季度公司实现营收 16.03 亿元，同比增长 22.49%；实现归母净利润 5.24 亿元，同比增长 18.06%；扣非后归母净利润 4.65 亿元，同比增长 17.92%。

➢ **三季度业绩持续增长，军品业务成为重要支撑**

公司前三季度分别实现营收 4.88、5.17、5.98 亿元，同比增速分别达到 12.31%、28.66%、26.61%；分别实现归母净利润 1.72、1.8、1.73 亿元，净利润增速分别达到 8.28%、18.79%、28.81%。公司业绩连续三季度持续增长。

根据公司公告，前三季度，公司以军品业务为主的碳纤维（织物）板块营收同比增速达到 43%，风电碳梁业务同比增速约 3%。在海外疫情导致风电碳梁需求被压制的情况下，军品碳纤维（织物）业务展现了强劲的增长势头，成为公司业绩增长的主要动力来源。

➢ **军品业务收入支撑研发及固定资产投资**

公司军品业务凭借较强的盈利能力和营收的持续增长，为公司带来了充沛的现金流，支撑着公司持续进行技术研发、新产品开发以及大规模的产能扩张。

前三季度，公司研发费用金额达到 1.88 亿元，同比大幅增长 37.2%。公司的研发方向主要为高端碳纤维的技术研发及储备、面向下游客户需求的产品开发及验证、高性能碳纤维产品的技术推广及下游延伸等工作。报告期内，公司碳纤维相关产品产线的等同性验证工作正常推进，继续全力配合下游应用单位就 T800H 级、M40J 级、M55J 级等项目的应用验证；努力推动公司 T700 级/T800 级/T1000 级等碳纤维产品在一般工业和高端装备上的应用准备和应用推广并取得积极成果，为后续募投项目投产和产能消化以及实现高端应用奠定坚实基础；继续推动公司 T300 级/各款 T800 级碳纤维产品针对民机应用的产品准备和应用验证。公司正通过大规模的研发投入，逐步将各类型号的碳纤维产品落实到对应的应用场景中，为公司碳纤维业务不断创造新的需求空间。

前三季度公司用于购买固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金额达到 4.2 亿元，同比增长 85.84%；第三季度该项目金额达到 2.4 亿元，环比大幅增长 84.6%。公司在固定资产上的持续投资将加快公司各个关键产能项目的建设进度，结合公司大规模研发带来的主营产品市场需求的持续拓展，将共同为公司提供带来持续的增长动能。

➢ **产能建设逐步推进，加快布局国内军民用碳纤维产业**

公司募投项目 2000 吨/年高强高模型碳纤维产业化项目已在上半年实现转固，将主要面向主要应用在气瓶、建筑补强、工业预浸料等领域应用。包头项目一期 4000 吨/年碳纤维项目正在有序推进，子公司内蒙古光威已取得土地使用权，预计将于明年底建成投产，该项目最终将形成 10000 吨/年低成本大丝束碳纤维产能。包头项目将有望帮助公司实现大丝束碳纤维的产能突破，将成为公司碳梁业务进一步发展的重要保障，同时低成本大丝束碳纤维的自给将进一步提升公司民品业务的盈利能力。

公司持续且稳健的产能建设始终紧贴市场对碳纤维的需求：军品领域通过优秀的工程化能力取得稳定供应高性能碳纤维的竞争优势；民品领域通过差异化、低成本化获得核心产品的竞争优势。公司将通过大规模的产品开发及验证投入快速消化产能建设带来的市场空间，真正实现军民用碳纤维材料的全方位国产替代，为公司带来持续的业绩增长。

- **军品市场有望实现高确定性增长，民品市场拓展空间巨大，能力边界拓展助力公司不断把握新的发展机遇**

公司碳纤维（织物）产品主要面向航空航天领域，下游对应了我国各型号战斗机、直升机、运输机、轰炸机等主力机型对碳纤维的配套需求。我国对高性能战斗、运输、通用机型的需求将长期持续增长，碳纤维及其复合材料是各类航空器的核心材料，对技战术指标有重大影响。公司作为国内军品碳纤维的核心龙头供应商，将充分受益于我国航空产业的整体发展及新型号、新产品的配套突破。

公司民品领域应用涵盖了风电、体育用品、氢能源、汽车等诸多存在减重及强度需求的应用场景。在风电等领域公司已经取得市场需求的重大突破，为公司持续贡献业绩增量。未来诸多潜在的碳纤维及复合材料应用领域中，还将不断涌现新的成长机遇，目前公司不断推进的研发及产能建设工作拓展了公司的能力边界，将有望抓住新的市场机遇，实现可持续的快速增长。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 6.69、8.85、11.28 亿元，同比增速为 28.3%、32.3%、27.4%。对应 PE 分别为 54.85、41.46 和 32.55 倍。维持“买入”评级。

风险提示

风电碳梁业务拓展不及预期；军品业务订单波动风险；新增项目进展及产能释放不及预期；民品需求降低、市场竞争加剧。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1715	2018	2546	3197
收入同比（%）	25.8%	17.7%	26.1%	25.6%
归属母公司净利润	522	669	885	1128
净利润同比（%）	38.6%	28.3%	32.3%	27.4%
毛利率（%）	48.0%	50.1%	51.0%	51.6%
ROE（%）	16.1%	17.1%	18.4%	19.0%
每股收益（元）	1.01	1.29	1.71	2.18
P/E	45.20	54.85	41.46	32.55
P/B	7.27	9.38	7.65	6.19
EV/EBITDA	39.87	49.31	41.62	31.84

资料来源：wind，华安证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2713	3156	3931	4968
现金	869	517	1114	1833
应收账款	251	879	975	1155
其他应收款	2	5	5	6
预付账款	16	27	28	36
存货	297	317	386	487
其他	1278	1410	1423	1451
非流动资产	1349	1640	1875	2128
长期投资	27	27	27	27
固定资产	549	632	665	704
无形资产	146	173	188	204
其他	627	808	995	1193
资产总计	4063	4796	5806	7096
流动负债	473	537	662	823
短期借款	0	0	0	0
应付账款	234	241	304	380
其他	239	296	357	444
非流动负债	340	340	340	340
长期借款	0	0	0	0
其他	340	340	340	340
负债合计	813	877	1001	1163
少数股东权益	4	4	4	4
股本	518	518	518	518
资本公积	1517	1517	1517	1517
留存收益	1211	1880	2765	3893
归属母公司股东权益	3245	3915	4800	5928
负债和股东权益	4063	4796	5806	7096

现金流量表				
经营活动现金流	753	77	905	1064
净利润	522	669	885	1128
折旧摊销	80	152	95	104
财务费用	0	0	0	0
投资损失	7	-14	-20	-12
营运资金变动	149	-731	-54	-156
其他	369	1400	940	1284
投资活动现金流	-154	-429	-309	-345
资本支出	-364	-443	-329	-357
长期投资	189	0	0	0
其他	22	14	20	12
筹资活动现金流	-181	0	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	148	0	0	0
资本公积增加	-123	0	0	0
其他	-206	0	0	0
现金净增加额	422	-352	597	719

利润表	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1715	2018	2546	3197
营业成本	892	1007	1247	1546
营业税金及附加	19	32	36	44
营业费用	33	38	51	62
管理费用	91	96	126	160
财务费用	7	-30	-35	-63
资产减值损失	-6	0	0	0
公允价值变动收益	-23	0	0	0
投资净收益	-7	14	20	12
营业利润	628	758	1009	1292
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	21	0	0	0
利润总额	608	758	1009	1292
所得税	86	88	124	164
净利润	522	669	885	1128
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	522	669	885	1128
EBITDA	570	734	855	1096
EPS(元)	1.01	1.29	1.71	2.18

主要财务比率				
成长能力				
营业收入	25.8%	17.7%	26.1%	25.6%
营业利润	47.3%	20.6%	33.2%	28.1%
归属母公司净利润	38.6%	28.3%	32.3%	27.4%
获利能力				
毛利率	48.0%	50.1%	51.0%	51.6%
净利率	30.4%	33.2%	34.8%	35.3%
ROE	16.1%	17.1%	18.4%	19.0%
ROIC	12.9%	13.1%	13.9%	14.6%
偿债能力				
资产负债率	20.0%	18.3%	17.2%	16.4%
净负债比率	25.0%	22.4%	20.8%	19.6%
流动比率	5.73	5.87	5.94	6.03
速动比率	5.07	5.23	5.32	5.40
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.42	0.44	0.45
应收账款周转率	6.84	2.29	2.61	2.77
应付账款周转率	3.81	4.18	4.10	4.07
每股指标(元)				
每股收益	1.01	1.29	1.71	2.18
每股经营现金	1.45	0.15	1.75	2.05
每股净资产	6.26	7.55	9.26	11.44
估值比率				
P/E	45.20	54.85	41.46	32.55
P/B	7.27	9.38	7.65	6.19
EV/EBITDA	39.87	49.31	41.62	31.84

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

刘万鹏：化工行业首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2 年化工战略规划经验，4 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

古　武：研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4 年中航工业成飞航空材料产业经历，2 年新材料行业研究经历。

曾祥钊：研究助理，中国科学院化工硕士、清华大学化工学士，通过 CFA 二级考试。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。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或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。