

合理区间:14.1-15.6元

## 中简科技(300777)

## 发行上市资料

发行价(元)	6.06
发行市盈率	22.98
参考行业市盈率	22.38
发行新股数(万股)	3601
老股东转让数(万股)	-
发行后总股本(万股)	40001

## 行业指数最近12月走势



## 联系信息

<b>虞小波</b>	分析师
SAC 证书编号: S0160518020001	
yuxb@ctsec.com	
<b>张兴宇</b>	分析师
SAC 证书编号: S0160518120001	
zhangxingyu@ctsec.com	
<b>赵新裕</b>	联系人
zhaoxy@ctsec.com	021-68592339

## 财务指标

	2018年
销售毛利率(%)	79.61
销售净利率(%)	56.68
ROE(%)	19.05
营业收入增幅(%)	25.75
营业利润增幅(%)	6.89
净利润增幅(%)	9.15
资产负债率(%)	32.74
流动比率	1.98
速动比率	1.9
每股经营性净现金流量	0.45

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	169	213	273	338	419
增长率	12.4%	25.8%	28.2%	23.9%	24.0%
归属母公司股东净利润(百万)	110	121	156	190	232
增长率	94.2%	9.15%	29.7%	21.4%	22.3%
每股收益(元)	0.28	0.30	0.39	0.47	0.58
市盈率(倍)	38.3	35.1	27.0	22.3	18.2

数据来源: Wind, 财通证券研究所

## 国内高端碳纤维企业, 募投项目打开未来成长空间

## 投资要点:

公司是国内领先的军用高端碳纤维制造商, ZT7 系列产品已规模化供应我国航空航天八大型号。公司拥有“原丝-碳化-织造”的碳纤维产业链, 产品为碳纤维及其织物, 军品为主。目前 ZT7 系列(高于 T700 级)高性能碳纤维及碳纤维织物已被批量稳定应用于我国航空航天八大型号。此外, 公司还具备 ZT8 系列(T800 级)、ZT9 系列(T1000/T1100 级)和高模型 ZM40J (M40J 级) 石墨纤维工程产业化能力。

全球碳纤维市场主要由日美垄断, 国内市场呈结构性分化趋势。国际碳纤维市场为日美企业垄断, 目前东丽收购卓尔泰克后已成为全球碳纤维霸主(两者 2017 年产能占全球近 30%)。受设备磨合性及工艺稳定性影响, 我国碳纤维行业“有产能、无产量”现象严重, 17 年产能同比增长 44%至 2.6 万吨, 但实际产量仅 7000 吨左右。整体看, 我国碳纤维产业尚处于初级阶段, 技术较落后, 大量产能集中在体育休闲等低端领域, 航空航天等高端领域玩家较少。预计未来碳纤维行业将面临洗牌, 拥有自主知识产权和持续创新能力的企业有望在未来竞争中占得先机。

募投项目突破产能瓶颈, 打开公司未来成长空间。公司 2018 年整体碳纤维产线产能利用率高达 136%, 产销率近 105%, 同时产品盈利能力随着固定成本摊薄以及工艺技术提升已达高位。随着本次募投的“1000 吨/年国产 T700 级碳纤维扩建项目”逐渐投产, 公司产品在既可满足国防军工领域需求的同时又可拓展至民用高端碳纤维市场。该柔性化产线未来可根据不同客户需求生产不同规格和级别的碳纤维, 其具备高强度 ZT7 系列(高于 T700 级)、ZT8 系列(T800 级)、ZT9 系列(T1000/T1100 级)碳纤维千吨级(12K)稳定化生产能力。

**盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.56/1.90/2.32 亿, 对应 EPS 分别为 0.39/0.47/0.58 元, 我们给予 19 年公司 36-40 倍 PE, 对应股价合理区间为 14.1-15.6 元。

**风险提示:** 募投项目进度不及预期; 产能释放进度不及预期; 军品新产品验证风险; 安全生产风险

## 内容目录

1、概况：国内碳纤维领先企业，产品批量应用于国内航空航天企业.....	4
1.1 公司是国内碳纤维领先企业，实控人皆为业内顶尖专家.....	4
1.2 订单放量叠加成本优化持续提升公司盈利能力和规模.....	5
1.3 ZT7 系列高强型碳纤维是公司规模化生产的主要产品.....	6
2、全球碳纤维市场由日美垄断，国内高性能碳纤维供不应求.....	7
2.1 碳纤维产业链：工艺复杂、性能优异、应用广泛.....	7
2.2 全球碳纤维需求稳步增长，市场主要为日、美企业所垄断.....	8
2.3 国内高性能碳纤维供不应求，市场呈结构性分化趋势.....	11
2.4 政策推动国内碳纤维产业快速发展.....	13
3、公司经营情况分析.....	14
3.1 盈利能力：产品产销量增长及工艺进步持续提升公司毛利率.....	14
3.2 期间费用：管理费用和研发费用占比逐年提升.....	15
4、公司竞争优势分析.....	17
4.1 研发实力强劲：以 ZT7 系列为切入点突破更高性能碳纤维关键技术	17
4.2 客户粘性高：深度绑定国防军工供应体系，市场拓展确定性强.....	20
5、募投项目：突破产能瓶颈，打开公司未来成长空间.....	22
6、盈利预测.....	23
6.1 关键假设.....	23
6.2 盈利预测及估值.....	24
7、风险提示.....	25

## 图表目录

图 1：碳纤维及其织物是公司主要产品.....	4
图 2：公司股权结构.....	5
图 3：公司营业收入变化（单位：百万）.....	5
图 4：公司归母净利润变化（单位：百万）.....	5
图 5：公司收入分产品变化（单位：百万）.....	6
图 6：公司毛利分产品变化（单位：百万）.....	6
图 7：PAN 基碳纤维生产流程.....	8
图 8：全球碳纤维需求变化.....	8
图 9：17 年全球碳纤维市场需求分布（按数量）.....	9
图 10：17 年全球碳纤维市场需求（按金额）.....	9
图 11：2017 年全球碳纤维重点企业产能.....	10
图 12：全球碳纤维理论产能增长情况.....	10
图 13：国内碳纤维产能变化.....	11
图 14：国内碳纤维进口量变化.....	11
图 15：国内碳纤维需求变化.....	12
图 16：国内碳纤维需求分布.....	12
图 17：公司产品和综合毛利率变化.....	14
图 18：公司期间费用率变化.....	15
图 19：公司研发费用支出变化.....	17
图 20：国内国防预算稳步增长.....	22

表 1: 公司财务及预测数据摘要.....	1
表 2: 目前公司碳纤维柔性生产线产能 (150 吨/年 (12K) 或 50 吨/年 (3K) ) .....	6
表 3: 国内主要碳纤维生产企业产能情况 .....	12
表 4: 国家支持碳纤维产业发展的相关政策.....	13
表 5: 同行业公司毛利率比较 .....	15
表 6: 2017 年同行业公司期间费率比较.....	16
表 7: 公司取得的发明专利和实用新型专利.....	17
表 8: 公司正在申请的专利 .....	19
表 9: 公司独立研发项目.....	19
表 10: 公司合作研发项目.....	20
表 11: 2018 年公司前五大客户情况 .....	21
表 12: 公司募投项目情况.....	22
表 13: 公司分业务预测.....	23
表 14: 可比公司估值 .....	24

## 1、概况：国内碳纤维领先企业，产品批量应用于国内航空航天企业

### 1.1 公司是国内碳纤维领先企业，实控人皆为业内顶尖专家

公司是国内碳纤维领先企业，成立于 2008 年 4 月 28 日，从成立之初公司就始终围绕高性能碳纤维产品进行研发设计、生产制造与销售。在高性能碳纤维长期被美日为首的发达国家垄断和禁运背景下，公司经过长期自主研发、不断创新和改进，最终其生产的国产 ZT7 系列（高于 T700 级）碳纤维产品打破了发达国家封锁，各项技术指标达国际同类型产品先进水平，目前 ZT7 系列高性能碳纤维及碳纤维织物已被批量稳定应用于我国航空航天八大型号。此外，公司还具备 ZT8 系列（T800 级）、ZT9 系列（T1000/T1100 级）和高模型 ZM40J（M40J 级）石墨纤维工程产业化能力。2019 年 5 月 16 日，公司在深交所成功挂牌上市，企业发展有望再上新台阶。

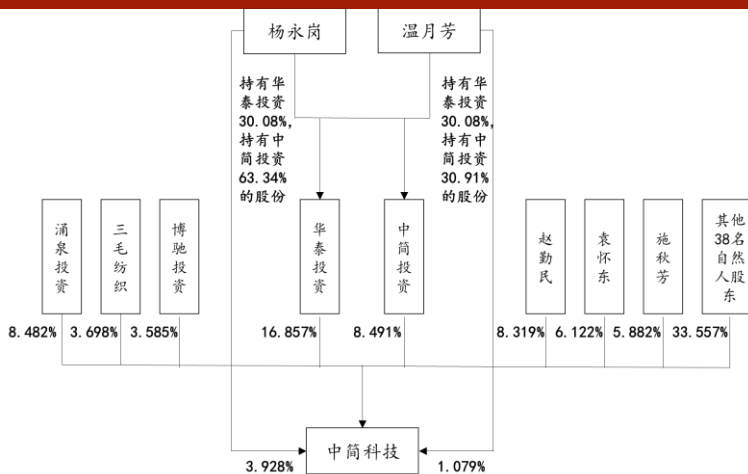
图 1：碳纤维及其织物是公司主要产品



数据来源：财通证券研究所

股权结构方面，杨永岗先生和温月芳女士通过直接持有、通过华泰投资以及中简投资持有合计公司 30.355% 的股权，是公司的实际控制人。两人都为国内碳纤维领域的顶尖专家。其中，杨永岗先生曾在中科院山西煤化所担任研究员，是科技部“863”计划专家，且入选中组部“万人计划”，在碳纤维领域拥有多年的研究和开发经验。

图 2：公司股权结构

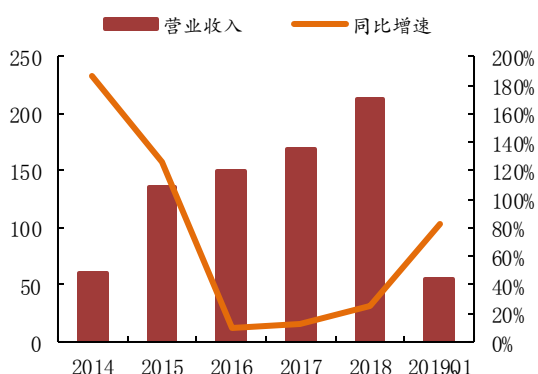


数据来源：招股说明书，财通证券研究所

### 1.2 订单放量叠加成本优化持续提升公司盈利能力和规模

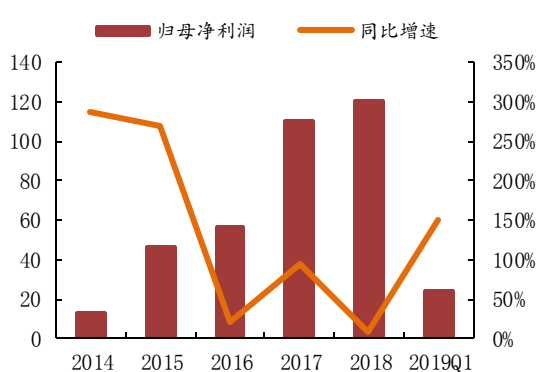
公司营业收入和净利润呈持续增长趋势，2014-2018 年收入和归母净利润的复合增速分别为 37.0%和 75.5%，主要原因是：1) 航空航天应用领域的不断拓展和快速发展使得公司订单持续增加；2) 通过不断增加研发投入和产业化规模，提高技术水平和产品质量稳定性，降低产品单位成本，提升产品盈利能力。

图 3：公司营业收入变化（单位：百万）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 4：公司归母净利润变化（单位：百万）

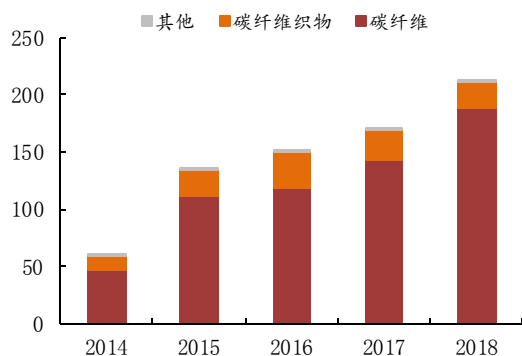


数据来源：Wind，财通证券研究所

分产品看，国产 ZT7 系列碳纤维和碳纤维织物是公司收入和利润贡献的主要来源。其中收入方面，2018 年碳纤维（88.7%）和碳纤维织物（11.1%）两大产品合计

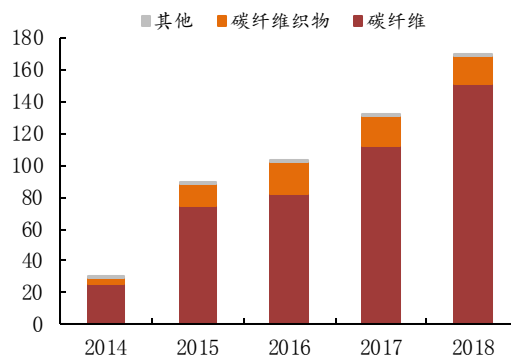
占比 99.8%；毛利方面，2018 年碳纤维（88.9%）和碳纤维织物（10.8%）合计占比 99.7%。此外，公司其他收入主要为原丝和碳纤维生产环节所产生废丝的销售。

图 5：公司收入分产品变化（单位：百万）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 6：公司毛利分产品变化（单位：百万）



数据来源：Wind，财通证券研究所

### 1.3 ZT7 系列高强型碳纤维是公司规模化生产的主要产品

公司拥有一条 150 吨/年（12K）或 50 吨/年（3K）高性能碳纤维柔性生产线，目前主要规模化生产 ZT7 系列（高于 T700 级）高强型碳纤维。柔性生产线即公司可以在同一条生产线中生产不同规格和级别的聚丙烯腈（PAN）基碳纤维，目前公司已规模化生产的产品为 ZT7 系列（高于 T700 级）高强型碳纤维。此外，公司也具备 ZT8 系列（T800 级）、ZT9 系列（T1000/T1100 级）和高模型 ZM40J（M40J 级）石墨纤维的生产能力。

表 2：目前公司碳纤维柔性生产线产能（150 吨/年（12K）或 50 吨/年（3K））

项目	丝束	产能(吨)	备注
碳纤维柔性生产线	12K (3K)	150 (50)	系柔性生产线，可在同一条生产线中生产不同规格和级别的聚丙烯腈（PAN）基碳纤维；目前，公司可生产高强型 ZT7 系列（高于 T700 级）、ZT8 系列（T800 级）、ZT9 系列（T1000/T1100 级）和高模型 ZM40J（M40J 级）石墨纤维，其中已规模化生产的产品为 ZT7 系列（高于 T700 级）高强型碳纤维。

数据来源：招股说明书，财通证券研究所

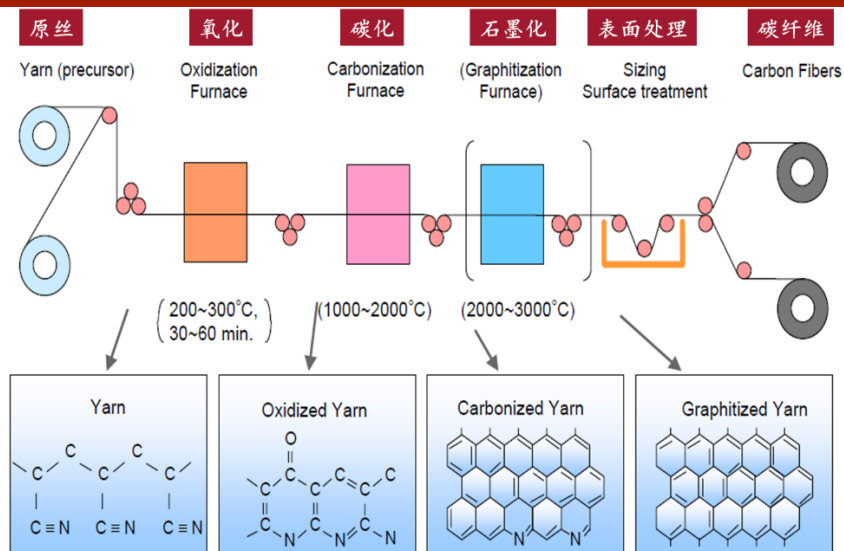
## 2、全球碳纤维市场由日美垄断，国内高性能碳纤维供不应求

### 2.1 碳纤维产业链：工艺复杂、性能优异、应用广泛

碳纤维是由聚丙烯腈（PAN）、沥青或着粘胶（纤维素基、人造丝基）等有机母体纤维在 1000 度以上惰性气氛下通过高温分解法碳化（去除除碳以外绝大多数元素）制成的一种含碳量在 90%以上的无机高分子纤维，拥有优异的力学性能和化学稳定性，因此被广泛应用于国防工业以及高性能民用领域。涉及航空航天、海洋工程、新能源装备、工程机械、交通设施等，是一种国家亟需、应用前景广阔的战略新材料。其主要具有以下几个特点：拉伸强度高，T1000 碳纤维的拉伸强度可以达到 7.02GPa；拉伸模量高，T1000 碳纤维的模量为 324Gpa，而高强高模型碳纤维如 M65J 的模量更可高达 640Gpa；密度小导致比强度和比模量高，密度是钢的 4 倍，铝合金的 1/2 左右；耐高温，碳纤维在非氧化气氛下 3000 度都不会融化或者软化；耐磨损，自润滑性能优秀；耐腐蚀，碳纤维可以耐酸、油等介质的侵蚀，其耐腐蚀性能甚至超过铂金；热膨胀系数比较小，温差骤变影响不大；具有良好的导电、导热性能和耐疲劳、抗辐射等性能。

**PAN基碳纤维目前市场份额占到了90%以上，是碳纤维主流，由PAN原丝制备碳纤维的工艺流程为：PAN原丝——预氧化——碳化（石墨化，用于制备石墨纤维）——表面处理——卷取——碳纤维。**在PAN基碳纤维生产过程中原丝的分子结构会发生变化，例如预氧化过程中原丝分子链发生环化、脱氢、交联等反应，生成塑性耐热梯形结构，可在碳化高温过程中保持不熔不燃，维持纤维形态，预氧化过程是制备高性能PAN基碳纤维承前启后的一步。随后在碳化过程中逐渐脱出纤维中的氧、氢、氧等元素，形成碳含量在90%以上的碳纤维。制备高性能PAN基碳纤维最关键的在于制备高质量的PAN原丝，因为一旦PAN原丝表面存在任何缺陷，例如单丝之间的分散性、表面沟槽等，都会一步步影响到最终的碳纤维成品，因此，原丝质量直接决定了碳纤维性能，为了制备出高性能的PAN基碳纤维，PAN原丝就必须实现高纯化、细旦化、致密化和高强化。

图 7：PAN 基碳纤维生产流程

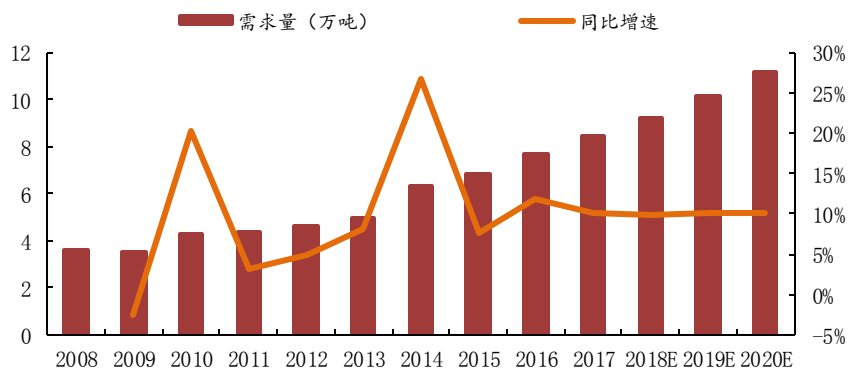


数据来源：日本东丽公司，财通证券研究所

## 2.2 全球碳纤维需求稳步增长，市场主要为日、美企业所垄断

全球碳纤维需求量稳步增长，根据中国化工新材料产业发展报告（2018），2017 年全球碳纤维需求量为 8.42 万吨，且预计 18-20 年复合增长率 10%，2020 年需求量将达到 11 万吨以上。

图 8：全球碳纤维需求变化



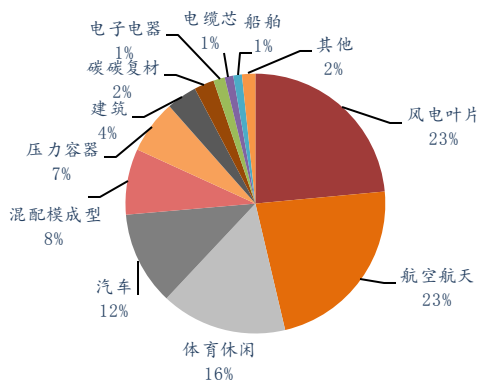
数据来源：《中国化工新材料产业发展报告 2018》，财通证券研究所

从碳纤维下游应用分类看，航空航天、风电叶片、体育休闲以及汽车是主要的应用领域。碳纤维下游应用领域广阔，主要有风电叶片、航空航天、体育休闲和汽车，按数量来看，其分别占碳纤维总需求的 23%、23%、16%和 12%。按金额来看，



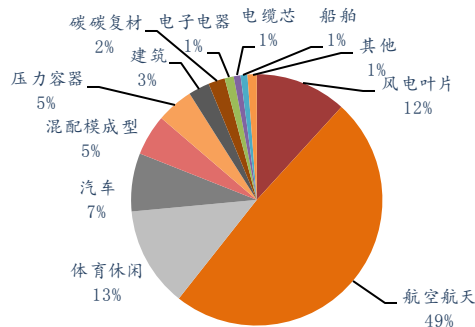
航空航天的应用占比最高，达 11.52 亿美元，占比 49%，因为航天航空领域用碳纤维复合材料价格远高于其他行业；此外体育休闲，风电叶片，和汽车各占 13%、12%、7%。

图 9：17 年全球碳纤维市场需求分布（按数量）



数据来源：《中国化工新材料产业发展报告 2018》，财通证券研究所

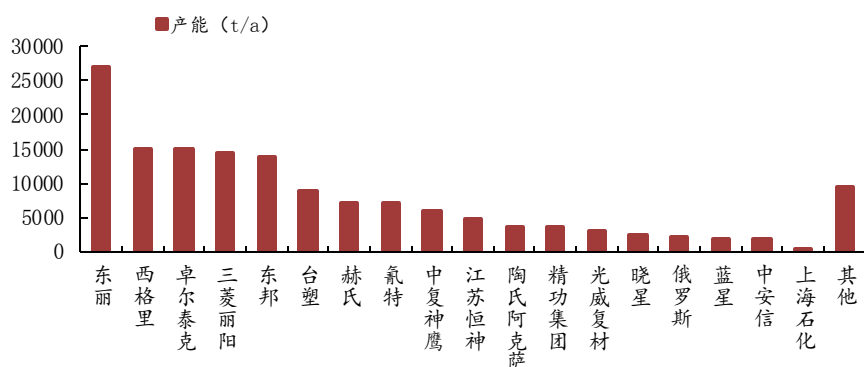
图 10：17 年全球碳纤维市场需求（按金额）



数据来源：《中国化工新材料产业发展报告 2018》，财通证券研究所

国际碳纤维市场为日、美企业所垄断，东丽收购卓尔泰克后已成为全球碳纤维霸主。日本是全球最大的碳纤维生产国，其碳纤维在技术水准、质量和数量上均处于世界领先地位。目前全球主要碳纤维生产企业有：日本的东丽、东邦、三菱，美国的赫氏、氰特，德国的西格里，土耳其的陶氏阿克萨等企业。小丝束产能主要集中在日本企业，而大丝束产能主要集中在欧美。2017 年全球碳纤维总产能约为 14.71 万吨，其中东丽公司产能为 2.71 万吨，占比 18%，远超其他碳纤维厂家。2015 年初，东丽收购美国第一大大丝束生产商卓尔泰克（10.1%），成功进入低成本大丝束碳纤维领域，东丽+卓尔泰克两者合计产能占比近 30%，成为当之无愧的全球碳纤维霸主。

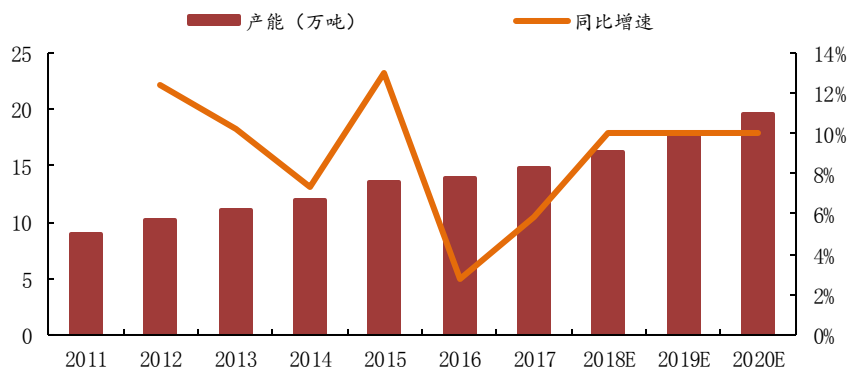
图 11：2017 年全球碳纤维重点企业产能



数据来源：中国化工新材料产业发展报告（2018），财通证券研究所

近年来市场形势较好，根据 2018 中国化工新材料产业发展报告统计，国内外碳纤维厂家纷纷扩产，预计 18/19/20 年碳纤维理论产能将达到 16.18/17.80/19.58 万吨。主要碳纤维厂家扩产情况如下：海外方面，东丽公司：1) 17 年宣布扩产计划—卓尔泰克体系的匈牙利工厂产能从 1.0 万吨提升到 1.5 万吨，墨西哥产能从 0.5 万吨提升至 1.0 万吨。2) 由于波音等航空航天用户及亚洲市场用户增加，在韩国和美国分别扩产 2000 吨和 2500 吨小丝束产能。东邦公司：17 年宣布 3.2 亿美元扩建计划—日本原丝产能和美国南加州碳化工厂，计划 2020 年生产。三菱公司：计划 18 年投资 1.22 亿美元、2000 吨产能大丝束产品。陶氏阿克萨公司：计划 18 年扩产 3500 吨。国内企业方面，康得新集团、精功集团、中复神鹰、上海石化等宣布扩产计划，预计 18-19 年新增产能 12500 吨。

图 12：全球碳纤维理论产能增长情况

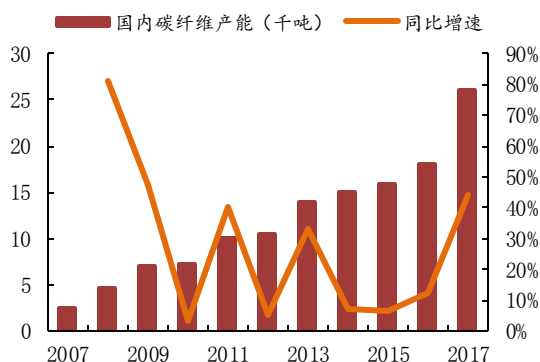


数据来源：中国化工新材料产业发展报告（2018），财通证券研究所

### 2.3 国内高性能碳纤维供不应求，市场呈结构性分化趋势

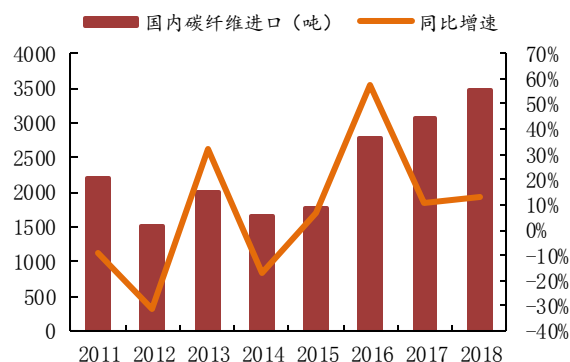
国内碳纤维产能快速增长但利用率较低。碳纤维作为国防战略重要物资，西方国家早在 20 世纪 70 年代就对中国实行技术封锁和产品禁运措施，我国碳纤维研究起步于 20 世纪 60 年代，面对西方国家技术封锁，在没有可靠资料和经验借鉴下从零开始，近 50 年来发展速度十分缓慢，直到近十年，尤其是“十一五”期间，碳纤维的产量才出现了明显增长。2007 年至 2017 年碳纤维产能总体呈增长的趋势，复合增速达 25.9%。但是，即使国内碳纤维产能增长速度较快，由于碳纤维生产工艺极为复杂，稳定性要求极高，且国内企业大多采购海外通用型设备，设备磨合度较差，近几年我国碳纤维行业“有产能、无产量”现象严重，17 年实际产量仅有 7000 吨左右，只有规划产能的四分之一左右。我国碳纤维行业的总体生产规模仍然较小，面临供不应求的状况，从碳纤维进口数据看，我国碳纤维进口数量维持高位，18 年进口量达 3477 吨，同比增长 13.1%。

图 13：国内碳纤维产能变化



数据来源：前瞻产业研究院，财通证券研究所

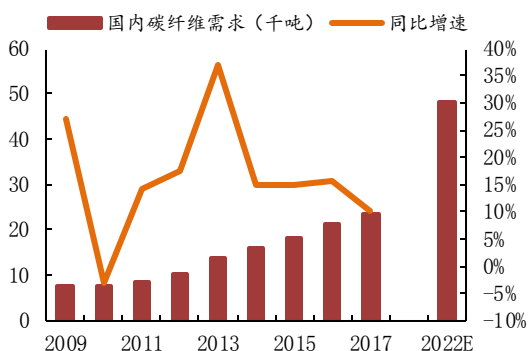
图 14：国内碳纤维进口量变化



数据来源：海关总署，财通证券研究所

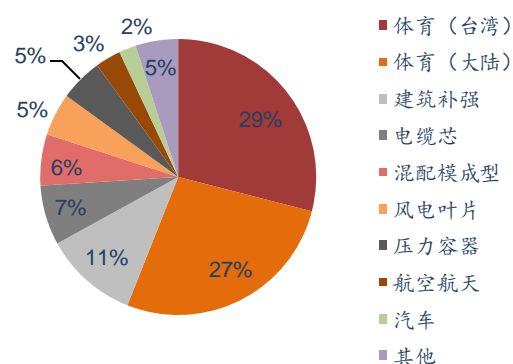
国内碳纤维需求快速增长，但应用仍主要分布在低端领域。根据前瞻产业研究院数据，从需求端看，11 年开始，国内碳纤维的需求量维持较快增长，从 11 年 8621 吨增至 17 年的 2.35 万吨，年均复合增长率 18.2%，且预计到 2022 年达 4.82 万吨。从国内碳纤维需求领域来看，我国目前碳纤维的需求还是以体育用品为主，体育用品领域需求量（含台湾）占国内全部需求的近六成，其次工业领域的占比为 35%，此外，我国碳纤维在航空航天领域的需求量只有 3%，仍存在很大的发展空间。整体来看，我国碳纤维产业尚处于初级阶段，技术较落后，大量产能集中在体育休闲等低端领域，航空航天等高端领域玩家较少。预计未来碳纤维行业将面临洗牌，拥有自主知识产权和持续创新能力的企业有望在未来竞争中占得先机。

图 15：国内碳纤维需求变化



数据来源：前瞻产业研究院，财通证券研究所

图 16：国内碳纤维需求分布



数据来源：前瞻产业研究院，财通证券研究所

目前国内碳纤维企业集中度较高，7 家千吨级碳纤维企业的理论产能已经占到全国的 84.8%，但真正掌握高性能碳纤维核心技术的企业较少，市场结构性分化趋势有望重塑行业格局。由于我国大多数碳纤维企业所提供产品以中低端碳纤维为主，加之国外龙头企业依靠自身规模化、低成本化优势对国内倾销式销售低端碳纤维，严重制约国内低端碳纤维生产企业的生存发展，导致我国低端碳纤维领域产能过剩问题严重。以生产中低端碳纤维为主企业竞争激烈，毛利率普遍为负，国内多数碳纤维厂家仍处在亏损状态。相较而言，受技术研发限制，国内碳纤维企业尚无法大规模提供高性能碳纤维，尤其是国防军工等领域对高性能碳纤维需求旺盛。因此国内高性能碳纤维长期处于供不应求局面，产品销售价格较高，这导致一些能够生产高性能碳纤维，拥有自主知识产权和持续创新能力的企业盈利能力远超国内同行，例如中简科技。

表 3：国内主要碳纤维生产企业产能情况

企业名称	生产能力 (t/a)	装置所在地
中复神鹰	6000	连云港市
江苏恒神	4650	丹阳市
精功集团	3500	绍兴、吉林
光威复材	3100	威海市
中安信	1800	廊坊
兰州蓝星	1800	兰州
太钢钢科	1200	太原
中油吉化	600	吉林市
吉林江城	550	吉林市
上海石化	500	上海
河南永煤	500	商丘

中简科技	360	常州
其他	1440	
<b>总计</b>	<b>26000</b>	

数据来源：《中国化工新材料产业发展报告（2018）》，财通证券研究所

## 2.4 政策推动国内碳纤维产业快速发展

目前国内碳纤维产业发展还处于初级阶段，为实现军事和民用重大装备的自主保障，近年来国家出台一些相关政策支持碳纤维产业的发展。由于碳纤维是目前最有可能实现产业化的高端新材料之一，具有极高的战略价值，2012年以来，国家陆续发布多部有利于碳纤维行业发展的相关重点政策，其中15年国务院《中国制造2025重点领域技术路线图》明确了将“高性能纤维及其复合材料”作为关键战略材料，2020年目标为“国产碳纤维复合材料满足大飞机等重要装备的技术要求”。碳纤维产业已经作为国家重要战略布局，将会吸引越来越多的资金和人才进入其中，在国家大力投入和推进下，国内碳纤维及其复合材料的研发能力将会有明显提升，碳纤维产业正蓄力前进，未来有望腾飞。

**表 4：国家支持碳纤维产业发展的相关政策**

颁布日期	政策名称	相关内容
2012.1	工信部《新材料产业“十二五”发展规划》	加强高强、高强中模、高模和高强高模系列品种攻关，实现千吨级装置稳定运转，提高产业化水平，扩大产品应用范围
2012.7	国务院《“十二五”战略性新兴产业发展规划》	以树脂基复合材料和碳碳复合材料为重点，推进高性能复合材料低成本化、高端品种产业化和应用技术装备自主化；加快推广高性能复合材料在航空航天、风电设备、汽车制造、轨道交通等领域的应用
2013.10	工信部《加快推进碳纤维行业发展行动计划》	碳纤维品种规格齐全，基本满足国民经济和国防科技工业对各类碳纤维及其复合材料产品的需求；初步形成2-3家具有国际竞争力的碳纤维大型企业以及若干创新能力强、特色鲜明、产业链完善的碳纤维及其复合材料产业集聚区
2015.5	国务院《中国制造2025》	把新材料作为重点领域之一进行大力推动和发展，其中高性能结构材料、先进复合材料是新材料领域发展
2015.10	国务院《中国制造2025重点领域技术路线图》	明确了“高性能纤维及其复合材料”作为关键战略材料，2020年的目标为“国产碳纤维复合材料满足大飞机等重要装备的技术要求”
2016.10	工信部《石化和化学工业发展规划（2016-2020年）》	提出加快发展高性能碳纤维及复合材料，重点突破高强碳纤维低成本、连续稳定、规模化生产技术、加强高强中模、高强高模级碳纤维产业化突破
2016.11	国务院《“十三五”战略性新兴产业发展规划》	加强新材料产业上下游协作配套，在碳纤维复合材料等领域开展协同应用试点示范，搭建协同应用平台
2017.1	工信部、发改委、科技部、财政部联合制定《新材料产业发展指南》	到2020年，新材料产业规模化、集聚化发展态势基本形成，建成较为完善的新材料标准体系，形成多部门共同推进、国家与地方协调发展的新材料产业发展格局，具有一批有国际影响力的新材料企业
2018.3	国家标准委等部门共同制订了《新材料标准领航行动计划（2018-2020年）》	提出研制T800级和M55J级及以上工业级系列碳纤维制备相关技术标准，促进国产碳纤维广泛应用

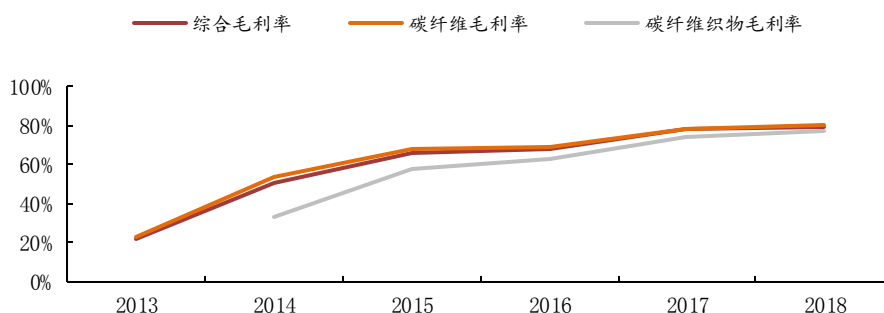
数据来源：国务院，工信部，国家标准委，财通证券研究所

### 3、公司经营情况分析

#### 3.1 盈利能力：产品产销量增长及工艺进步持续提升公司毛利率

公司碳纤维及碳纤维织物产品毛利率逐年提升带动了综合毛利率水平持续向上。其中，碳纤维产品毛利率提升原因：1) 军品订单的大幅增加使得公司碳纤维产品产销逐年提高，摊薄固定成本；2) 生产工艺逐渐完善使得碳纤维原丝及碳丝生产效率大幅提升，降低直接材料单耗和单位制造成本。碳纤维织物产品毛利率提升原因：1) 碳纤维成本占织物的 87%以上，公司碳纤维生产成本逐年降低有利于提升织物盈利水平；2) 织物外协编织工艺逐步成熟使得加工损耗逐年降低，同时 2017 年公司构建的碳纤维织物产线投入生产，外协加工费减少，且目前已全部自行加工。

图 17：公司产品和综合毛利率变化



数据来源：Wind，财通证券研究所

同行业毛利率方面，将公司同国内碳纤维上市企业光威复材进行比较，公司主营业务毛利率显著高于光威复材，这是因为公司主要产品碳纤维及碳纤维织物基本为军品销售，而光威有 50%左右的收入来自碳梁、碳纤维预浸料等民品销售，且民品的售价及毛利率较低。为更好的进行比较，选择两者主营业务中主要是军品的碳纤维及碳纤维织物板块进行比较，随着近两年公司产销量提升和工艺进步，公司碳纤维及碳纤维织物板块的毛利率已接近光威复材。

表 5：同行业公司毛利率比较

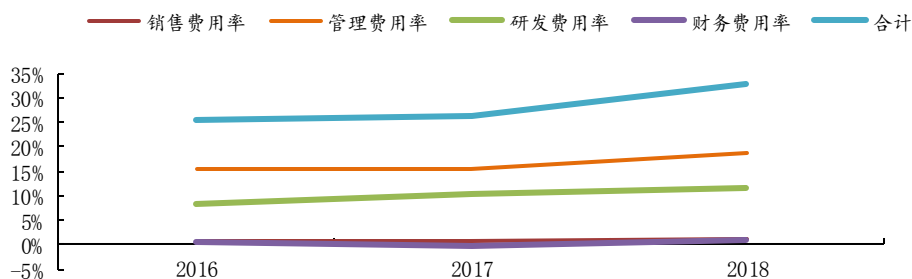
公司	2016	2017	2018
主营业务毛利率			
光威复材	60.99%	49.49%	46.73%
中简科技	67.85%	77.71%	79.56%
碳纤维及其织物业务毛利率			
光威复材	77.30%	78.02%	79.99%
中简科技	67.85%	77.71%	79.56%

数据来源：Wind，财通证券研究所

### 3.2 期间费用：管理费用和研发费用占比逐年提升

公司 2016-2018 期间费用率分别为 25.4%、26.4%、32.8%，呈逐年上升态势，原因主要是管理费用率和研发费用率的提升，其中 18 年期间费用率增加较多是因为：1) 管理费用方面：本年募集资金投资项目厂房转固计提的折旧增加，同时 18 年进行了生产线设备检修导致停工损失增加；2) 研发加大投入导致支出增加。

图 18：公司期间费用率变化



数据来源：Wind，财通证券研究所

与同行业公司进行比较，1) 销售费用率低于同行业公司，主要因为公司主要客户为大型航空航天集团，其产品验证周期较长，一旦批量供货，具有较强的稳定性；同时目前由于产能受限仍无法满足现有客户需求，销售人员较少，市场拓展费用较低。2) 管理费用率略低于恒神股份，但高于光威复材，主要因为光威复材规模较大，营收较高导致其管理费用占比相对较低。3) 研发费用率低于同行业公司，主要因为公司研发业务集中于碳纤维及其织物领域，而恒神股份、光威复材在碳纤维研制之外，还对预浸料以及复材等领域进行了投入。

**表 6：2017 年同行业公司期间费率比较**

销售费用率	
恒神股份	11.02%
光威复材	1.48%
中简科技	0.99%
管理费用率	
恒神股份	16.38%
光威复材	4.17%
中简科技	15.32%
研发费用率	
恒神股份	37.89%
光威复材	13.86%
中简科技	10.18%

数据来源：招股说明书，财通证券研究所

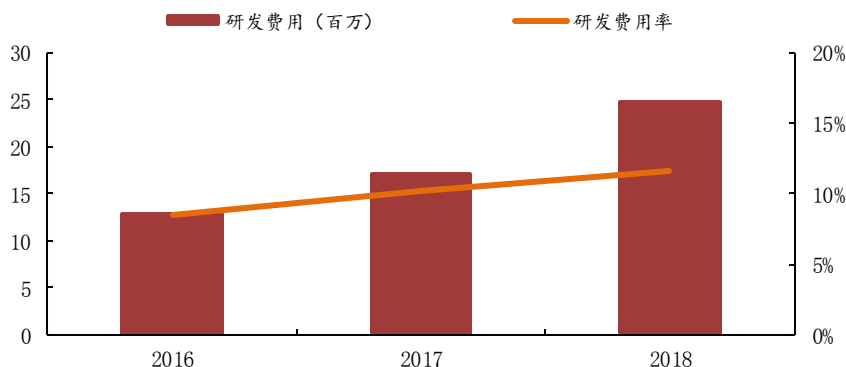


## 4、公司竞争优势分析

### 4.1 研发实力强劲：以 ZT7 系列为切入点突破更高性能碳纤维关键技术

研发支出方面，公司自成立以来始终致力于高性能碳纤维产品的自主理论研究和实践探索，研发费用逐年增加，始终保持在较高水平。同时公司已形成了一支人员长期稳定、研发理念先进且具备工程化实施能力的研发团队，先后获得科技部“航空高性能碳纤维创新团队”和“江苏省双创团队”称号，为未来研发更高级别碳纤维打下深厚的技术和工程产业化基础。

图 19：公司研发费用支出变化



数据来源：Wind，财通证券研究所

知识产权方面，公司目前拥有 10 项发明专利、21 项实用新型专利，同时向国家知识产权局提交 10 项专利申请，并已取得国家知识产权局核发的《专利申请受理通知书》。

表 7：公司取得的发明专利和实用新型专利

序号	专利名称	专利号	专利类型	取得方式	授权公告	权利期限
1	一种制备碳纤维纺丝液的方法	ZL02130021.6	发明	受让取得	2004.9.1	2002.8.13~2022.8.12
2	一种聚丙烯腈基碳纤维纺丝液的制备方法	ZL02130023.2	发明	受让取得	2004.10.20	2002.8.13~2022.8.12
3	一种碳纤维纺丝液的制备方法	ZL02130024.0	发明	受让取得	2004.10.20	2002.8.13~2022.8.12
4	制备聚丙烯腈纺丝液的方法	ZL02130022.4	发明	受让取得	2005.12.14	2002.8.13~2022.8.12
5	用于碳纤维生产过程中的尾气吸收处理设备	ZL201320384838.6	实用新型	原始取得	2014.1.29	2013.6.28~2023.6.27

6	预氧化炉的空气密封设备	ZL201320430630.3	实用新型	原始取得	2014.1.29	2013.7.18~2023.7.17
7	聚丙烯腈碳纤维生产装置	ZL201320385260.6	实用新型	原始取得	2014.1.29	2013.6.28~2023.6.27
8	多介质过滤器	ZL201320428406.0	实用新型	原始取得	2014.1.29	2013.7.18~2023.7.17
9	碳纤维原丝用蒸汽牵伸装置	ZL201320430811.6	实用新型	原始取得	2014.1.29	2013.7.18~2023.7.17
10	聚丙烯腈碳纤维的干燥装置	ZL201320383239.2	实用新型	原始取得	2014.1.29	2013.6.28~2023.6.27
11	碳纤维生产过程中的二甲基亚砷回收设备	ZL201320383239.2	实用新型	原始取得	2014.1.29	2013.6.28~2023.6.27
12	聚丙烯腈碳纤维的上浆装置	ZL201320388064.4	实用新型	原始取得	2014.1.29	2013.6.28~2023.6.27
13	聚丙烯腈碳纤维的定型装置	ZL201320388861.2	实用新型	原始取得	2014.1.29	2013.6.28~2023.6.27
14	聚丙烯腈碳纤维上浆、干燥和定型装置	ZL201310270466.9	发明	原始取得	2015.6.24	2013.6.28~2033.6.27
15	一种三角形截面聚丙烯腈碳纤维的制备方法	ZL201310261744.4	发明	原始取得	2015.10.28	2013.6.26~2033.6.25
16	高性能聚丙烯腈碳纤维的制备方法	ZL201310213939.1	发明	原始取得	2016.5.11	2013.5.31~2033.5.30
17	一种共固化结构阻尼材料的制备方法	ZL201310263163.4	发明	原始取得	2016.5.11	2013.6.26~2033.6.25
18	碳纤维原丝烘干装置	ZL201620018964.3	实用新型	原始取得	2016.8.17	2016.1.8~2026.1.7
19	碳纤维原丝上油装置	ZL201620019492.3	实用新型	原始取得	2016.8.17	2016.1.8~2026.1.7
20	二甲基亚砷精馏过程中的原料预加热装置	ZL201620049292.2	实用新型	原始取得	2016.8.17	2016.1.19~2026.1.18
21	一种消除碳纤维原丝运行产生静电的装置	ZL201620051353.9	实用新型	原始取得	2016.8.17	2016.1.19~2026.1.18
22	一种用于碳纤维原丝制备过程中的扩幅装置	ZL201620051193.8	实用新型	原始取得	2016.8.31	2016.1.19~2026.1.18
23	碳纤维原丝的承载装置	ZL201620386941.8	实用新型	原始取得	2016.12.21	2016.4.29~2026.4.28
24	蒸汽牵伸装置	ZL201720356885.8	实用新型	原始取得	2018.1.9	2017.4.6~2027.4.5
25	聚丙烯腈碳纤维原丝用水洗装置	ZL201720356935.2	实用新型	原始取得	2018.1.30	2017.4.6~2027.4.5
26	碳纤维开纤性检测装置	ZL201720536706.9	实用新型	原始取得	2018.1.30	2017.5.12~2027.5.11
27	碳纤维表面电镀装置	ZL201720536708.8	实用新型	原始取得	2018.1.30	2017.5.12~2027.5.11
28	碳纤维原丝干燥装置	ZL201720356882.4	实用新型	原始取得	2018.2.2	2017.4.6~2027.4.5
29	碳纤维小型上浆机	ZL201720536614.0	实用新型	原始取得	2018.5.1	2017.5.12~2027.5
30	碳纤维表面电镀系统	ZL201710333359.4	发明	原始取得	2019.2.15	2017.5.12~2037.5.11
31	一种聚丙烯腈碳纤维表面处理方法及装置	ZL201610012981.0	发明	原始取得	2018.8.17	2016.1.8~2036.1.7

数据来源：招股说明书，财通证券研究所

**表 8：公司正在申请的专利**

序号	专利名称	专利类型	申请号	申请日期
1	一种碳纤维生产用熔体滤芯的清洗方法	发明	2016101137674	2016. 2. 29
2	一种碳纤维生产过程中纺丝原液残余丙烯腈单体含量的确定方法	发明	201610679455X	2016. 8. 17
3	一种碳纤维生产过程中纺丝原液残余丙烯腈单体含量的测试方法	发明	2016106876333	2016. 8. 17
4	一种丙烯腈纺丝原液的制备方法	发明	2016107618023	2016. 8. 29
5	一种窄分子量分布丙烯腈纺丝原液的制备方法	发明	2016107632586	2016. 8. 29
6	一种二甲基亚砜 pH 值的测试方法	发明	2017102929957	2017. 4. 28
7	一种干湿法 PAN 纺丝用不锈钢喷丝板的清洗方法	发明	2017102930085	2017. 4. 28
8	一种碳纤维耐水性的测试方法	发明	2017102936170	2017. 4. 28
9	一种碳纤维丝束开纤性的测试方法及其装置	发明	2017102936217	2017. 4. 28
10	一种湿法 PAN 纺丝用钽材喷丝板的清洗方法	发明	2017102941605	2017. 4. 28

数据来源：招股说明书，财通证券研究所

此外，目前公司还承担 12 项碳纤维研发项目，且多数项目的关键技术都已攻克，待资金到位和募投项目建成后可批量生产。其中，独立研发项目有 8 项，合作研发项目有 4 项，主要集中在高性能碳纤维的生产研发，公司以 ZT7 系列碳纤维研发为切入点，开展以 T800、T1000、T1100 级碳纤维为代表的高强型以及 M40J、M55J、M60J 为代表的高模高强型碳纤维的研发工作，其中大多已突破关键技术，待募投资金到位后进行批量生产。

**表 9：公司独立研发项目**

序号	项目名称	列入国家和省级课题计划情况	产品主要用途	进展情况
1	国产化 M40J 高强高模碳纤维工程化	列入 2015 年国防科工局某项目	主要用于卫星及导弹等对结构部件强度和刚性同时提出苛刻要求的领域	已形成稳定化批量生产能力，完成材料摸底和稳定性评价，通过主导工艺评审
2	千吨级 T800 级碳纤维工艺技术研发及产业化	列入 2015 年江苏省科技厅科技成果转化项目“千吨级 T800 级碳纤维工艺技术研发及产业化”	主要用于航空、航天、核工业、兵器等领域的主承力结构件	已实现稳定化批量生产技术，拟在募集资金投资项目实现工程化批量生产能力
3	M55J 级高强高模碳纤维十吨级工程化技术	列入 2015 年江苏省发改委战略新兴产业项目“M55J 级高强高模碳纤维十吨级工程化技术”	主要用于卫星及导弹等对结构部件强度和刚性同时提出苛刻要求的领域	已掌握关键技术，性能达标，正在进行批产调试
4	1000 吨/年 ZT7H 碳纤维批量化生产及改进提升	列入 2016 年江苏省发改委战略新兴产业项目“1000 吨/年 ZT7H 碳纤维批量化生产及改进提升”	主要用于航空、航天、核工业、兵器等领域的主承力结构件	已实现稳定批量工程化生产技术，拟在募集资金投资项目实现工程化批量生产
5	ZT8H 碳纤维产品开发	公司自列课题	针对国内某用户需求开发，主要用于航空航天领域	已实现关键技术突破和小批量生产及验证，拟在募集资金投资项目实现工程化批量生产

6	T1000 级和 T1100 级碳纤维产品开发	公司自列课题	主要用于航空、航天、核工业、兵器等领域的主承力结构件	已突破关键技术, 拟在募集资金投资项目实现工程化批量生产
7	干喷湿纺 T700 级碳纤维制备技术开发	公司自列课题	由于其表面特殊结构, 该产品适合于在航空、航天、核工业、兵器等领域中的回转体缠绕工艺应用	已掌握关键工艺, 产品正在调试过程中, 拟在募集资金投资项目实现工程化批量生产
8	干喷湿纺 T800 级碳纤维制备技术开发	公司自列课题	由于其表面特殊结构, 该产品适合于在航空、航天、核工业、兵器等领域中的回转体缠绕工艺应用	已掌握关键工艺, 产品正在调试过程中, 拟在募集资金投资项目实现工程化批量生产

数据来源: 招股说明书, 财通证券研究所

**表 10: 公司合作研发项目**

序号	项目名称	合作单位	列入国家和省级课题计划情况	主要内容	研究成果及分配方案	进展情况
1	T700/T800 级碳纤维及复合材料研发、产业化及在航空领域的应用示范	中航复合材料有限责任公司	列入 2013 年国家发改委新材料专项项目“聚丙烯腈碳纤维复合材料研发、产业化与应用示范项目”	双方合作开展研究, 中简科技负责完成国产 T700 级碳纤维千吨规模生产线建设, 并开展 T800 级碳纤维工程化研制。中航复合材料有限责任公司负责完成国产 T700 级和 T800 级碳纤维的评价验证工作, 实现国产 T700 级碳纤维预浸料产业化, 完成复合材料应用示范	双方独立完成的项目研究成果, 知识产权归各自所有, 双方共同完成的项目研究成果, 知识产权归双方共有	设备已基本安装完毕, 动力设备已进入单机调试阶段。
2	小丝束聚丙烯腈碳纤维高模化关键技术	中国空间技术研究院宇航物资保障事业部; 上海复合材料科技有限公司	列入 2015 年国家“863”计划“拉伸模量 540GPa 以上碳纤维工程化技术研究”	中简科技负责项目的总体方案制定、实施和管理, 突破高温石墨化关键技术, 在年产 10 吨级以上规模上制备出符合 M55J 性能指标的高强高模碳纤维。中国空间技术研究院宇航物资保障事业部和上海复合材料科技有限公司负责国产 M55J 高强高模碳纤维的性能评价	项目执行前已有的成果归各自所有, 项目执行过程中独立完成的研究成果归完成方所有, 合作完成的研究成果归合作方共有	2018 年 05 月完成课题技术验收
3	高性能 CCF-3 级碳纤维性能控制与高效制备技术研究	中航复合材料有限责任公司	列入 2014 年国家“863”计划“CCF-3 级碳纤维复合材料在交通和能源领域规模化应用技术”	中简科技负责 CCF-3 级碳纤维性能控制与高效制备技术研究, 并向中航复合材料有限责任公司提供 2.7 吨碳纤维。中航复合材料有限责任公司负责快速固化树脂的研制与大克重比碳纤维预浸料技术研究和 CCF-3 级碳纤维/玻璃纤维混杂复合材料客舱车身技术研究	围绕本项目独立完成的技术归完成单位所有, 共同完成的技术成果共享	2018 年 05 月完成课题技术验收。
4	高强高模碳纤维制备技术研究	中国科学院化学研究所	列入 2015 年国家“863”计划“高强高模碳纤维表征及应用评价技术研究”	中简科技负责高强高模 M55J 级石墨纤维制备关键技术的研究和突破, 并且分批次向中国科学院化学研究所提供样品进行评价	围绕本项目独立完成的技术归完成单位所有, 共同完成的技术成果共享	2018 年 06 月完成课题技术验收

数据来源: 招股说明书, 财通证券研究所

#### 4.2 客户粘性高: 深度绑定国防军工供应体系, 市场拓展确定性强

**客户粘性高:** 由于航空航天装备使用周期较长, 因此在航空航天装备生产过程中, 一旦型号确定, 具有所用原材料不会轻易改变的特点。公司生产的 ZT7 系列碳纤维

维产品经过航空航天权威单位近三年的摸底、稳定性、许用值、工程应用等多个阶段多个批次的严格评价，各项指标均达到航空航天要求，综合性能优于东丽 T700 级碳纤维，正式成为国内航空航天领域国产 T700 级碳纤维稳定批量供货商。

**客户集中度方面：2018 年公司前五大客户（属于同一控制人控制的客户合并列示）合计销售收入占当年营收比例为 99.99%。**客户集中度高主要因为：1) 公司生产的高性能碳纤维产品客户主要是国内大型航空航天集团，而我国航空航天行业企业经营高度集中；2) 航空航天装备生产过程中，一旦型号定型，不会轻易更改材料，同时公司受产能制约只能围绕航空某型号产品供货。

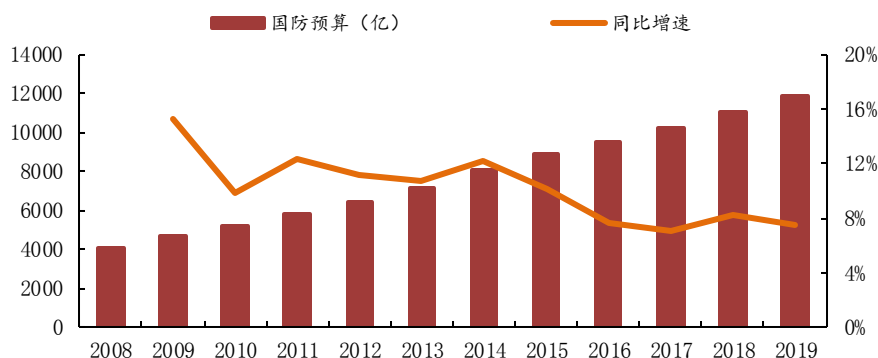
**表 11：2018 年公司前五大客户情况**

序号	客户名称	销售产品	销售收入 (万)	占各自销售比重	占营业收入比重	建立客户关系时间
1	客户 A	碳纤维	18336.17	94.88%	86.25%	2013.02
		碳纤维织物	990.28	5.12%	4.66%	
	客户 C	碳纤维	32.48	2.90%	0.15%	2014.09
		碳纤维织物	1088.57	97.10%	5.12%	
	客户 N	碳纤维织物	17.67	100.00%	0.08%	2018.02
小计			<b>20465.16</b>		<b>96.26%</b>	
2	客户 M	碳纤维	490.99	66.21%	2.31%	2016.10
		碳纤维织物	250.56	33.79%	1.18%	
	客户 P	研制费	37.74	100.00%	0.18%	2018.02
	小计			<b>779.29</b>		<b>3.67%</b>
3	常州特诺复合材料	碳纤维废丝	6.06	100.00%	0.03%	2013.11
4	常州利尔德通新材料	碳纤维废丝	5.07	100.00%	0.02%	2014.09
5	客户 F	碳纤维织物	3.38	100.00%	0.02%	2013.05
合计			<b>21258.97</b>		<b>99.99%</b>	

数据来源：招股说明书，财通证券研究所

国内国防预算稳步增长，公司作为军品碳纤维供应商，深度绑定国防军工供应体系，未来市场拓展确定性强。根据财政部数据，2019 年国内国防预算 1.19 万亿，同比增长 7.5%，其中 2009-2019 年复合增速 9.7%。公司作为军品碳纤维供应商，下游客户主要为国内大型航空航天集团，一方面，进入国防军工原材料供应体系使得公司在满足客户新型号产品的需求方面具有先发优势；另一方面，军品方面的积累让公司切入民品市场时具有独特的市场拓展优势。目前在民用领域，公司产品已通过民用直升机和风电叶片等高端民品的应用评价。

图 20：国内国防预算稳步增长



数据来源：财政部，财通证券研究所

## 5、募投项目：突破产能瓶颈，打开公司未来成长空间

公司已先行使用自有资金投资项目建设。公司本次拟公开发行人民币普通股不超过 4,001 万股，不少于本次发行后股份总数的 10%。募集资金在扣除相关费用后，全部用于投资“1000 吨/年国产 T700 级碳纤维扩建项目”，项目投资总额 5.52 亿。为确保项目顺利实施，公司先行使用自有资金投资项目建设，截至 2018.12.31，公司累计已投入资金 4.52 亿，建设项目已完成土建施工及厂房安装，相关设备已安装完成，正进行单机调试，预计于 2019 年 6 月试生产。

本次募投项目是扩建一条柔性化、智能化产线。公司在碳纤维领域已积累了多年的技术沉淀和经验积累，本次新建的千吨级产线位于公司现有厂区。公司在现有碳纤维产线基础上，对原有的原丝纺丝线进行扩建，同时新建一条千吨级规模的氧化碳化产线。项目建成后，可根据不同客户需求生产不同规格和级别的碳纤维，具备高强度 ZT7 系列（高于 T700 级）、ZT8 系列（T800 级）、ZT9 系列（T1000/T1100 级）碳纤维千吨级（12K）稳定化生产能力。

表 12：公司募投项目情况

项目名称	投资总额 (亿)	已投入资金 (亿)	试生产时间	备注
1000 吨/年国产 T700 级碳纤维扩建项目	5.52	4.52	2019.6	截至 2018.12.31，建设项目已完成土建施工及厂房安装，相关设备已安装完成

数据来源：招股说明书，财通证券研究所

## 6、盈利预测

### 6.1 关键假设

1) **碳纤维**: 销量方面, 19 年募投产能项目投产后打破原有产能瓶颈, 有望带动产品销量增长, 预计 19-21 年碳纤维销量分别为 79.4/99.3/124.1 吨; 价格方面, 预计 19-21 年含税均价分别为 347.2/347.2/347.2 万/吨, 不含税均价 307.3/307.3/307.3 万/吨 (按 13% 增值税率); 毛利率方面, 随着产能增长摊薄固定成本以及技术工艺的优化, 预计 19-21 年毛利率分比为 80.8%/81.1%/81.5%。

2) **碳纤维织物**: 销量方面, 碳纤维产能破瓶颈有望带动织物销量增长, 预计 19-21 年碳纤维销量分别为 8.0/9.2/10.6 吨; 价格方面, 预计 19-21 年含税均价分别为 394.9/394.9/394.9 万/吨, 不含税均价 349.5/349.5/349.5 万/吨 (按 13% 增值税率); 毛利率方面, 随着产能增长摊薄固定成本以及技术工艺的优化, 预计 19-21 年毛利率分比为 78.5%/78.8%/79.1%。

表 13: 公司分业务预测

		2018	2019E	2020E	2021E
合计	营业收入 (百万)	212.6	272.6	337.8	418.9
	YOY		28.2%	23.9%	24.0%
	营业成本 (百万)	43.4	52.9	64.4	78.5
	YOY		21.9%	21.8%	21.9%
	毛利 (百万)	169.2	219.7	273.4	340.4
	YOY		29.8%	24.4%	24.5%
	毛利率	79.6%	80.6%	80.9%	81.3%
碳纤维	营业收入 (百万)	188.6	244.1	305.1	381.4
	YOY		29.4%	25.0%	25.0%
	营业成本 (百万)	38.1	46.9	57.6	70.7
	YOY		23.0%	22.9%	22.8%
	毛利 (百万)	150.5	197.2	247.5	310.7
	YOY		31.0%	25.5%	25.5%
	毛利率	79.8%	80.8%	81.1%	81.5%
碳纤维织物	营业收入 (百万)	23.5	28.0	32.2	37.0
	YOY		19.1%	15.0%	15.0%
	营业成本 (百万)	5.3	6.0	6.8	7.7
	YOY		14.0%	13.5%	13.4%
	毛利 (百万)	18.2	22.0	25.4	29.3
	YOY		20.5%	15.4%	15.4%

	毛利率	77.6%	78.5%	78.8%	79.1%
其他	营业收入 (百万)	0.5	0.5	0.5	0.5
	营业成本 (百万)	0.0	0.0	0.0	0.0
	毛利 (百万)	0.5	0.5	0.5	0.5
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源: Wind, 财通证券研究所

## 6.2 盈利预测及估值

我们选取光威复材（国内军用碳纤维龙头）以及中航高科（国内航空复合材料龙头）作为可比公司，两家公司 19 年平均估值 40 倍 PE。公司作为国内领先的军用高端碳纤维企业，打破产能瓶颈后业绩有望实现快速增长，因此我们给予公司 19 年 36-40 倍 PE，对应的股价合理区间为 14.1-15.6 元。

表 14: 可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率 (PE)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
光威复材	300699.SZ	37.90	1.02	0.93	1.19	1.49	37.2	40.9	32.0	25.5
中航高科	600862.SH	9.52	0.22	0.25	0.28	0.28	43.3	38.3	34.5	33.9
平均数							40.2	39.6	33.2	29.7

数据来源: Wind, 财通证券研究所

注: 盈利预测取自 Wind 一致预期



## 7、风险提示

募投项目进度不及预期；

产能释放进度不及预期；

军品新产品验证风险；

安全生产风险。

**公司财务报表及指标预测**

利润表						财务指标					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>169</b>	<b>213</b>	<b>273</b>	<b>338</b>	<b>419</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	38	43	53	64	78	营业收入增长率	12.4%	25.8%	28.2%	23.9%	24.0%
营业税费	1	1	2	2	3	营业利润增长率	115.6%	6.9%	30.0%	21.9%	22.7%
销售费用	2	3	4	5	6	净利润增长率	94.2%	9.15%	29.7%	21.4%	22.3%
管理费用	26	40	52	64	80	EBITDA 增长率	33.8%	22.4%	29.1%	27.2%	25.5%
财务费用	-0	2	4	5	5	EBIT 增长率	40.8%	22.9%	29.0%	24.5%	24.6%
资产减值损失	0	-1	-	-	-	NOPLAT 增长率	111.3%	12.3%	30.9%	21.8%	22.4%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	44.5%	50.5%	45.1%	9.4%	27.3%
投资和汇兑收益	0	0	-	-	-	净资产增长率	25.3%	23.5%	31.0%	22.9%	22.8%
<b>营业利润</b>	<b>128</b>	<b>137</b>	<b>178</b>	<b>217</b>	<b>267</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	4	3	4	4	4	毛利率	77.7%	79.61%	80.6%	80.9%	81.3%
<b>利润总额</b>	<b>133</b>	<b>140</b>	<b>182</b>	<b>221</b>	<b>271</b>	营业利润率	75.9%	64.5%	65.4%	64.3%	63.7%
减:所得税	22	20	26	31	38	净利润率	65.3%	56.68%	57.3%	56.2%	55.4%
<b>净利润</b>	<b>110</b>	<b>121</b>	<b>156</b>	<b>190</b>	<b>232</b>	EBITDA/营业收入	71.6%	69.7%	70.2%	72.1%	72.9%
<b>资产负债表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EBIT/营业收入	60.6%	59.2%	59.6%	59.9%	60.2%
货币资金	39	90	109	135	168	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	192	232	282	272	240
应收帐款	116	90	170	149	242	<b>流动营业资本周转天数</b>	367	256	262	257	253
应收票据	75	92	121	142	184	流动资产周转天数	575	508	522	509	499
预付帐款	7	8	11	11	15	应收帐款周转天数	237	175	172	170	168
存货	21	12	28	21	38	存货周转天数	37	28	27	26	25
其他流动资产	19	31	29	29	28	总资产周转天数	1,333	1,405	1,437	1,393	1,316
可供出售金融资产	20	-	-	-	-	投资资本周转天数	827	974	1,119	1,119	1,071
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	21.6%	19.0%	18.9%	18.6%	18.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	15.3%	12.8%	12.7%	13.8%	13.8%
固定资产	87	187	240	270	289	ROIC	33.5%	26.0%	22.6%	19.0%	21.3%
在建工程	206	381	481	581	681	<b>费用率</b>					
无形资产	43	39	36	32	29	销售费用率	1.0%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%
其他非流动资产	86	11	10	9	9	管理费用率	15.3%	18.8%	19.0%	19.0%	19.0%
<b>资产总额</b>	<b>719</b>	<b>940</b>	<b>1,235</b>	<b>1,380</b>	<b>1,682</b>	财务费用率	-0.1%	1.0%	1.5%	1.5%	1.3%
短期债务	-	6	6	11	36	三费/营业收入	16.2%	21.2%	21.9%	21.9%	21.8%
应付帐款	3	60	17	76	37	<b>偿债能力</b>					
应付票据	41	27	56	45	78	资产负债率	28.8%	32.7%	34.1%	28.4%	28.5%
其他流动负债	46	70	69	67	67	负债权益比	40.5%	48.7%	51.7%	39.8%	39.8%
长期借款	68	100	236	161	236	流动比率	3.07	1.98	3.17	2.43	3.09
其他非流动负债	49	45	44	44	43	速动比率	2.84	1.90	2.98	2.33	2.92
<b>负债总额</b>	<b>207</b>	<b>308</b>	<b>428</b>	<b>405</b>	<b>497</b>	利息保障倍数	-561.93	57.30	39.11	40.94	47.97
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>分红指标</b>					
股本	360	360	400	400	400	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	152	273	429	619	851	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>512</b>	<b>633</b>	<b>829</b>	<b>1,019</b>	<b>1,251</b>	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
净利润	110	121	156	190	232	EPS(元)	0.28	0.30	0.39	0.47	0.58
加:折旧和摊销	19	23	29	41	53	BVPS(元)	1.28	1.58	2.07	2.55	3.13
资产减值准备	0	-1	-	-	-	PE(X)	38.3	35.1	27.0	22.3	18.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.2	6.7	5.1	4.1	3.4
财务费用	0	2	4	5	5	P/FCF	211.9	-93.1	5,366.3	88.8	78.3
投资收益	-0	-0	-	-	-	P/S	25.0	19.9	15.5	12.5	10.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	30.9	26.0	23.0	17.7	14.3
营运资金的变动	5	92	-140	55	-162	CAGR(%)	19.8%	24.4%	40.1%	19.8%	24.4%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>139</b>	<b>181</b>	<b>49</b>	<b>291</b>	<b>129</b>	PEG	1.9	1.4	0.7	1.1	0.7
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-190</b>	<b>-184</b>	<b>-200</b>	<b>-190</b>	<b>-190</b>	ROIC/WACC	3.4	2.6	2.3	1.9	2.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>41</b>	<b>56</b>	<b>170</b>	<b>-75</b>	<b>94</b>	REP	2.4	2.1	1.9	2.1	1.5

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。