

神剑股份 (002361)

证券研究报告
2021年03月20日

粉末涂料龙头加码高端装备制造，有望充分受益于十四五产业高景气周期

● 粉末涂料领域深耕多年，新材料+高端装备制造双轮齐飞

公司以传统业务为核心，形成了“化工新材料+高端装备制造”双轮驱动的业务布局。公司传统主营业务为粉末涂料用聚酯树脂系列产品及其原材料的研发、生产和销售。高端装备制造业务主要面向航空、航天及轨道交通等领域，产品涉及复合材料、碳纤维制品、金属零部件等多个品类。

公司近几年营业收入保持稳健增长，2019年实现营业收入20.79亿元，实现归母净利润1.25亿元，同比+7.27%/+61.90%。2020年公司经营受疫情影响有所承压，前三季度公司实现营业收入12.22亿元(-18.91%)；实现归母净利润0.55亿元(-39.18%)，主要系疫情影响公司产品交付所致。

● 公司受益于国防军工产业高景气周期，复合材料具备“量价齐升”属性

根据政治局第二十二次会议内容，我国将进入“跨越式武器装备发展”+“战略、颠覆性技术突破”阶段。综上所述我们认为，十三五末+十四五为我国国防装备及前沿技术加速突破时期，预计进入十年景气扩张期，以军机、导弹为代表的跨越式武器装备有望实现增量布局。

基于碳纤维的轻质性、优异的物理化学特性，其复合材料在航空(F-35机翼、机身、等部位)、导弹(洲际弹道导弹碳鼻锥)、地面兵装(结构/隐身装甲)等多领域得到广泛应用。公司现有复材业务已具规模，募投项目完成公司产品谱系与产业规模有望得到大幅提升。公司复合材料产品应用已扩大到某军种装备领域，为重点装备供应舱体，正在批量生产交付中；同时，公司复合材料零部件生产基地募投项目预计将实现对航天科技集团振动试验台、复合材料某罩体等零部件的批量供应。综上所述我们认为，公司将充分受益于军机、导弹等“十四五”跨越式武器装备批产进程，复材业务有望实现快速放量。

● 卫星互联网产业发展在即，企业有望充分受益于全新基础设施建设

SpaceX公司的Starlink宽带卫星互联网计划将初步发射12000颗卫星，并在太空中布局一个大型的人造卫星星座，为全球每一个角落的卫星接收器提供高速互联网连接，从而解决全球49%人口的互联网接入问题。我们预计，我国或诞生1-2家世界级卫星互联网企业，对标美国SpaceX(Starlink)建设计划，或需8年入轨1.1万颗。

复合材料在卫星中具备广阔应用空间。高性能碳纤维及其复合材料产品在我国在轨、在研及论证阶段的卫星结构产品中均占据主导地位，是各级主承结构的材料。公司目前具有卫星天线、卫星支撑塔类、卫星反射器等碳纤维复合材料部件等，其下游客户包括航天科技集团504所等核心客户，具备较强的客户基础与先发优势。我们预计公司相关复合材料产品将会充分受益于卫星互联网新型基础设施建设，业绩有望大幅提升。

● 轨道交通引领复材增量市场，公司具备明显先发优势

铁路运营里程的快速增加，创造巨大的动车组车辆需求。根据公司19年年报披露信息，预计2025年，铁路运营预计实现里程达到3.8万公里，新增动车组为30,000~45,000辆，未来我国年均需求城际动车组为1,000~1,500辆。同时，城镇化需求大力带动城轨投资，该领域投资额快速增长。通过使用碳纤维实现轨道交通车辆轻量化，可有效降低列车在加速和减速下的运行阻力与车辆间冲击，能极大地节省能源，同时轻量化还会带来减小轨道磨耗、提高车辆运行稳定性与安全性等诸多优点。

公司目前研发生产的蜂窝系列复合材料产品能有效减轻1/3的地板重量；根据公司20年半年报披露信息，公司已实现交付中车唐山机车200km/h中速磁悬浮项目和中车长春客车600公里高速磁悬浮项目。综上所述我们认为，公司复材业务或充分受益于轨道交通产业景气上行周期与轻量化需求，排产或实现增量布局。

盈利预测与评级：综上所述我们认为，高端业务方面，公司伴随“十四五”跨越式武器装备发展，对应复材业务有望实现高速增长；民用轨道交通与卫星互联网复材业务有望受益于产业高景气周期。传统业务方面，受益于环保政策(“漆改粉”趋势)推动，对应聚酯树脂业务有望实现增量布局。在此假设下，预计2020-2022年公司实现营收18.77/21.04/23.50亿元，对应归母净利润0.99/1.58/2.05亿元，EPS预计为0.12/0.19/0.25元，P/E为39.15/24.69/18.97x。对标可比公司36.19x的2021预测PE，公司目标价6.88元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争的风险；化工原材料价格波动风险；人才流失的风险；新建项目推进受行政审批等因素带来的不确定性等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,937.87	2,078.69	1,876.76	2,104.15	2,350.05
增长率(%)	6.01	7.27	(9.71)	12.12	11.69
EBITDA(百万元)	233.32	503.22	191.91	264.72	324.59
净利润(百万元)	77.33	125.19	99.48	157.71	205.26
增长率(%)	(37.86)	61.90	(20.54)	58.54	30.14
EPS(元/股)	0.09	0.15	0.12	0.19	0.25
市盈率(P/E)	50.37	31.11	39.15	24.69	18.97
市净率(P/B)	2.13	2.17	2.02	1.88	1.71
市销率(P/S)	2.01	1.87	2.08	1.85	1.66
EV/EBITDA	14.15	8.05	22.17	16.00	12.88

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	4.65元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	837.57
流通A股股本(百万股)	627.37
A股总市值(百万元)	3,894.72
流通A股市值(百万元)	2,917.29
每股净资产(元)	2.10
资产负债率(%)	50.48
一年内最高/最低(元)	6.60/3.99

作者

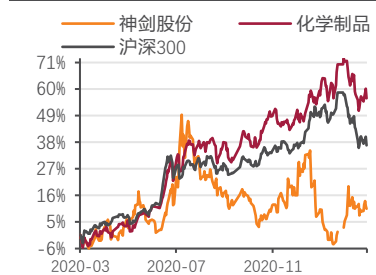
李鲁靖 分析师
SAC执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

李辉 分析师
SAC执业证书编号：S1110517040001
hulili@tfzq.com

邹润芳 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

许利天 分析师
SAC执业证书编号：S1110520080006
xulitian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 粉末涂料领域深耕多年，新材料+高端装备制造双轮齐飞	4
1.1. 传统业务为核心，新材料+高端装备制造双轮驱动	4
1.2. 公司总体实现稳健经营，存货大幅增加业绩有望延迟兑现	5
2. 定增加码航空航天/轨道交通高端装备制造，企业进入高成长轨道	6
2.1. 公司受益于国防军工产业高景气周期，复合材料具备“量价齐升”属性	6
2.2. 卫星互联网产业发展在即，企业有望充分受益于全新基础设施建设	8
2.3. 轨道交通引领复材增量市场，公司具备明显先发优势	10
3. 环保需求驱动“漆改粉”成为行业趋势，公司有望实现强者恒强	11
4. 盈利预测与投资建议	12
5. 风险提示	13
5.1. 市场竞争的风险	13
5.2. 化工原材料价格波动风险	13
5.3. 人才流失的风险	13
5.4. 新建项目推进受行政审批等因素带来的不确定性	13

图表目录

图 1：公司参控股公司及主营业务情况	4
图 2：公司股权关系情况	4
图 3：公司传统业务所处产业链情况	5
图 4：公司高端装备制造板块主营业务及应用领域示意图	5
图 5：公司高端装备制造板块主营产品——“起落架连接件”	5
图 6：2015A-2020Q3 公司营业收入及增速	5
图 7：2015A-2020Q3 公司归母净利润及增速	5
图 8：公司 2019 年主营业务营业收入情况（单位：亿元）	6
图 9：公司 2019 年主营业务毛利润情况（单位：亿元）	6
图 10：2016A-2020Q3 公司存货及增速	6
图 11：国际主要国家军机数量统计	7
图 12：2018 年全球互联网渗透率情况	8
图 13：2G~5G 网络速度比较图	8
图 14：Starlink 卫星互联网星座的发射计划	8
图 15：制造端产业链构成与机会	9
图 16：全国轨道交通完成投资额及 YoY（亿元）	11
图 17：全国轨道交通在建线路长度及 YoY（公里）	11
图 18：2010-2019 年我国粉末涂料需求量情况	12
图 19：2010-2019 年我国粉末涂料市场规模情况	12

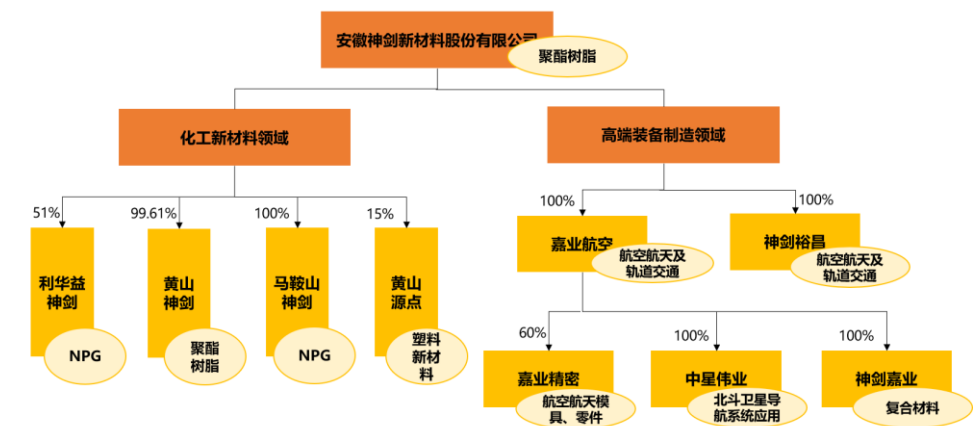
表 1: 碳纤维复合材料在航空与导弹领域的应用情况	7
表 2: 我国主要卫星星座计划及发射卫星数量 (50 颗以上)	9
表 3: 碳纤维复合材料在卫星制造端的应用案例	10
表 4: 轨道交通政策性文件梳理	10
表 5: 碳纤维复合材料应用于轨交车辆的优势	11
表 6: 我国粉末涂料行业发展趋势	11
表 7: 2020-2022 年公司盈利预测	12
表 8: 可比公司 2021 预测 PE	13

1. 粉末涂料领域深耕多年，新材料+高端装备制造双轮齐飞

1.1. 传统业务为核心，新材料+高端装备制造双轮驱动

神剑股份全称安徽神剑新材料股份有限公司，成立于 1988 年（前身为中国人民解放军第二炮兵神剑化工厂），并于 2010 年 3 月在深交所上市。目前，公司已形成“化工新材料+高端装备制造”双轮驱动的业务布局。公司传统主营业务为粉末涂料用聚酯树脂系列产品及其原材料的研发、生产和销售，以芜湖、黄山两大生产基地为核心，拥有年产各类聚酯树脂 22 万吨的生产能力。高端装备制造业务于 2015 年全资收购西安嘉业航空科技有限公司后正式开启，业务主要面向航空、航天及轨道交通等领域，产品涉及复合材料、碳纤维制品、金属零部件等多个品类。

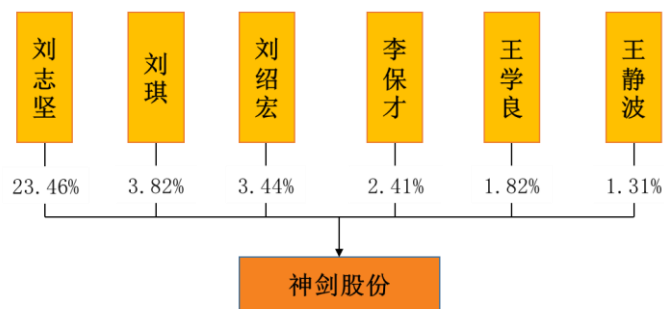
图 1：公司参控股公司及主营业务情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司股权较为集中，有利于提高其管理决策效率。据公司公告披露，公司实际控制人为刘志坚先生，截至 20Q3 其持有公司 23.46% 的股份，第二大股东刘琪持有公司股权比例 3.82%，二人系父女关系，为公司一致行动人。我们认为，高度集中的股权结构将有效提高公司管理决策效率，同时由于实际控制人与公司利益相关度较大，参与公司事务的积极性较大，将持续利好公司运营发展。

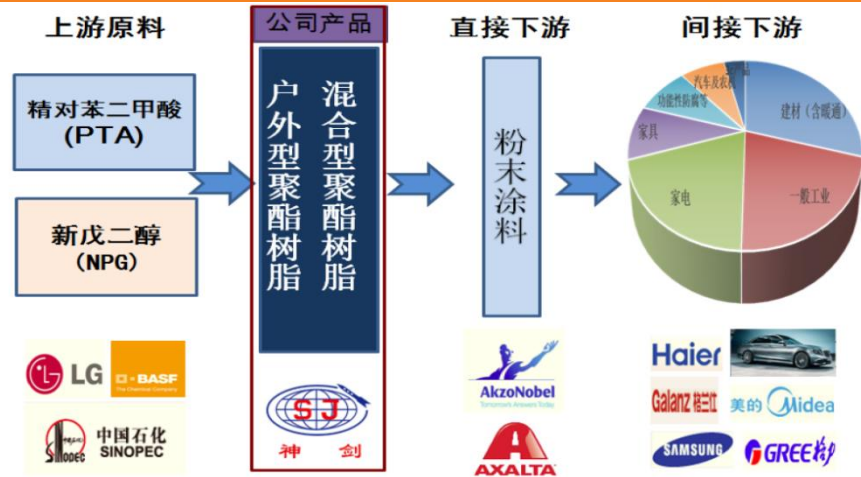
图 2：公司股权关系情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

传统化工新材料业务方面，公司产品主要分为户外型聚酯树脂和混合型聚酯树脂两大类，户外型产品主要应用在外金属器材表面领域，具有抗腐蚀、耐老化等优越性能，下游产品覆盖建材、汽车、工程机械等领域；混合型产品主要应用在室内金属器材表面领域，具备环保、流平性好、装饰性能优越等优点，下游产品覆盖家电、建材、电子 3C 等领域。

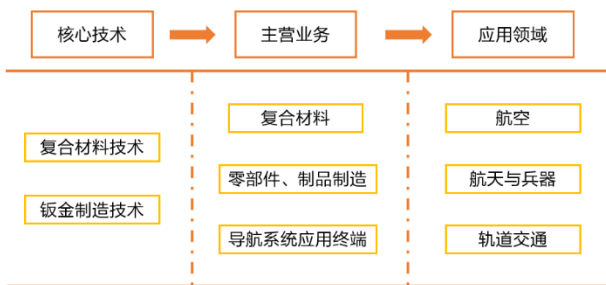
图 3：公司传统业务所处产业链情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

高端装备制造业务方面，公司主营航天航空、高速铁路等工装模具及金属零件、复合材料、碳纤维制品的设计及生产；航空航天地面设备设计制造；北斗卫星导航系统应用终端等业务，客户涵盖中航工业所属的西飞、陕飞、上飞、成飞、昌飞及中国航天科技集团、中国船舶重工等军工集团。

图 4：公司高端装备制造板块主营业务及应用领域示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：公司高端装备制造板块主营产品——“起落架连接件”



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 公司总体实现稳健经营，存货大幅增加业绩有望延迟兑现

公司近几年营业收入保持稳健增长，2019 年实现营业收入 20.79 亿元，实现归母净利润 1.25 亿元，同比+7.27%/+61.90%，我们认为归母净利润大幅增长主要是由于聚酯树脂毛利率在 2017-2018 受原材料价格波动降低后，2019 年实现回升快速所致。

图 6：2015A-2020Q3 公司营业收入及增速

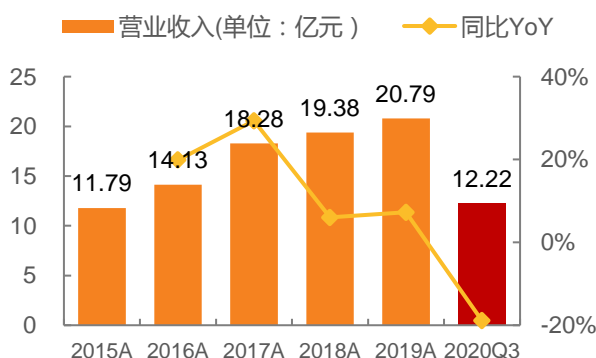
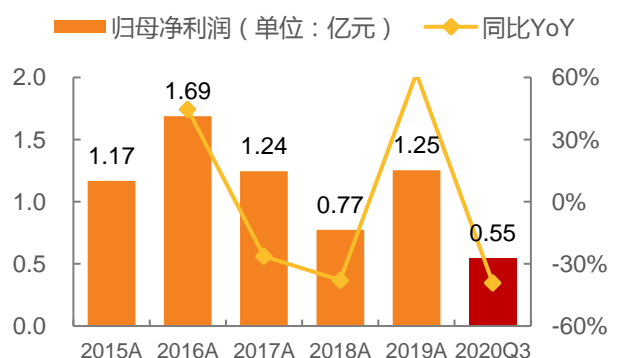


图 7：2015A-2020Q3 公司归母净利润及增速



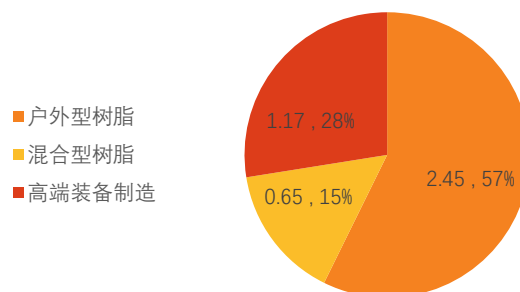
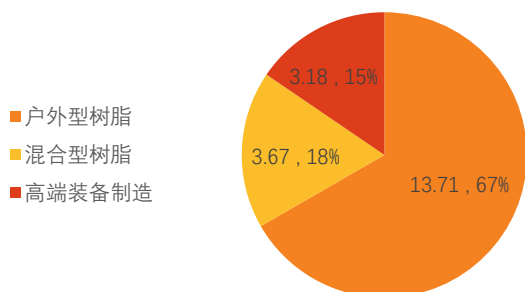
资料来源: Wind, 天风证券研究所

资料来源: Wind, 天风证券研究所

从业务结构看, 2019 年公司聚酯树脂/高端装备制造业务实现营业收入 17.38/3.18 亿元, 占总营业收入比重达 84.52%/15.48%, 占毛利润比重达 72.49%/27.51% (未计入其他业务), 高端装备业务高盈利性特点凸显。

图 8: 公司 2019 年主营业务营业收入情况 (单位: 亿元)

图 9: 公司 2019 年主营业务毛利润情况 (单位: 亿元)

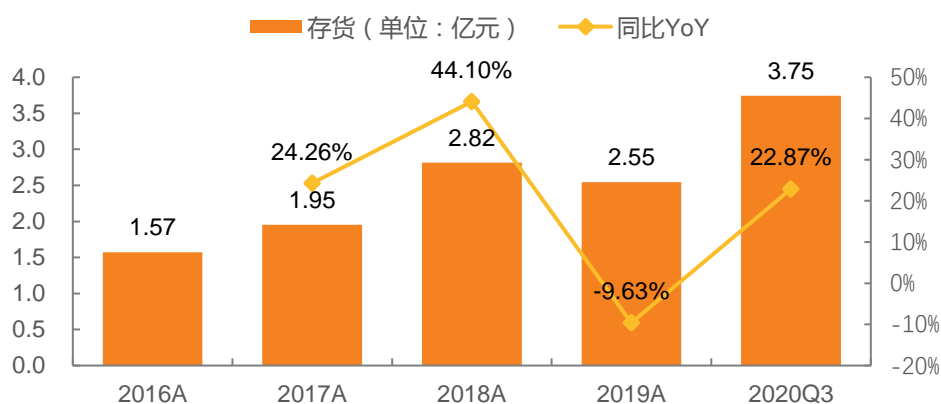


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2020 年公司经营受疫情影响有所承压, 存货大幅提升业绩有望延迟兑现。据公司公告披露, 2020 前三季度公司实现营业收入 12.22 亿元, 同比-18.91%; 实现归母净利润 0.55 亿元, 同比-39.18%, 我们认为业绩波动主要系疫情影响公司产品交付所致。资产负债端, 三季度末公司存货达 3.75 亿元, 较年初增长 47.12%, 预计将随疫情稳定实现延迟兑现。

图 10: 2016A-2020Q3 公司存货及增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2. 定增加码航空航天/轨道交通高端装备制造, 企业进入高成长轨道

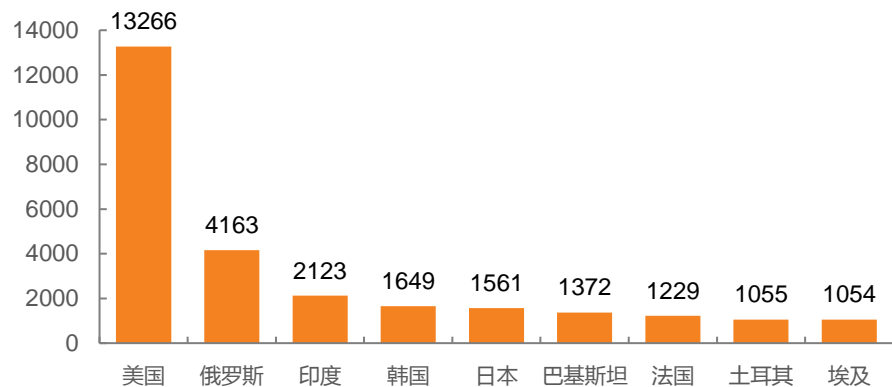
2.1. 公司受益于国防军工产业高景气周期, 复合材料具备“量价齐升”属性

根据政治局第二十二次会议内容, 我们认为我国将进入“跨越式武器装备发展”+“战略、颠覆性技术突破”阶段, 要加快突破关键核心技术, 加快发展战略性、前沿性、颠覆性技术, 加快实施国防科技和武器装备重大战略工程, 不断提高我军建设科技含量, 十三五末+十四五为我国国防装备及前沿技术加速突破时期, 预计进入十年景气扩张期。

据 World Air Forces 2020 统计数据, 美国现役各类军机数量为 13,266 架, 在全球现役军机中占比为 25%, 我国目前活跃的各种机型在量/质上均与美国有较大差距。综上所述我们认为,

“十四五”期间，以军机、导弹为代表的跨越式武器装备有望实现加量布局。

图 11: 国际主要国家军机数量统计



资料来源: World Air Forces 2020, 天风证券研究所

基于碳纤维的轻质性、优异的物理化学特性，在航空、导弹、地面兵装等多领域得到广泛应用。在航空领域，美军 F-35 歼击机已经实现碳纤维复合材料在机翼、机身、垂尾等部位的使用，在提高性能的同时，降低制造成本与运营维护成本。

在导弹领域，碳纳米复合材料已成为制造火箭和导弹必不可少的材料，洲际弹道导弹(ICBM)在重返大气层时受到气动加热，碳鼻锥中的 C/C 复合材料可带走大量热量，使导弹安全再入而击中目标。

地面兵装端，复合材料具有较高的防护效益，即与装甲钢相比具有相同重量下防护效能更高，相同防护效能下重量更轻，并更易于实现隐身化的优势，主要应用在装甲、结构装甲以及结构/隐身装甲上。

表 1: 碳纤维复合材料在航空与导弹领域的应用情况

碳纤维复合材料在航空领域的应用			
机型	用量	应用部位	首飞时间
F-22	30%	机翼、前中机身、垂尾、平尾及大轴	1990
F-35	30%	机翼、机身、垂尾、平尾、进气道	2000
J-10	6%	垂尾、鸭翼	1999
J-20	27%	机翼、起落架局部、蒙皮局部	2011
碳纤维复合材料在导弹领域的应用			
型号	应用军种	应用部位	材料结构
民兵 III	空军	MK-12A 鼻锥	C/C 复合材料
SICBM	空军	MK-12A 鼻锥/发动机喷管喉衬	3DC/CFRP 或细编穿刺品
三叉戟 I 型	海军	MK-5 鼻锥	3DC/CFR 或 4DC/CFR

资料来源:《复合材料在飞机结构中的应用》,《先进复合材料在航空航天领域的应用》,天风证券研究所

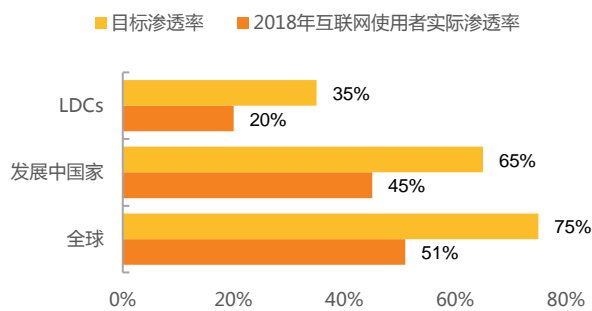
碳纤维复合材料用量与使用部位持续提升，单机用量有望进入“量价齐升”阶段。以航空歼击机为例，目前美国的主战战机 F-22/35 碳纤维复合材料用量达 30%；我国 J-7、J-8、J-10 等二代/三代老机型主要碳纤维用量占比不超过 10%，但 Z-9 直升机复材用量达 25%、四代战斗机 J-20 复材用量达 27%；从 J-10 到 J-20 的装备换代使复合材料用量具备了 3.5 倍的质量占比提升空间，该数据表明我军航空装备碳纤维使用比例的提升空间很大。因此我们认为，随着未来国防装备的持续换代，国产碳纤维需求量将会出现装备排产产量、单机复材采购金额“量价齐升”的高景气增长。

公司现有复材业务已具规模，募投项目完成公司产品谱系与产业规模有望得到大幅提升。据公司公告披露，公司复合材料产品应用已扩大到某军种装备领域，为重点装备供应舱体，得到了该军种和航天军工企业的认可，正在批量生产交付中；同时，公司复合材料零部件生产基地募投项目预计将实现对航天科技集团振动试验台、复合材料某罩体等零部件的批量供应。综上所述我们认为，公司将充分受益于军机、导弹等“十四五”跨越式武器装备批产进程，复材业务有望实现快速放量。

2.2. 卫星互联网产业发展在即，企业有望充分受益于全新基础设施建设

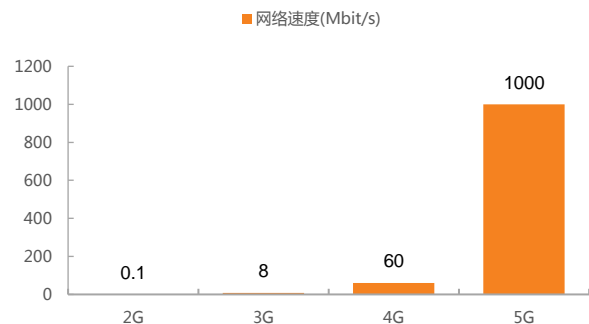
卫星通信技术是目前仅有的可同时实现抗毁性强、覆盖范围广、部署快速灵活、传输容量大、性能稳定可靠、不受地形和地域限制的通信技术，卫星通信可以实现有线电话网和地面移动通信网均无法实现的广域无缝隙覆盖，尤其适用于传统陆地通信不宜覆盖的地区。对于广大低业务密度地区与通信基础设施严重缺失地区人口（占全球总人口 49%）来说，搭建卫星互联网基础设施来使其接入全球互联网是核心解决方案之一。我们认为，低轨卫星互联网星座是实现全球互联的核心解决方案，可实现高带宽、高性能全球覆盖、可便携式\嵌入式终端、低成本、边际成本的全球互联服务。

图 12：2018 年全球互联网渗透率情况



资料来源：联合国国际电信联盟 State of Broadband 2019，天风证券研究所

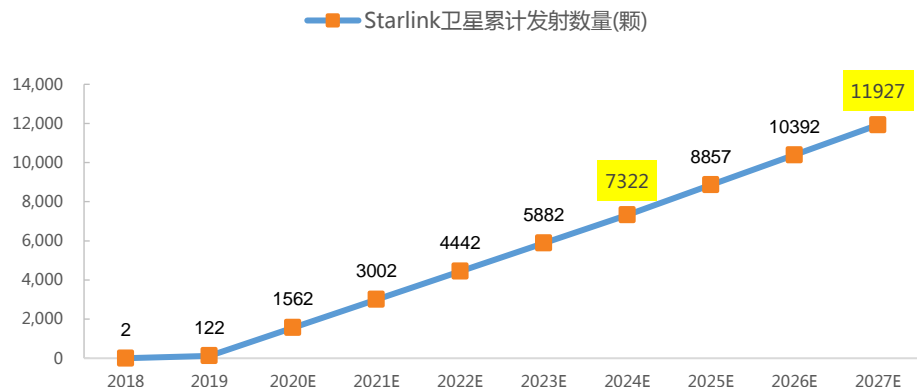
图 13：2G~5G 网络速度比较图



资料来源：KensTech Tips，天风证券研究所

Starlink 是马斯克 SpaceX 公司的宽带卫星互联网计划，也是全球卫星互联网建设的领先方案。该计划将初步发射 12000 颗卫星，并在太空中布局一个大型的人造卫星星座，为全球每一个角落的卫星接收器提供高速互联网连接。根据我们在深度 PPT《卫星互联网深度 2：卫星互联网为龙首，北斗\遥感为羽翼》的测算，得到 Starlink 星链的卫星发射计划及其所带来的市场空间：

图 14：Starlink 卫星互联网星座的发射计划



资料来源：CNN，SpaceX 官网，Spacenews，Starlink 官网，中国新闻网，天风证券研究所

我国目前与美国为第一梯队，建设进度落后一年，目前仅中美两国开始全球卫星互联网的建设：中国 2020 年 1 月银河航天已完成首次发射，鸿雁星座也计划于 2020 年进行试验系

统建设，因美国试验卫星主要于 2019 年发射，因此我们认为，我国卫星互联网建设进度目前或落后美国约一年时间。根据我们在深度 PPT《卫星互联网深度 2：卫星互联网为龙首，北斗遥感为羽翼》的测算，我国卫星互联网年产值将有望于 2028 年达到 0.4 万亿元人民币，其中卫星制造年产值 403.62 亿元，火箭发射年产值 180.7 亿元，地面设备 1716.1 亿元，卫星应用 1733.9 亿元。

表 2：我国主要卫星星座计划及发射卫星数量（50 颗以上）

属性	公司	星座名称	卫星数量(颗)
央企计划	航天科技集团	鸿雁	300
	航天科工集团	虹云	156
		行云	80
民营商业航天	银河航天	AI 星座计划	650
	航星光网&天仪	通信星座	288
	国星宇航	遥感星座计划	192
	吉林一号	长光卫星技术有限公司	138
	中科天塔 九天微星	天基物联网星座	72

资料来源：《“星链”星座最新发展分析》梁晓丽，天风证券研究所

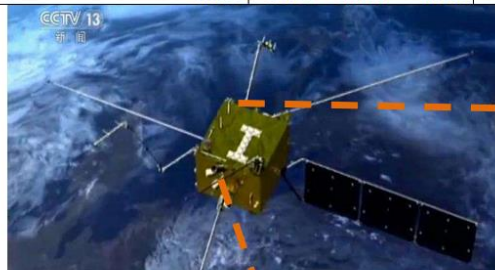
2020 年 4 月 21 日新华社报道，国家发改委首次将卫星互联网列入新基建-信息基础设施范畴，该范畴其他纳入项包括 5G/物联网/工业互联网。此次新基建范畴推出标志着社会将进入“万物互联”时代，不间断、高速、低延时的通信网络将成为基础设施，卫星互联网将成为 5G 地面网覆盖不足的有效补充。

产业链端，卫星互联网产业链主要由卫星制造、运载火箭制造、卫星通信应用三方面构成，其中卫星由卫星平台、卫星载荷组成，卫星平台制造方为总装单位，载荷方为配套单位。运载火箭制造目前关联度较高的上市公司较少，主要集中关注电子设备领域；而对于卫星通信应用的机会主要再在通信运营、地面设备两方面。

图 15：制造端产业链构成与机会

中国卫星互联网产值 (单位: 亿/美元)		2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
产值测算	卫星制造(亿美元)	5.2	22.5	27.7	34.0	38.5	41.2	50.7	58.1	58.1
	火箭发射(亿美元)	1.6	8.1	9.9	12.2	15.0	18.4	22.7	26.0	26.0
	卫星单价(亿美元)	0.0436	0.0363	0.0363	0.0363	0.0334	0.0290	0.0290	0.0290	0.0290

- 火箭发射业务：**
- 1、航天科工-快舟
 - 2、航天科技-捷龙
- 火箭配套商：**
- 1、航天电子（火箭电子设备）
 - 2、振华\鸿远（火箭被动器件）



- 卫星平台即总装单位：**
- 1、中国卫星
 - 2、中科院小卫星
 - 3、航天八院/航天二院
 - 4、银河航天、长光卫星
 - 5、上海沪工（总装总测业务配套）

资料来源：CCTV13，天风证券研究所

- 卫星载荷：执行卫星特定任务的仪器系统**
- (1) 载荷总体方：中电科54、29、航天五院、民营3家，对应上市公司杰赛科技、天奥电子（上市公司为主体性，其大股东承担任务）
 - (2) 上游配套：芯片、相控阵微波模组、传感器、模电模块、数字处理模块、载荷逻辑控制模块及基础主板、电源连接器等
- 配套方：天银机电（星敏传感器）、和而泰（相控阵芯片）、康拓红外（SOC/SIP）、振华/鸿远（被动器件）、雷科防务（行波管、星载信号处理）**
- (3) 服务配套：振动环境试验、研发用实验设备服务第三方：苏试试验（力学试验、芯片检测）

资料来源：CNN，SpaceX 官网，Spacenews，Starlink 官网，中国新闻网，天风证券研究所

复合材料在卫星中具备广阔应用空间。高性能碳纤维及其复合材料产品在我国在轨、在研及论证阶段的卫星结构产品中均占据主导地位，是各级主次结构的核心材料。以我国东方红四号系列某商业通信卫星为例，碳纤维及其复合材料的主要应用包括卫星结构舱板、中心承力筒等卫星本体结构，太阳能电池板、天线结构等大型舱外部件，以及压力容器、设备连接支架等舱内部件。据公司公告披露，公司目前具有卫星天线、卫星支撑塔类、卫星反射器等碳纤维复合材料部件等，其下游客户包括航天科技集团 504 所等核心客户，具备较强的客户基础与先发优势。

表 3：碳纤维复合材料在卫星制造端的应用案例

应用部位	材料类型
卫星本体舱板	碳纤维/环氧树脂复合材料蜂窝结构面板
承力筒	碳纤维/环氧树脂复合材料蜂窝结构面板
太阳能电池板	碳纤维/环氧树脂复合材料蜂窝网格板
天线结构	碳纤维/环氧树脂复合材料蜂窝结构面板
高压瓶体容器	碳纤维/环氧树脂材料，缠绕成型
设备连接件	碳纤维/环氧树脂材料

资料来源：《碳纤维材料在我国卫星制造领域的应用及国产化需求》，天风证券研究所

综上所述，公司作为中国航天科技集团下属中国空间技术研究院(航天五院)核心供应商，综合其技术水平、客户质量等因素，我们认为公司相关复合材料产品将会充分受益于卫星互联网新型基础设施建设，业绩有望大幅提升。

2.3. 轨道交通引领复材增量市场，公司具备明显先发优势

铁路运营里程的快速增加，创造巨大的动车组车辆需求。截至 2019 年底，中国铁路运营里程达到 13.9 万公里，高铁运营里程突破 3.5 万公里，超过世界其他国家高铁里程之和，“四纵四横”为主的高铁主干线主体构架基本建成。根据公司 19 年年报披露信息，预计 2025 年，实现里程达到 3.8 万公里，新增动车组为 30,000 ~ 45,000 辆，按照 30 年交付完毕估算，未来我国年均需求城际动车组为 1,000 ~ 1,500 辆。

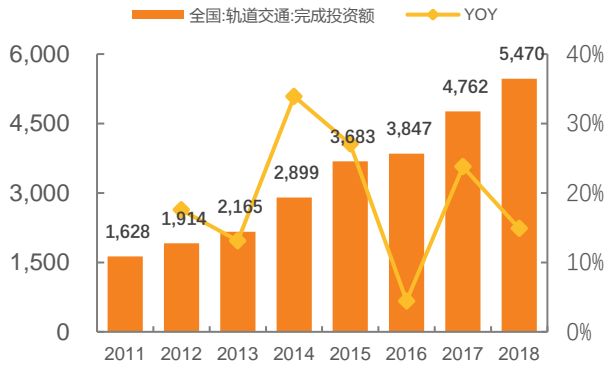
表 4：轨道交通政策性文件梳理

政策名称	内容
《中国城市轨道交通发展战略与“十四五”发展思路》	“十四五”期间，城轨交通建设规模保持高速增长，并在未来增速放缓，行业重心逐步向管理效能提升、运营可靠度提高、服务质量升级过渡。 重点推进区域性多网融合示范应用、城轨交通的交通衔接与交通接驳设计理论与示范、建设市域（郊）铁路利用既有铁路项目示范工程。
《关于培育发展现代化都市圈的指导意见》	加快整合轨道优势资源，高速推动城轨交通区域高质量发展的。“十四五”期间城轨交通势进一步突破城市行政区域的边界，从单点走向多域，逐步由发展单个城市的轨道交通向发展城市群轨交网络转型升级，客运组织运营模式由高密度向高灵活度进一步突破。独木难成林，各城市的轨道交通企业加强交流合作，整合共享城市群资源，串联发展、引领城市群升级。
《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》	实现市区城轨、市域快轨、城际铁路的“三网融合”，在市区城轨、市域快轨、城际铁路“三网融合”的基础上，实现城轨交通与铁路、公交、航空等其他运输资源的优化配置、运力匹配和联动调度，有机融入国家现代化综合交通运输体系
《河南省城市轨道交通项目规划建设管理办法（试行）》	规定了现阶段申报建设地铁的城市一般公共预算收入应当在 300 亿元以上，地区生产总值在 3000 亿元以上，市区常住人口在 300 万人以上。规划了至 2050 年，城市轨道交通线网由 21 条线路组成，总长 971 公里，其中地铁线 13 条共 505 公里，市域快线 8 条共 466 公里。洛阳市城市轨道交通线网由 4 条线路组成，总长 102.6 公里。

资料来源：城市轨道交通网，一点资讯，天风证券研究所

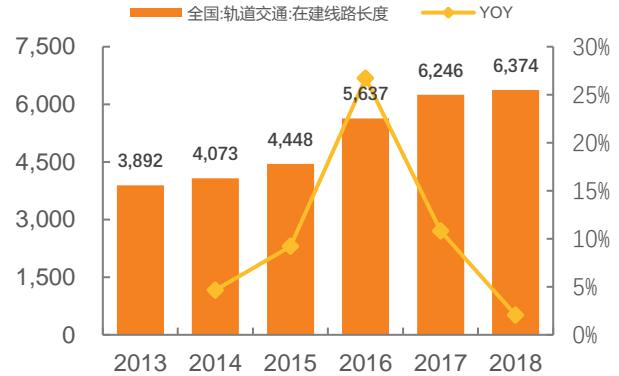
城镇化需求大力带动城轨投资，该领域投资额快速增长。2018 年 8 月，国家发改委重启城市轨道交通项目的批复，接连批复了 7 个城市的轨道交通建设项目。根据城市轨道交通协会统计，我国轨道交通在建线路里程到 2018 年达到 6374 公里，而 2018-19 年仅分别通车 730、970 公里左右，预计“十四五”期间通车里程向上高弹性可期，或将带动城轨车辆需求快速提升。

图 16：全国轨道交通完成投资额及 YoY（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：全国轨道交通在建线路长度及 YoY（公里）



资料来源：Wind，城市轨道交通协会，天风证券研究所

轨交轻量化需求显著，碳纤维复合材料具备明显性能优势。据《轨道交通车辆复合材料轻量化技术与应用分析》指出，轨道交通车辆轻量化，可有效降低列车在加速和减速下的运行动力与车辆间冲击，能极大地节省能源（轨道车辆减重 10%，可降低能耗 7%）。同时轻量化还会带来减小轨道磨损、提高车辆运行稳定性与安全性等诸多优点。文章指出，具有轻量化、高强度、高耐候性、可设计性强等优异性能的碳纤维复合材料(CFRP)，能够为解决轨道交通车辆轻量化问题提供可能。

表 5：碳纤维复合材料应用于轨交车辆的优势

序号	释义
优势一	降低列车在加速和减速下的运行动力与车辆间冲击，有效节约能源。
优势二	减小轨道的磨损与变形，降低线路维护成本。
优势三	减少对轨道冲击力，降低车体振动，提高车体运行稳定性和乘坐舒适性。
优势四	有效减少列车动能，改善制动性能，提高运行安全性。

资料来源：《轨道交通车辆复合材料轻量化技术与应用分析》，天风证券研究所

碳纤维复合材料在轨道交通领域应用处于起步阶段，公司具备明显先发优势。据公司公告披露，公司目前研发生产的蜂窝系列复合材料产品能有效减轻 1/3 的地板重量，为车辆提速创造了有利条件；根据公司 20 年半年报披露信息，公司已实现交付中车唐山机车 200km/h 中速磁悬浮项目和中车长春客车 600 公里高速磁悬浮项目。综上所述我们认为，公司复材业务或充分受益于轨道交通产业景气上行周期与轻量化需求，排产或实现加量布局。

3. 环保需求驱动“漆改粉”成为行业趋势，公司有望实现强者恒强

由于安全、环保等政策进一步落实，“漆改粉”已成为行业趋势。粉末涂料相比普通有机液体涂料最大特点在于无溶剂性，具备环保、抗腐蚀、耐老化、装饰性优越等优点。粉末涂料应用逐渐替代油漆喷涂应用，如混凝土搅拌车、汽车轮毂、建筑卷钢等行业。

表 6：我国粉末涂料行业发展趋势

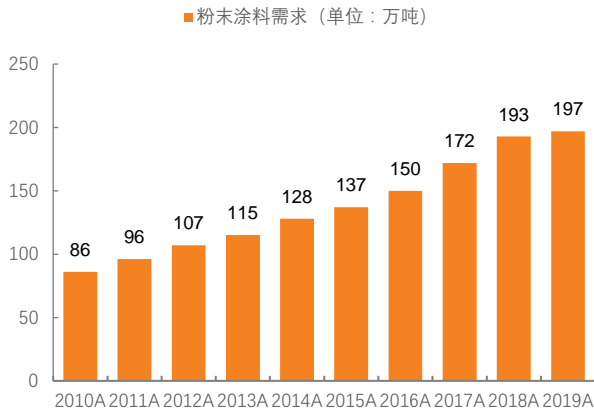
序号	释义
趋势一	国家各项环保法规将越来越严，逐渐从以抓大气污染为主转向抓水污染、土壤污染并重，粉末涂料的环保优势将愈发凸显，“漆改粉”将是大势所趋之一；
趋势二	行业整合，不合规、低端没有特色的粉末企业将面临淘汰；
趋势三	定位高端的企业优势将逐步凸显，只有不断创新才能可持续发展
趋势四	合纵连横，产业链上下游志同道合的企业将会结成更紧密的战略伙伴关系

资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

得益于我国政府一系列经济政策刺激及涂装应用技术的创新和进步，下游行业对粉末涂料的需求持续增加。据中国产业信息网数据披露，2019 年国内粉末涂料需求增长至 197 万

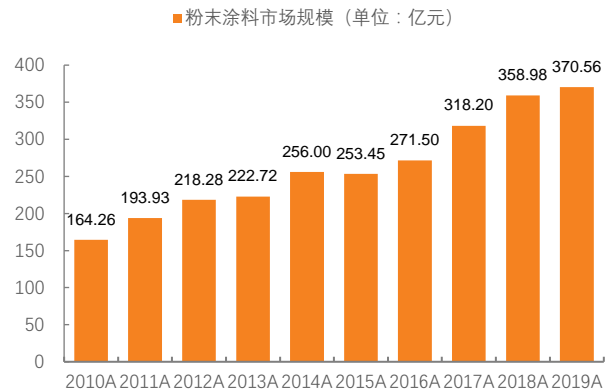
吨，2010-2019 年需求复合增长率达到 9.65%；粉末涂料市场规模也从 2010 年的 164.26 亿元增长至 2019 年的 370.56 亿元，年复合增长率达到 9.46%。

图 18：2010-2019 年我国粉末涂料需求量情况



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 19：2010-2019 年我国粉末涂料市场规模情况



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

公司深耕粉末涂料聚酯树脂领域，新建上游项目协同效应初显。据公司公告披露，公司已经形成两大系列 100 多个型号产品，涵盖粉末涂料聚酯树脂应用各个领域。在客户端，公司长期为全球粉末涂料行业知名企业阿克苏·诺贝尔、华佳表面科技、艾仕得涂料、海尔、桑瑞斯集团、等高端客户提供配套服务。此外，公司上游 NPG 项目逐步建设完成并投入使用，进一步完善了公司聚酯树脂上游产业链，有效保障主要原材料供应。综上所述我们认为，公司作为行业产品型号最为齐全的生产制造企业，综合其产业结构、客户质量等因素，其传统聚酯树脂业务将充分受益于“漆改粉”行业新趋势，业绩有望持续增长。

4. 盈利预测与投资建议

综上所述我们认为，高端业务方面，公司伴随“十四五”跨越式武器装备发展，对应复材业务有望实现高速增长；民用轨道交通与卫星互联网复材业务有望受益于产业高景气周期。传统业务方面，受益于环保政策（“漆改粉”趋势）推动，对应聚酯树脂业务有望实现增量布局。预计 2020-2022 年公司实现营收 18.77/21.04/23.50 亿元，对应归母净利润 0.99/1.58/2.05 亿元，EPS 预计为 0.12/0.19/0.25 元，P/E 为 38.73/24.43/18.77x。

表 7：2020-2022 年公司盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,937.87	2,078.69	1,876.76	2,104.15	2,350.05
增长率(%)	6.01	7.27	(9.71)	12.12	11.69
净利润(百万元)	77.33	125.19	99.48	157.71	205.26
增长率(%)	(37.86)	61.90	(20.54)	58.54	30.14
EPS (元/股)	0.09	0.15	0.12	0.19	0.25
市盈率 (P/E)	49.82	30.78	38.73	24.43	18.77

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们采用 PE 法可比估值进行目标价预测。公司目前采取“化工新材料领域+高端装备制造”双轮驱动的业务布局，通过横向比较，其对标的公司为利君股份、光威复材与万华化学。据 Wind 数据披露，三家可比公司 2021 年 P/E 预测值为 33.07/46.20/29.30x，均值 36.19x，与公司 2021 年预测 EPS 进行计算，公司每股目标价为 6.88 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8: 可比公司 2021 预测 PE

股票代码	公司简称	主营业务	2021 预测 PE
002651.SZ	利君股份	辊压机及辊系产品、航空零件等	33.07
300699.SZ	光威复材	碳纤维及其复合材料等	46.20
600309.SH	万华化学	聚氨酯产业集群、石化产业集群及功能化 学品及材料产业集群等	29.30
平均值			36.19

资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 风险提示

5.1. 市场竞争的风险

公司高端装备制造领域主要业务为航空、航天及轨道交通行业,是国家 2025 重点支持行业领域。与此同时,国家及地方陆续出台一系列“军转民”、“军民融合”等政策指导文件,推动行业改革及发展。在带来更多业务发展的同时,也吸引了其他市场参与者,行业存在面临竞争加剧、毛利率下滑等风险。

5.2. 化工原材料价格波动风险

公司化工新材料领域主要原材料 PTA、NPG 价格波动频繁,公司产品价格传导相对滞后,从而带来利润波动的风险。

5.3. 人才流失的风险

化工新材料与高端装备制造领域均是技术密集型行业,由于生产工艺复杂、技术难度高,需要形成持续的技术创新能力,才能保证产品的市场竞争力。而核心技术人员是企业持续技术创新的基本保障,在产品开发、生产工艺创新中起着关键作用。随着市场对这类专业人才需求的日益迫切,存在人才流失的风险。

5.4. 新建项目推进受行政审批等因素带来的不确定性

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	523.70	596.00	640.88	690.01	765.52
应收票据及应收账款	1,271.04	974.36	1,100.29	1,194.40	1,303.83
预付账款	22.18	22.28	19.09	25.81	22.48
存货	281.69	254.56	242.58	305.62	333.06
其他	30.56	416.32	445.67	470.51	488.70
流动资产合计	2,129.17	2,263.52	2,448.51	2,686.36	2,913.60
长期股权投资	90.20	80.50	79.20	78.10	77.30
固定资产	542.93	635.14	674.82	698.92	712.55
在建工程	153.48	211.50	164.15	134.51	115.85
无形资产	83.49	109.90	118.07	127.64	135.67
其他	386.10	326.14	334.65	344.03	354.26
非流动资产合计	1,256.19	1,363.17	1,370.89	1,383.20	1,395.62
资产总计	3,385.36	3,626.69	3,819.39	4,069.55	4,309.22
短期借款	773.86	1,044.60	1,054.25	1,062.15	1,073.66
应付票据及应付账款	615.87	616.53	608.49	665.57	626.40
其他	82.03	89.95	118.09	112.37	137.26
流动负债合计	1,471.76	1,751.09	1,780.83	1,840.09	1,837.32
长期借款	17.50	0.00	23.12	52.10	71.25
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	44.25	44.85	53.47	62.17	74.58
非流动负债合计	61.75	44.85	76.59	114.27	145.83
负债合计	1,533.51	1,795.93	1,857.42	1,954.36	1,983.15
少数股东权益	27.32	33.31	37.45	44.03	52.58
股本	837.57	837.57	837.57	837.57	837.57
资本公积	411.23	411.23	377.23	413.48	451.60
留存收益	1,028.53	1,071.20	1,086.94	1,233.59	1,435.92
其他	(452.80)	(522.55)	(377.23)	(413.48)	(451.60)
股东权益合计	1,851.85	1,830.76	1,961.97	2,115.19	2,326.07
负债和股东权益总计	3,385.36	3,626.69	3,819.39	4,069.55	4,309.22

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	79.54	131.18	99.48	157.71	205.26
折旧摊销	61.27	69.40	35.50	38.97	42.00
财务费用	24.18	38.89	43.17	44.30	45.21
投资损失	2.77	(23.27)	(14.35)	(26.17)	(27.01)
营运资金变动	(52.06)	(416.26)	(103.25)	(130.49)	(154.36)
其它	(48.35)	394.89	20.72	13.33	17.54
经营活动现金流	67.35	194.84	81.27	97.65	128.64
资本支出	251.85	155.43	27.38	34.30	32.59
长期投资	5.91	(9.70)	(1.30)	(1.10)	(0.80)
其他	(399.28)	(338.30)	(80.88)	(63.55)	(67.76)
投资活动现金流	(141.53)	(192.57)	(54.80)	(30.35)	(35.97)
债权融资	792.86	1,062.62	1,096.62	1,133.82	1,164.80
股权融资	(159.67)	(108.53)	34.16	(8.05)	(7.09)
其他	(582.75)	(912.66)	(1,112.37)	(1,143.93)	(1,174.87)
筹资活动现金流	50.43	41.43	18.42	(18.16)	(17.17)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(23.75)	43.70	44.88	49.14	75.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,937.87	2,078.69	1,876.76	2,104.15	2,350.05
营业成本	1,612.50	1,642.09	1,513.63	1,656.18	1,814.71
营业税金及附加	12.07	14.99	14.26	14.73	16.22
营业费用	71.32	78.33	74.69	78.06	87.42
管理费用	63.09	65.05	60.81	64.60	72.85
研发费用	77.11	88.67	81.64	92.58	105.05
财务费用	19.36	38.78	43.17	44.30	45.21
资产减值损失	3.68	(86.99)	6.24	5.17	7.22
公允价值变动收益	0.00	45.78	16.58	6.76	8.99
投资净收益	(2.77)	23.27	14.35	26.17	27.01
其他	(3.68)	24.01	(61.85)	(65.86)	(72.00)
营业利润	85.20	144.71	113.25	181.46	237.38
营业外收入	3.06	3.76	3.81	3.96	3.84
营业外支出	0.26	0.34	0.36	0.41	0.44
利润总额	88.01	148.13	116.70	185.01	240.78
所得税	8.47	16.95	13.07	20.72	26.97
净利润	79.54	131.18	103.63	164.29	213.81
少数股东损益	2.21	5.99	4.15	6.57	8.55
归属于母公司净利润	77.33	125.19	99.48	157.71	205.26
每股收益(元)	0.09	0.15	0.12	0.19	0.25

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	6.01%	7.27%	-9.71%	12.12%	11.69%
营业利润	-42.25%	69.84%	-21.74%	60.23%	30.82%
归属于母公司净利润	-37.86%	61.90%	-20.54%	58.54%	30.14%
获利能力					
毛利率	16.79%	21.00%	19.35%	21.29%	22.78%
净利率	3.99%	6.02%	5.30%	7.50%	8.73%
ROE	4.24%	6.96%	5.17%	7.61%	9.03%
ROIC	5.13%	7.82%	6.35%	8.77%	10.41%
偿债能力					
资产负债率	45.30%	49.52%	48.63%	48.02%	46.02%
净负债率	14.53%	25.49%	23.23%	20.98%	17.17%
流动比率	1.45	1.29	1.37	1.46	1.59
速动比率	1.26	1.15	1.24	1.29	1.40
营运能力					
应收账款周转率	1.52	1.85	1.81	1.83	1.88
存货周转率	8.12	7.75	7.55	7.68	7.36
总资产周转率	0.59	0.59	0.50	0.53	0.56
每股指标(元)					
每股收益	0.09	0.15	0.12	0.19	0.25
每股经营现金流	0.08	0.23	0.10	0.12	0.15
每股净资产	2.18	2.15	2.30	2.47	2.71
估值比率					
市盈率	50.37	31.11	39.15	24.69	18.97
市净率	2.13	2.17	2.02	1.88	1.71
EV/EBITDA	14.15	8.05	22.17	16.00	12.88
EV/EBIT	19.15	9.33	27.20	18.76	14.79

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com