

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2019年10月29日
市场数据

目前股价	41.43
总市值（亿元）	214.75
流通市值（亿元）	133.27
总股本（万股）	51,835
流通股本（万股）	32,167
12个月最高/最低	46.01/24.78

分析师

分析师：沈繁呈 S1070518080001

☎ 010-88366060-8757

✉ shenfancheng@cgws.com

联系人（研究助理）：张玉龙

S1070119070024

☎ 021-31829730

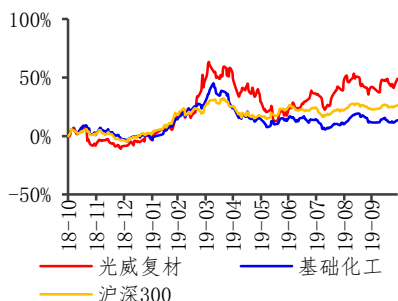
✉ zhangyulong@cgws.com

联系人（研究助理）：苏剑晓

S1070119060059

☎ 0755-83558425

✉ sujianxiao@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<收入及净利润增长超预期，行业地位提升>> 2019-08-25

三季度报业绩超预期，“技术+市场+布局” 助力公司驰骋成长快车道

——光威复材（300699）公司动态点评

盈利预测

单位：百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	949	1364	1759	2193	2699
YoY(%)	49.9%	43.6%	29.0%	24.7%	23.1%
净利润	237	377	554	693	866
YoY(%)	19.0%	58.8%	47.0%	25.2%	24.9%
摊薄 EPS	0.46	0.73	1.07	1.34	1.67
P/E(倍)	80.22	50.53	34.36	27.45	21.98

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 事件：**公司于10月28日发布2019年三季度报，受益于碳纤维和碳梁业务保持稳定增长，公司2019年前三季度实现营收13.09亿元（同比+33.05%）；归母净利润4.44亿元（同比+43.00%），扣非后归母净利润3.94亿元（同比+71.69%）。其中，公司2019年第三季度单季实现营收4.73亿（同比+41.91%），归母净利润1.34亿元（同比+39.16%），扣非后归母净利润1.11亿元（同比+36.38%）。
- 综合毛利率保持平稳，四费率稳中有降：**报告期内，公司毛利率保持平稳，三季度综合毛利率49.08%，同比增加0.84pct；其中三季度单季公司产品毛利率44.19%，同比减少2.25pct，环比减少11.16pct，我们认为毛利率环比下降主要受民用产品销售增加所致。费用率方面，公司四费率累计16.65%，同比减少1.54pct，环比减少0.81pct，销售费用、管理费用、研发费用和财务费用分别占比1.53%、4.20%、10.47%和0.46%，其中销售费用、研发费用同比分别减少0.20pct、2.33pct；而管理费用和财务费用同比分别增加0.85pct和0.16pct。另外，报告期内公司实现经营活动现金流量净额5.39亿元（同比+287.25%），主要系军品应收账款通过无追索权保理变现所致。
- 公司产线布局完整，军用碳纤维具有技术优势：**公司拥有从原丝开始的碳纤维、织物、树脂、高性能预浸材料、复合材料制品的完整产业链布局。当前，国内碳纤维企业受制于生产技术及设备水平落后限制，产能利用率不足30%，碳纤维进口依赖度高达68.5%。随着促进碳纤维产业发展的政策不断出台以及碳纤维生产技术的不断突破，公司作为行业龙头，有望引领碳纤维行业逐步实现进口替代。另一方面，公司在军用碳纤维领域具有技术优势，其T300碳纤维产品已稳定供货十余年，新产品T800碳纤维正在进行军方验证阶段，我们认为随着新一代战斗机的逐步生产及新产品认证的逐步推进，公司有望凭借其技术及客户优势逐步斩获新订单，届时

公司盈利能力将更进一步。

- **兼具技术及市场优势，良好布局助力公司腾飞：**光威复材拥有深厚的技术优势，近二十年来一直致力于高性能碳纤维的研发和生产，形成了一系列具有自主知识产权的工艺制造技术和经验等；公司首次公开发行股票募集资金净额 9.46 亿元用于建设 2000 吨/年碳纤维产能项目有望明年建成投产，中长期看，公司盈利能力有望随着新增产能的释放得到进一步增强。
- **签署万吨级碳纤维产业化项目，利好公司长期发展：**今年下半年，公司与内蒙古包头市九原区人民政府、九原工业园区管理委员会以及维斯塔斯风力技术(中国)有限公司共同签署了《万吨级碳纤维产业园项目入园协议》，项目拟总投资 20 亿元，分三期建设：一期总投资约 5 亿元，建设 2000 吨/年碳纤维生产线 1 条，建设期为 2-3 年；根据一期建设、投产情况及产能消化，结合市场需求进行二、三期建设，最终实现 10000 吨/年碳纤维生成能力。项目签署一方面能够拓展公司碳纤维及其复合材料在民用领域的产品开发和應用，另一方面，公司碳纤维的生产技术还有望同包头当地的产业资源和配套优势互补。
- **投资建议：**公司是国内碳纤维行业龙头企业，公司今年年初签署的 9 亿元大订单项目目前进展良好、明年募投项目有望投产以及今年下半年签署的万吨级碳纤维产业化项目，为公司短期、中长期以及长期的盈利能力带来了充足的想象空间；此外，随着国内碳纤维相关政策的不断出台，国内碳纤维市场进口替代进程有望加快。我们看好公司持续不断的盈利能力，预计公司 19-21 年实现营收 17.59 亿元、21.93 亿元、26.99 亿元，同比分别增长 29.0%、24.7%、23.1%，归母净利润分别为 5.54 亿元、6.93 亿元、8.66 亿元，同比分别增长 47.0%、25.2%、24.9%，对应当前股价 PE 为 34.36X， 27.45X 和 21.98X，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**下游需求拓展不及预期，产能释放不及预期等。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	949.37	1363.56	1758.67	2192.62	2699.49	成长性					
营业成本	480.05	726.62	879.45	1084.04	1305.70	营业收入增长	49.9%	43.6%	29.0%	24.7%	23.1%
营业费用	14.07	29.44	27.26	32.89	40.49	营业成本增长	94.2%	51.4%	21.0%	23.3%	20.4%
管理费用	171.18	65.16	75.62	89.90	110.68	营业利润增长	65.3%	65.5%	45.2%	24.6%	25.1%
研发费用	0.00	194.14	193.45	241.19	296.94	利润总额增长	24.6%	60.8%	45.6%	25.2%	24.9%
财务费用	20.80	3.02	1.89	-7.58	-22.07	净利润增长	19.0%	58.8%	47.0%	25.2%	24.9%
其他收益	32.15	125.01	90.00	90.00	90.00	盈利能力					
投资净收益	3.80	28.18	27.54	26.72	27.48	毛利率(%)	49.4%	46.7%	50.0%	50.6%	51.6%
营业利润	257.61	426.42	619.06	771.33	964.83	销售净利率(%)	25.0%	27.6%	31.5%	31.6%	32.1%
营业外收支	5.31	-3.77	-3.78	-0.98	-2.77	ROE(%)	9.1%	13.2%	17.1%	17.7%	18.1%
利润总额	262.92	422.65	615.28	770.36	962.07	ROIC(%)	8.7%	13.7%	18.6%	22.6%	25.7%
所得税	25.72	46.07	61.53	77.04	96.21	营运效率					
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用/营业收入	1.5%	2.2%	1.6%	1.5%	1.5%
净利润	237.20	376.58	553.76	693.32	865.86	管理费用/营业收入	18.0%	4.8%	4.3%	4.1%	4.1%
资产负债表					(百万)	研发费用/营业收入	0.0%	14.2%	11.0%	11.0%	11.0%
流动资产	2165.31	2488.93	3007.73	3415.99	4327.40	财务费用/营业收入	2.2%	0.2%	0.1%	-0.3%	-0.8%
货币资金	194.59	503.87	826.57	1220.47	1870.22	投资收益/营业利润	1.5%	6.6%	4.4%	3.5%	2.8%
应收账款	879.44	1141.68	1318.15	1336.07	1567.91	所得税/利润总额	9.8%	10.9%	10.0%	10.0%	10.0%
应收票据	7.56	2.36	4.03	3.28	5.03	应收账款周转率	1.08	1.35	1.10	1.18	1.21
存货	188.00	180.44	171.34	162.21	164.22	存货周转率	2.72	3.94	5.00	6.50	8.00
非流动资产	1010.75	1098.27	1185.96	1246.74	1293.45	流动资产周转率	0.57	0.59	0.64	0.68	0.70
固定资产	569.78	579.28	649.46	693.00	712.54	总资产周转率	0.36	0.40	0.45	0.50	0.53
资产总计	3176.06	3587.20	4193.69	4662.73	5620.85	偿债能力					
流动负债	286.86	389.99	665.81	428.85	516.92	资产负债率(%)	18.4%	20.2%	23.0%	15.8%	14.8%
短期借款	0.00	0.00	256.58	0.00	0.00	流动比率	7.55	6.38	4.52	7.97	8.37
应付账款	246.34	277.29	267.13	337.43	362.06	速动比率	3.77	4.23	3.23	5.97	6.66
非流动负债	296.75	334.62	296.66	309.34	313.54	每股指标 (元)					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	0.46	0.73	1.07	1.34	1.67
负债合计	583.61	724.61	962.47	738.19	830.46	每股净资产	5.00	5.52	6.23	7.57	9.24
股东权益	2592.45	2862.59	3231.22	3924.54	4790.40	每股经营现金流	-0.76	1.02	0.84	1.48	1.47
股本	368.00	370.25	518.35	518.35	518.35	每股经营现金/EPS	-1.65	1.40	0.79	1.11	0.88
留存收益	633.41	899.59	1204.16	1585.49	2061.71	估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	80.22	50.53	34.36	27.45	21.98
负债和股东权益	3176.06	3587.20	4193.69	4662.73	5620.85	PEG	1.20	1.76	0.85	0.64	0.69
现金流量表					(百万)	PB	7.34	6.65	5.89	4.85	3.97
经营活动现金流	418.20	236.91	436.47	767.13	762.03	EV/EBITDA	53.42	37.46	27.26	21.31	16.88
其中营运资本减少	-743.72	88.80	-176.85	5.25	-173.59	EV/SALES	20.15	13.83	10.66	8.26	6.47
投资活动现金流	-926.41	47.71	-145.37	-136.92	-138.54	EV/IC	6.62	5.90	4.96	4.28	3.42
资本支出	116.88	185.73	101.56	62.39	47.57	ROIC/WACC	0.88	1.39	1.88	2.20	2.49
筹资活动现金流	600.23	-65.51	-224.97	20.27	26.26	REP	7.51	4.25	2.64	1.95	1.37
现金净增加额	90.26	221.99	66.13	650.48	649.75						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cqws.com>