



前三季度扣非业绩大幅增长，碳纤维龙头军民业务并进

光威复材(300699.SZ)

※事件：公司发布2019年三季报，前三季度实现营业收入13.09亿元，同比增加33.05%，实现归母净利润4.44亿元，同比增加43.00%，本期每股收益0.26元。

※点评：(1) 公司前三季度实现营业收入13.09亿元，同比增加33.05%，其中Q3实现营业收入4.73亿元，同比增加41.91%，主要原因是碳纤维和碳梁收入增加。(2) 前三季度实现归母净利润4.44亿元，同比增长43.00%，其中Q3归母净利润1.34亿元，同比增长39.16%；但前三季度及Q3扣非归母净利润分别为3.94亿元、1.11亿元，同比增长71.69%、36.38%，主要原因是报告期内计入当期的政府补助较去年同期减少2,928.51万元。前三季度扣非归母净利润增速高于营收增速，主要原因是：a) 前三季度毛利率较去年同期小幅提升0.84pct至49.08%；b) 前三季度资产减值损失同比减少88.21%，主要系报告期内应收账款通过无追索权保理变现致计提坏账减少所致；c) 前三季度研发费用率10.50%，较去年同期下降2.27pct，主要系去年同期研发人员数量增加、薪酬调整导致基数较大所致；d) 前三季度销售费用率1.54%，较去年同期微降0.16pct，基本持平。(3) 其他重要费用率方面，a) 前三季度管理费用率4.21%，较去年同期增加0.84pct，主要系限制性股票激励确认的股份支付费用及业务招待费增加所致；b) 前三季度财务费用率0.45%，较去年同期增加0.18pct，主要系无追索权保理利息增加所致。(4) 资产负债方面，a) 公司货币资金期末较期初增加75.08%，主要系经营性现金流净额增加所致；b) 公司预付款项期末较期初增加103.69%，主要系业务规模扩大采购额增加所致；c) 在建工程期末较期初增加54.95%，主要系募投项目投入所致；d) 存货期末较期初增加23.30%，主要系碳梁用大丝束碳纤维增加所致。(5) 现金流方面，公司经营活动产生的现金流量净额同比增加287.25%，主要系应收账款通过保理变现所致。

※军品碳纤维订单持续增长，助涨业绩。公司核心产品为碳纤维及织物，通过长期研发形成了多种型号高端碳纤维产品，并持续供应于军工领域，具有准入门槛高、客户粘性强以及毛利水平高等特点。目前公司碳纤维产品已应用于武装直升机-10、某型号固体火箭发动机壳体等多个重点武器装备型号。2019年公司军用碳纤维及织物业务维持增长，据公司3月19日公告，公司签订《武器装备配套产品订货合同》，总金额达9.27亿

评级及分析师信息

评级： 增持
上次评级： 首次覆盖
目标价格：
最新收盘价： 39.61

股票代码： 300699
52周最高价/最低价： 65.00/30.80
总市值(亿) 205
自由流通市值(亿) 85
自由流通股数(百万) 212



军工行业首席分析师：段小虎
邮箱：duanxh@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519090001
联系电话：010-51662928

元。军用碳纤维产品是公司营收的主要来源，本年度新增订单以及未来军机列装将为公司后续业绩增长提供稳健保障。

※合作开发低成本碳纤维，增强并拓展民用领域。公司民品主要客户为全球风力巨头维斯塔斯，为其提供风机叶片所需的大丝束碳纤维。在民用碳纤维领域，成本控制是业务发展的核心要素，因此低成本碳纤维是公司民用碳纤维业务的重点发展对象。据公司 2019 年 7 月 19 日公告，公司目前已与九原工业园区、维斯塔斯签署《万吨级碳纤维产业园项目入园协议》，最终实现 10000 吨/年低成本碳纤维的能力，该项目将满足公司目前风电碳梁业务需求以及潜在的民用低成本碳纤维需求。据《2018 全球碳纤维复合材料市场报告》，未来 10 年工业领域碳纤维需求复合增速预计达 12.38%，主要需求来自于风电叶片、通用航空等领域。未来公司民用碳纤维项目投产有望借助低成本优势受益于全球需求增长。

※投资建议：基于未来我国重点装备列装加速，及民用风电市场的发展，我们预测公司 2019/2020/2021 年可实现归母净利润 4.91/6.16/7.73 亿元，EPS 0.95/1.19/1.49 元，对应 PE 43/34/27 倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

※风险提示：军品订单完成和交付缓慢，生产线进度不及预期，民品市场开发不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	949.37	1363.56	1746.85	2170.29	2673.36
YoY (%)	49.87%	43.63%	28.11%	24.24%	23.18%
归母净利润(百万元)	237.20	376.58	491.16	616.25	772.61
YoY (%)	18.99%	58.76%	30.43%	25.47%	25.37%
毛利率 (%)	49.43%	46.71%	48.30%	48.50%	47.90%
每股收益 (元)	0.77	1.02	0.95	1.19	1.49
ROE	9.15%	13.16%	14.93%	16.12%	17.19%
市盈率	81.18	38.98	43.18	34.42	27.45

资料来源: wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1363.56	1746.85	2170.29	2673.36	净利润	376.58	491.16	616.25	772.61
YoY (%)	43.63%	28.11%	24.24%	23.18%	折旧和摊销	95.86	175.67	175.67	174.71
营业成本	726.62	903.12	1117.70	1392.82	营运资金变动	-54.68	1042.60	-273.57	1186.73
营业税金及附加	21.35	27.35	33.98	41.85	经营活动现金流	239.54	-330.56	1104.03	-211.62
销售费用	29.44	31.11	38.66	47.62	资本开支	185.73	0.00	0.00	0.00
管理费用	65.16	164.35	218.94	257.64	投资	86.72	828.97	-487.20	974.06
财务费用	3.02	5.12	-1.94	-13.48	投资活动现金流	47.71	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	50.71	37.96	37.96	37.96	股权募资	44.89	0.00	0.00	0.00
投资收益	28.18	0.00	0.00	0.00	债务募资	0.00	219.24	-219.24	0.00
营业利润	426.42	577.84	725.00	908.96	筹资活动现金流	-65.51	150.98	-296.94	-86.81
营业外收支	-3.77	0.00	0.00	0.00	现金净流量	224.61	-179.58	807.09	-298.42
利润总额	422.65	577.84	725.00	908.96	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	46.07	86.68	108.75	136.34	成长能力				
净利润	376.58	491.16	616.25	772.61	营业收入增长率	43.63%	28.11%	24.24%	23.18%
归属于母公司净利润	376.58	491.16	616.25	772.61	净利润增长率	58.76%	30.43%	25.47%	25.37%
YoY (%)	58.76%	30.43%	25.47%	25.37%	盈利能力				
每股收益	1.02	0.95	1.19	1.49	毛利率	46.71%	48.30%	48.50%	47.90%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率率	20.44%	28.12%	28.39%	28.90%
货币资金	197.05	17.47	824.56	526.13	总资产收益率 ROA	9.28%	14.32%	16.56%	16.93%
预付款项	1154.48	2117.68	1947.17	3061.69	净资产收益率 ROE	13.16%	14.93%	16.12%	17.19%
存货	180.44	459.80	332.56	654.84	偿债能力				
其他流动资产	647.96	647.96	647.96	647.96	流动比率	6.28	4.21	7.07	6.22
流动资产合计	2179.92	3242.91	3752.24	4890.62	速动比率	3.89	2.77	5.22	4.56
长期股权投资	33.83	33.83	33.83	33.83	现金比率	0.57	0.02	1.55	0.67
固定资产	831.07	636.82	442.58	248.34	资产负债率	10.82%	18.98%	12.19%	14.89%
无形资产	150.38	131.96	113.53	95.10	经营效率				
非流动资产合计	1029.87	816.24	602.61	389.94	总资产周转率	0.42	0.43	0.50	0.51
资产合计	3209.79	4059.15	4354.85	5280.56	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	219.24	0.00	0.00	每股收益	1.02	0.95	1.19	1.49
应付账款及票据	277.29	470.60	454.98	698.43	每股净资产	5.52	6.34	7.38	8.67
其他流动负债	16.09	16.09	16.09	16.09	每股经营现金流	0.46	-0.64	2.13	-0.41
流动负债合计	347.21	770.24	531.06	786.16	每股股利	0.21	0.13	0.16	0.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	38.98	43.18	34.42	27.45
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	PB	7.41	6.45	5.55	4.72
负债合计	347.21	770.24	531.06	786.16					
股本	370.25	370.25	370.25	370.25					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	2862.59	3288.91	3823.79	4494.40					
负债和股东权益合计	3209.79	4059.15	4354.85	5280.56					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师简介

段小虎，华西证券军工行业首席分析师，复旦大学与巴黎第一大学硕士，历任方正军工行业首席分析师、中信军工行业高级分析师、中银基金机械/军工行业研究员。

作为首席曾获 2018 年卖方水晶球奖，2018 年 Wind 金牌分析师第 3 名；作为团队核心曾获 2017 年新财富最佳分析师第 2 名、卖方水晶球奖第 4 名、中国证券业金牛分析师第 4 名。研究理念追求以扎实的产业链研究为基石，立足“买方立场”做“卖方研究”。

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。