

公司研究/公告点评

2020年02月24日

基础化工/化学纤维 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 56.10
合理价格区间(元): 63.94~68.11

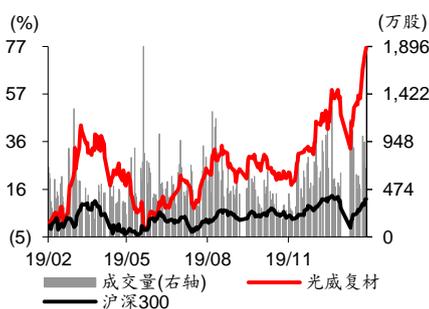
刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

庄汀洲 执业证书编号: S0570519040002
研究员 010-56793939
zhuangtingzhou@htsc.com

相关研究

- 1 《光威复材(300699 SZ,增持): 年报预增33%-43%，符合市场预期》2020.01
- 2 《光威复材(300699 SZ,增持): 季报符合预期，军品业务带动业绩提升》2019.10
- 3 《光威复材(300699 SZ,增持): 季报预增35%-45%，业绩略超预期》2019.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

年报预增 38%，碳纤维龙头延续增长

光威复材(300699)

2019 年归母净利润同比增 38%，业绩符合预期

光威复材于 2 月 24 日发布业绩快报，公司 2019 年实现营收 17.15 亿元，同比增 25.8%，归母净利润 5.19 亿元，同比增长 38%，处于前期预告的 5.01-5.39 亿元范围内，业绩符合预期。按照当前 5.18 亿总股本计算，对应 EPS 为 1.00 元。对应 Q4 实现营收 4.05 亿元，同比增 6.6%，净利润 0.75 亿元，同比增 13.6%。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.00/1.39/1.62 元，维持“增持”评级。

碳纤维及风电碳梁业务稳定增长助益业绩，非经常性损益减少

2019 年公司主营业务维持较快增长，其中军品订单增加带动碳纤维（含织物）出货量显著增长；民品方面，伴随风电叶片技术发展及与主要客户的合作进一步深入，碳梁销量亦快速提升。公司军工业务回款周期较长，为强化应收账款管理、增强流动性，公司开展无追索权保理业务，经营性现金流持续改善，信用减值损失减少。公司 2019 年非经常性损益约 5842 万元，相比 2018 年同比减少 38.4%。

加码民用大丝束碳纤维，包头项目利好公司长期发展

子公司光威能源新材料与控股股东光威集团共同出资设立内蒙古光威碳纤维（光威新材料持股 60%），公司拟投资 20.24 亿元，以内蒙古光威碳纤维为主体分三期建设 10000 吨/年大丝束碳纤维（24K 及以上）产业化项目，其中前两期投资额分别约 5 亿元，项目一期预计将于 2021 年投产。该项目位于九原工业区，热、电成本较低，有利于亟需降低成本的民用碳纤维产业，未来有望在风电叶片、通用航空、车身减重等领域打开广阔市场空间。

高等级碳纤维相关验证有序推进，大飞机国产化提供发展机遇

报告期内，公司继续在战略高度强化碳纤维业务的产品规划和市场开发，T800H、T1000、湿法 T300 级等产品有关验证均在有序推进。据华尔街日报 2 月 16 日报道，美国政府考虑要求通用电气禁止对中国出口民用航空发动机，而赛峰公司（通用与斯奈克玛合资）所产的 LEAP-1C 正是我国 C919 大飞机选用的发动机。而据中国航空报道，2019 年江苏新扬公司攻克发动机碳纤维叶片，未来有望用于 C919 大飞机配套研发的长江发动机 CJ-1000A 上，我们认为航空发动机产业链国产化亟待加速，碳纤维作为发动机壳体及叶片领域的先进材料，有望迎来发展机遇。

维持“增持”评级

结合业绩快报，我们小幅下调 2019 年 EPS 至 1.00 元（前值 1.03 元），维持 2020-2021 年 EPS 分别为 1.39/1.62 元的预测，基于可比公司 2020 年平均 38 倍 PE 的估值水平，考虑公司军品订单增长较快，碳纤维潜在市场空间广阔，给予公司 2020 年 46-49 倍 PE，对应目标价 63.94-68.11 元（前值 54.21-58.38 元），维持“增持”评级。

风险提示：核心技术失密风险，军工产业政策调整风险，军费增长低于预期风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	518.35
流通 A 股 (百万股)	322.60
52 周内股价区间 (元)	31.39-64.20
总市值 (百万元)	29,079
总资产 (百万元)	3,855
每股净资产 (元)	6.07

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	949.37	1,364	1,715	2,419	2,906
+/-%	49.87	43.63	25.76	41.09	20.12
归属母公司净利润 (百万元)	237.20	376.58	519.43	722.34	840.90
+/-%	18.99	58.76	37.93	39.06	16.41
EPS (元, 最新摊薄)	0.46	0.73	1.00	1.39	1.62
PE (倍)	122.60	77.22	55.98	40.26	34.58

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：可比公司估值情况

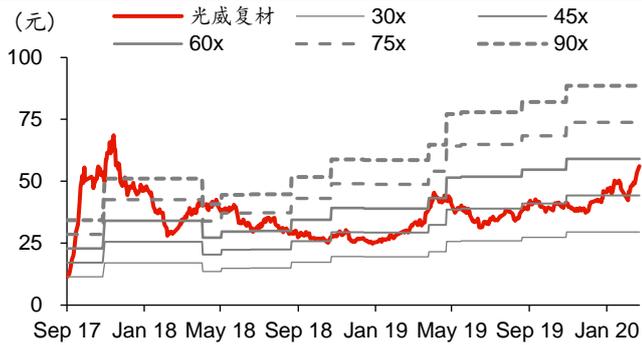
上市公司	最新价 (元)	EPS (元)		PE (倍)		BPS (元)	PB (倍)
		2019E	2020E	2019E	2020E		
钢研高纳	17.11	0.36	0.46	47	37	4.5	3.8
应流股份	21.22	0.27	0.42	79	51	7.3	2.9
隆华科技	6.56	0.26	0.34	28	25	3.0	2.2
平均				51	38		3.0

备注：股价为 2 月 21 日收盘价；所有公司 EPS 均来自 Wind 一致预期，所有公司 BPS 截至 2019 年 9 月 30 日；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

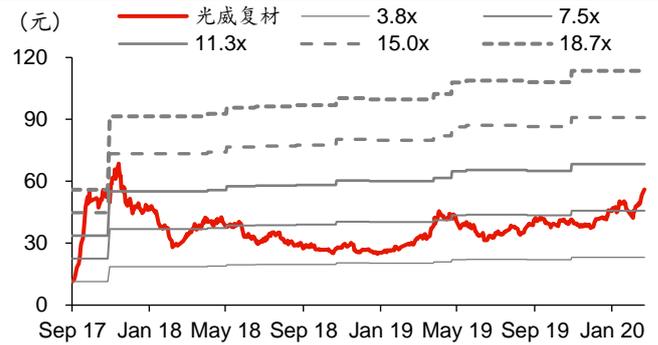
PE/PB - Bands

图表2：光威复材历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：光威复材历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,165	2,489	2,945	3,752	4,623
现金	194.59	503.87	404.78	219.54	358.37
应收账款	738.16	953.62	1,303	1,839	2,209
其他应收账款	7.56	2.36	4.88	7.17	7.74
预付账款	34.62	12.62	48.38	55.64	68.08
存货	188.00	180.44	329.32	425.79	530.57
其他流动资产	1,002	836.02	854.40	1,206	1,450
非流动资产	1,011	1,098	1,121	1,131	1,113
长期投资	33.98	33.83	35.56	35.56	35.56
固定投资	569.78	579.28	726.70	790.54	801.57
无形资产	130.65	150.38	146.80	143.21	139.62
其他非流动资产	276.34	334.78	212.21	161.77	136.54
资产总计	3,176	3,587	4,066	4,884	5,737
流动负债	286.86	389.99	527.84	679.91	794.13
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	96.29	161.67	255.49	331.09	378.76
其他流动负债	190.57	228.32	272.35	348.81	415.38
非流动负债	296.75	334.62	296.66	309.34	313.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	296.75	334.62	296.66	309.34	313.54
负债合计	583.61	724.61	824.50	989.25	1,108
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	368.00	370.25	518.35	518.35	518.35
资本公积	1,595	1,639	1,491	1,491	1,491
留存公积	633.41	899.59	1,232	1,885	2,619
归属母公司股东权益	2,592	2,863	3,242	3,894	4,629
负债和股东权益	3,176	3,587	4,066	4,884	5,737

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	418.20	236.91	180.22	27.13	388.17
净利润	237.20	376.58	519.43	722.34	840.90
折旧摊销	101.02	95.86	107.06	140.20	167.78
财务费用	20.80	3.02	(10.47)	(7.43)	(6.93)
投资损失	(3.80)	(28.18)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	52.68	(259.78)	(416.23)	(869.89)	(637.91)
其他经营现金	10.30	49.41	(19.57)	41.92	24.34
投资活动现金	(926.41)	47.71	(149.55)	(150.00)	(150.00)
资本支出	116.88	185.73	150.00	150.00	150.00
长期投资	810.42	(200.00)	1.73	0.00	0.00
其他投资现金	0.90	33.44	2.18	0.00	0.00
筹资活动现金	600.23	(65.51)	(129.76)	(62.37)	(99.34)
短期借款	(328.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	92.00	2.25	148.10	0.00	0.00
资本公积增加	854.49	44.86	(148.10)	0.00	0.00
其他筹资现金	(18.26)	(112.62)	(129.76)	(62.37)	(99.34)
现金净增加额	90.26	221.99	(99.09)	(185.24)	138.83

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	949.37	1,364	1,715	2,419	2,906
营业成本	480.05	726.62	851.62	1,204	1,515
营业税金及附加	19.60	21.35	34.30	43.55	34.87
营业费用	14.07	29.44	17.15	24.19	29.06
管理费用	39.56	65.16	308.66	435.48	523.09
财务费用	20.80	3.02	(10.47)	(7.43)	(6.93)
资产减值损失	22.01	50.71	28.00	29.00	35.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.80	28.18	0.00	0.00	0.00
营业利润	257.61	426.42	485.54	690.55	775.93
营业外收入	7.07	6.03	99.09	124.06	170.91
营业外支出	1.77	9.80	1.00	3.00	2.00
利润总额	262.92	422.65	583.63	811.61	944.84
所得税	25.72	46.07	64.20	89.28	103.93
净利润	237.20	376.58	519.43	722.34	840.90
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	237.20	376.58	519.43	722.34	840.90
EBITDA	379.43	525.30	582.13	823.32	936.77
EPS (元, 基本)	0.21	0.29	1.00	1.39	1.62

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	49.87	43.63	25.76	41.09	20.12
营业利润	64.67	65.53	13.86	42.22	12.36
归属母公司净利润	18.99	58.76	37.93	39.06	16.41
获利能力 (%)					
毛利率	49.43	46.71	50.34	50.23	47.87
净利率	24.98	27.62	30.29	29.86	28.94
ROE	9.15	13.16	16.02	18.55	18.17
ROIC	9.67	14.84	13.91	15.63	15.24
偿债能力					
资产负债率 (%)	18.38	20.20	20.28	20.26	19.31
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	7.55	6.38	5.58	5.52	5.82
速动比率	6.83	5.88	4.95	4.89	5.15
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.40	0.45	0.54	0.55
应收账款周转率	1.43	1.52	1.44	1.46	1.36
应付账款周转率	5.49	5.63	4.08	4.11	4.27
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.73	1.00	1.39	1.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	0.46	0.35	0.05	0.75
每股净资产(最新摊薄)	5.00	5.52	6.25	7.51	8.93
估值比率					
PE (倍)	122.60	77.22	55.98	40.26	34.58
PB (倍)	11.22	10.16	8.97	7.47	6.28
EV_EBITDA (倍)	75.19	54.31	49.01	34.65	30.45

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com