

分析师: 刘智
 登记编码: S0730520110001
 liuzhi@ccnew.com 02150586775

年报业绩预告符合预期, 渐入佳境的军工 优质赛道碳纤维龙头

——光威复材(300699)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

买入(首次)

市场数据(2021-01-14)

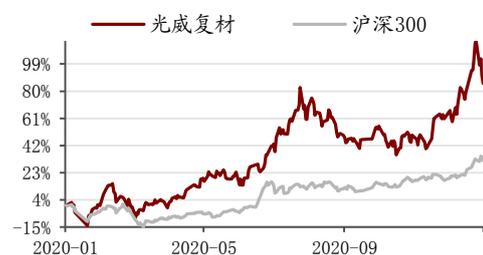
发布日期: 2021年01月15日

收盘价(元)	90.50
一年内最高/最低(元)	106.60/42.21
沪深300指数	5470.46
市净率(倍)	14.45
流通市值(亿元)	467.49

基础数据(2020-9-30)

每股净资产(元)	6.78
每股经营现金流(元)	0.31
毛利率(%)	52.14
净资产收益率-摊薄(%)	14.93
资产负债率(%)	19.17
总股本/流通股(万股)	51835/51612.4
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

事件:

光威复材公告, 公司预计2020年度实现归属于上市公司股东的净利润6.31亿元-6.57亿元, 同比增长21%-26%。报告期内, 公司军、民品碳纤维(含织物)业务稳定交付, 风电碳梁业务因疫情反复最终影响部分订单执行, 公司营业收入整体上保持稳定增长。

点评:

● 年报业绩预告符合预期, 四季度单季度业绩增速加速

2020 年业绩预告预计实现归母净利润 6.31-6.57 亿之间, 同比增长 21%-26%, 符合市场预期。Q4 单季度实现净利润 1.07-1.33 亿之间, 单季度归母净利润增长 37.9%-71.4%之间, 而 2020 年前 3 季度业绩增速为 8.28%、18.79%、28.81%, 四季度环比业绩增速仍在加速。

● 碳纤维是军工优质的赛道之一, 中长期具备可持续高速增长的空间

公司主营业务最重要是两块来自军品碳纤维和民品风电碳梁业务。

公司军品主要是 T300 碳纤维及碳纤维织物, 受益我国军机升级换代加速, 新型号量产列装, 公司碳纤维业务保持了高速增长态势。从过去几年的订单情况看每年订单金额复合增长基本保持 25%左右的水平, 订单完成度也保持了较高水平。2020H1 公司军品碳纤维营业收入 5.78 亿, 同比增长 36.64%, 占公司毛利润比例提高到 83.64%。公司前 3 季度碳纤维营业收入已经超过去年全年。

公司募投项目 2000 吨 T700 产能计划今年开始投产。实验线部分产出已面向市场并得到有效检验。T700 主要应用在主要应用在气瓶、建筑补强、工业预浸料等民品领域, 做进口产品替代。募投项目的投产有助于公司加快碳纤维在其他行业的应用渗透速度, 加速公司成长。

碳纤维复合材料在武器装备中应用比例仍较低, 新型号军机无论是数量上还是单机碳纤维材料渗透率都处于初级阶段, 在其他领域应用仍处于初期, 未来随着在航天、其他军工、商用大飞机等领域不断取得突破, 市场空间很大。碳纤维仍然是军工行业优质的赛道之一, 中长期仍具备持续增长的能力。

● 风电碳梁业务去年受疫情影响较大, 待疫情缓解后预计交付恢复增长

公司风电碳梁业务主要客户是全球风电巨头 VESTAS。2020 年受疫情影响, 风电碳梁业务交付受到一定影响。2020H1 风电碳梁业务营收 3.11 亿, 同比增长 3.85%, 风电碳梁 2020 H1 实际发货仅完成预期的 70%。第三季度

碳梁业务开始恢复性增长，预计全年仍将保持增长。随着今年疫苗的逐步量产和普及，今年预计是新冠疫情的重要拐点年，疫情环节后预计交付恢复增长。碳纤维在风电碳梁的应用只有风电头部企业 vestas 有较大规模应用，其他风电巨头也在逐渐发力，中长期看仍有较大的渗透空间。

● **布局万吨级大丝束碳纤维产能，打造碳纤维民品业务的全产业链**

民用业务是碳纤维发展的重要渗透方向，降低碳纤维成本是实现大规模工业应用的重要保障，而大丝束碳纤维则是实现碳纤维低成本化的重要途径。公司在包头建的 1 万吨大丝束碳纤维产能，是完善公司民品全产业链布局的关键一步。受益风电机组功率的不断提高，碳纤维在叶片中应用占比不断提高，公司碳梁业务高速发展，此外，公司在努力开拓碳纤维在其他民用行业的应用，例如建筑补强、气瓶等，未来业务需要的大丝束碳纤维量也逐渐增加。公司自建大丝束碳纤维产能，实现民品业务的全产业链布局，保障了民品碳纤维原材料的供应链安全，增强了公司民品业务的话语权和盈利能力。

● **首次覆盖，给予公司“买入”投资评级**

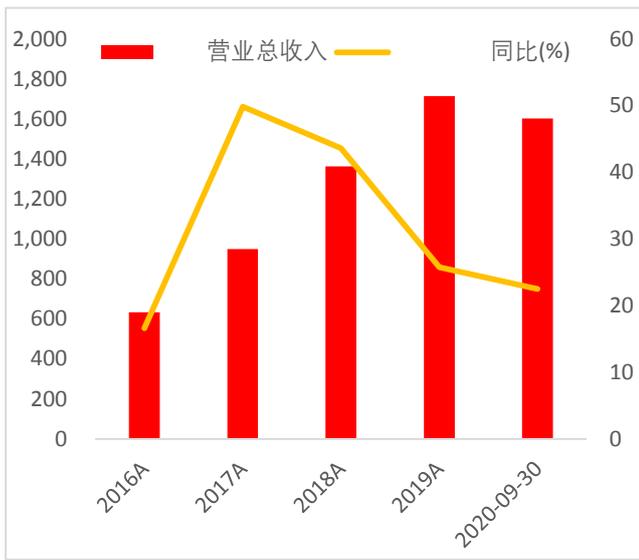
我们预测公司 2020、2021、2022 年归母净利润 6.37 亿、8.49 亿、11.25 亿元，2020、2021、2022 年 EPS 分别为 1.23、1.64、2.17 元，按照前收盘价 90.5 元/股计算，对应 PE 为别为 73.61X、55.25X、41.71X。考虑到：1) 碳纤维在军工中应用仍处于初级阶段，目前正处于新型军机量产列装的阶段，碳纤维业务有望在较长一段时间内保持高速增长；2) 公司打造大丝束碳纤维全产业链，有望在民品碳纤维应用领域不断拓展。首次覆盖，给予公司“买入”投资评级。

风险提示： 军工订单不及预期；新型号验证不及预期；碳梁业务交付不及预期；竞争加剧，市场份额变化，毛利率下滑。

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1714.95	2162.77	2769.20	3573.09
增长率	25.77%	26.11%	28.04%	29.03%
归属母公司净利润 (百万元)	521.79	637.28	848.99	1124.80
增长率	38.56%	22.13%	33.22%	32.49%
每股收益 EPS(元)	1.01	1.23	1.64	2.17
净资产收益率 ROE	16.06%	16.85%	18.85%	20.61%
PE	89.90	73.61	55.25	41.71
PB	14.45	12.42	10.43	8.60

资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司近年营业收入增长 (百万元)



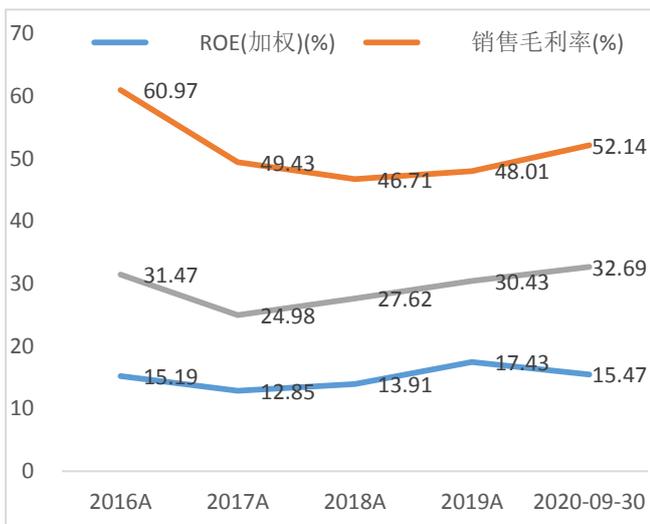
资料来源: wind, 中原证券

图 2: 公司近年归母净利润增长 (百万元)



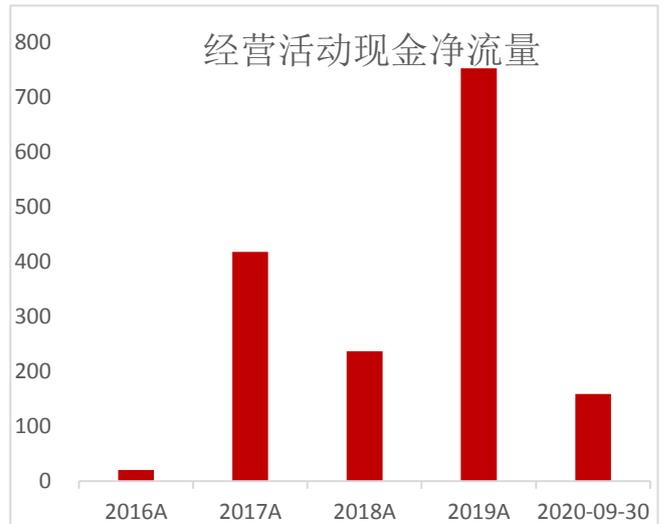
资料来源: wind, 中原证券

图 3: 近年公司 ROE、销售毛利率、净利率 (%)



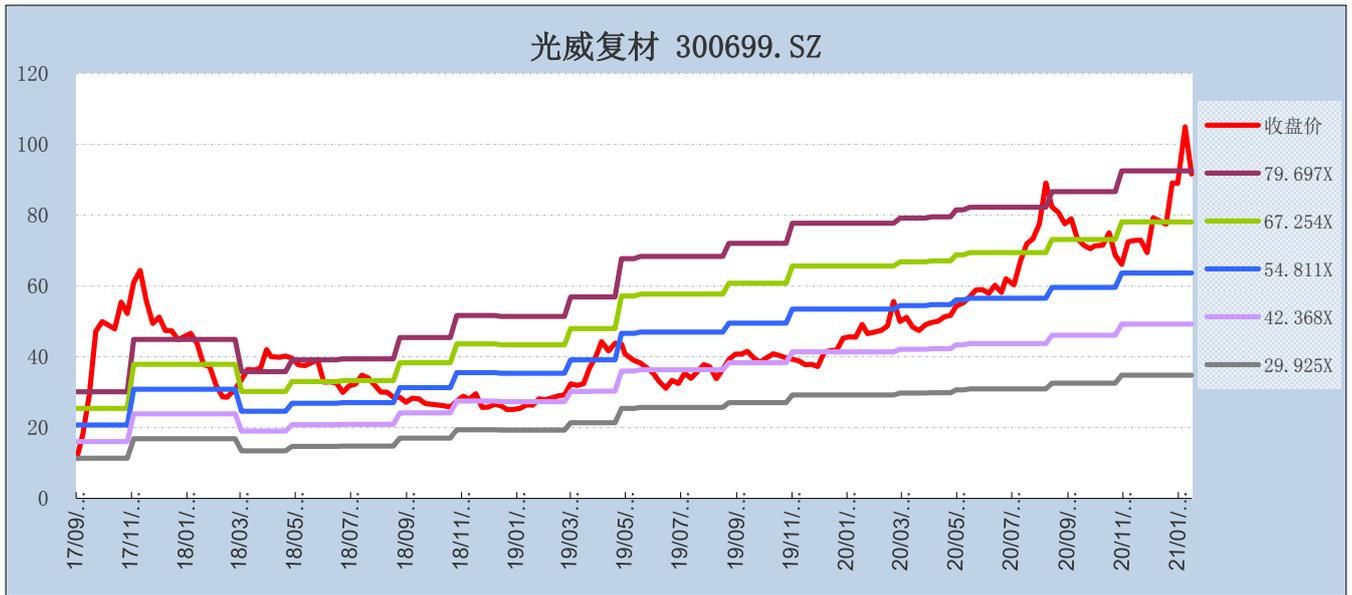
资料来源: wind, 中原证券

图 4: 近年公司经营活动现金净流量 (百万元)



资料来源: wind, 中原证券

图 5: 光威复材 PE-Band



资料来源: wind, 中原证券

图 6: 光威复材 PB-Band



资料来源: wind, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总 (单位: 百万元)

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E	现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2713.21	3399.60	4331.71	5559.76	经营活动现金流	753.16	644.22	884.03	1016.28
现金	869.38	1419.41	2189.90	3052.10	净利润	521.79	637.28	848.99	1124.80
应收账款	276.51	648.83	775.38	929.00	折旧摊销	80.09	76.65	76.65	76.65
其它应收款	2.11	1.71	2.29	3.15	财务费用	7.03	8.65	11.08	14.29
预付账款	16.38	19.52	24.39	30.54	营运资金变动	689.09	-66.10	-26.17	-168.93
存货	296.85	175.88	221.89	280.66	投资活动现金流	-153.53	20.00	25.00	30.00
非流动资产	1349.32	1272.67	1196.02	1119.37	资本支出	-259.12	0.00	0.00	0.00
长期投资	27.29	27.29	27.29	27.29	长期投资	-20.64	0.00	0.00	0.00
固定资产	549.09	490.00	430.91	371.82	筹资活动现金流	-181.13	-114.19	-138.53	-184.09
无形资产	146.36	128.86	111.35	93.85	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	626.58	626.52	626.46	626.41	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	4062.54	4672.27	5527.74	6679.13	现金净增加额	422.11	550.03	770.50	862.19
流动负债	473.14	551.13	685.07	881.47	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
应付账款	234.26	238.06	309.08	404.74	营业收入	25.77%	26.11%	28.04%	29.03%
其他	238.88	313.07	375.99	476.72	归属母公司净利润	38.56%	22.13%	33.22%	32.49%
非流动负债	339.91	339.91	339.91	339.91	获利能力				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	48.01%	49.97%	51.47%	52.80%
负债合计	813.05	891.04	1024.98	1221.37	净利率	30.43%	29.47%	30.66%	31.48%
少数股东权益	4.00	4.00	4.00	4.00	ROE	16.06%	16.85%	18.85%	20.61%
归属母公司股东权益	3245.49	3777.23	4498.76	5453.76	ROIC	25.06%	33.15%	43.60%	55.01%
负债和股东权益	4062.54	4672.27	5527.74	6679.13	偿债能力				
利润表	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	20.01%	19.07%	18.54%	18.29%
营业收入	1714.95	2162.77	2769.20	3573.09	净负债比率	0.01	0.01	0.01	0.01
营业成本	891.65	1082.10	1343.83	1686.42	流动比率	5.73	6.17	6.32	6.31
营业税金及附加	19.08	17.95	22.98	29.66	速动比率	5.11	5.85	6.00	5.99
营业费用	33.41	32.44	41.54	53.60	营运能力				
管理费用	91.08	324.41	415.38	535.96	总资产周转率	0.45	0.50	0.54	0.59
财务费用	7.03	8.65	11.08	14.29	应收账款周转率	2.85	6.54	6.09	6.26
资产减值损失	-6.21	-20.00	-20.00	-10.00	应付账款周转率	4.50	4.58	4.91	4.73
投资净收益	-6.54	20.00	25.00	30.00	每股指标(元)				
营业利润	627.96	737.21	979.39	1293.16	每股收益	1.01	1.23	1.64	2.17
营业外收入	1.23	1.00	1.00	1.00	每股经营现金	1.45	1.24	1.71	1.96
营业外支出	20.94	14.03	15.63	15.98	每股净资产	6.26	7.29	8.68	10.52
利润总额	608.25	724.18	964.76	1278.18	估值比率				
所得税	86.46	86.90	115.77	153.38	P/E	89.90	73.61	55.25	41.71
净利润	521.79	637.28	848.99	1124.80	P/B	14.45	12.42	10.43	8.60
归属母公司净利润	521.79	637.28	848.99	1124.80	EV/EBITDA	63.61	54.63	41.39	31.28

资料来源: wind, 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。