

## 公司研究

## 航空航天需求旺盛，自身业务有效拓展

## ——光威复材（300699.SZ）2020年度报告点评

## 买入（维持）

当前价：72.80元

## 作者

分析师：王锐

执业证书编号：S0930517050004

010-56513153

wangrui3@ebsecn.com

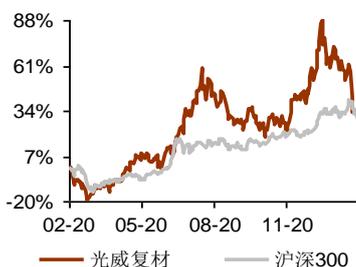
联系人：刘宇辰

liuyuchen0@ebsecn.com

## 市场数据

|            |              |
|------------|--------------|
| 总股本(亿股)    | 5.18         |
| 总市值(亿元)    | 377.36       |
| 一年最低/最高(元) | 47.70/106.60 |
| 近3月换手率     | 83.69%       |

## 股价相对走势



## 收益表现

| %  | 1M    | 3M     | 1Y    |
|----|-------|--------|-------|
| 相对 | 4.50  | -16.94 | 10.77 |
| 绝对 | -2.37 | -18.25 | 48.13 |

资料来源：Wind

## 要点

## 事件：

公司发布2020年度报告，全年实现营业收入21.16亿元，同比增长23.36%；归母净利润6.42亿元，同比增长22.98%；扣非归母净利润5.66亿元，同比增长23.33%。符合我们此前对于公司2020年的盈利预期。

## 点评：

公司2020年收入、利润实现较高速增长，主要受益于下游航空、航天以及高端装备领域客户对碳纤维需求的稳定增长，以及公司在碳纤维及复合材料应用领域业务的有效拓展。

**碳纤维板块研发及市场拓展顺利：**产品研发方面，各款T800级、T1000级以及高强高模系列碳纤维在国防及高端装备应用中的产品准备和应用验证得到推进。其中，科研项目产品M40J级、M55J级国产碳纤维历经多个航天应用场景的应用验证，有望在21年得到实际应用。市场拓展方面，公司积极推动TZ700S产品的应用市场开发，全年在建筑补强、气瓶等一般工业和高端装备领域对外实现销售超过千吨，叠加传统防务领域产品的市场需求稳定增长，碳纤维及织物业务实现销售收入10.78亿元，同比增长35.11%。

**通用新材料、复合材料、精密机械板块均取得新进展、新突破：**通用新材料板块成功开发风电预浸料、阻燃预浸料、无人机预浸料，其中阻燃预浸料进入PCD审核阶段，风电预浸料成功应用于风电叶片制造，并取得批产订单。通用新材料板块预浸料业务实现销售收入2.36亿元，同比增长33.61%。复材板块AV500直升机、多款无人机等20余个重点项目进展顺利，部分已实现首架份交付。精机板块成功开发龙门缠绕机、铺缠一体机、机械臂铺缠机等先进装备，非标设备标准化日趋成熟。

**能源新材料板块受疫情影响明显，后续有望增长提速：**能源新材料板块受国外疫情和国内外碳纤维供需关系紧张的双重不利影响，实现销售收入7.18亿元，较上年同期增长6.61%，增速明显放缓。随着国外疫情控制情况逐渐好转，以及未来公司自身碳纤维产能会得到扩充，该块业务增长有望提速。

**综合毛利率呈上升趋势，各业务板块各自不同变化：**从公司整体来看，毛利率相比2019年提升了1.8PCT，主要原因是毛利率相对较高的碳纤维及织物业务收入占比提升，毛利率较低的风电碳梁业务收入占比下降。而从各业务分别来看，碳纤维及织物业务由于新产品TZ700S下游客户领域为建筑补强、气瓶等一般工业和高端装备领域，与传统高强高模产品的客户领域有所差别，产品要求不同，使毛利率有了4PCT左右的下降。预浸料业务毛利率相比2019年提升了13PCT以上，我们认为这是规模提升以及拓展高附加值应用方面原因所致。

**加大研发力度，整体费用率略有提升：**公司坚持以市场为导向，注重技术创新与研究开发，不断加大研发投入，开发新产品，2020年研发费用率相比2019年提升了1.88PCT。同时公司注重提升运营及管理能力，2020年销售、管理费用率同比下降。整体费用率来看，相比2019年略提升0.74PCT。

**盈利预测、估值与评级：**公司在巩固和加强传统优势产品高强高模碳纤维及织物产品的基础上，不断通过研发获得新技术、拓展新市场，20年在其他碳纤维及织物领域、通用新材料领域、精密机械领域均取得了较好的进展和突破，使公司未来业务延伸的目标和路径更加清晰明确。我们维持对公司2021、2022年的盈利预测，并预测2023年净利润为12.46亿元。2021-2023年EPS分别为1.59、2.02、2.40元，当前股价对应PE分别为46X、36X、30X。维持公司“买入”评级。

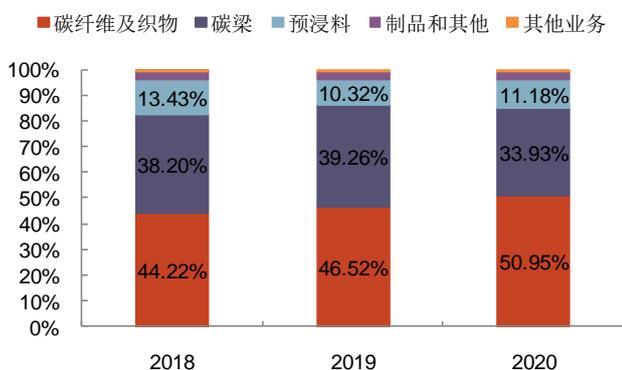
**风险提示：**军品价格可能下调导致盈利能力下降的风险；新产品研发及新市场拓展进度不及预期的风险；市场竞争导致订单减少的风险；疫情控制情况不及预期导致公司海外业务减少的风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

| 指标               | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 1,715  | 2,116  | 2,609  | 3,205  | 3,889  |
| 营业收入增长率          | 25.77% | 23.36% | 23.32% | 22.84% | 21.37% |
| 净利润 (百万元)        | 522    | 642    | 824    | 1,046  | 1,246  |
| 净利润增长率           | 38.56% | 22.98% | 28.35% | 27.04% | 19.06% |
| EPS (元) (按最新股本计) | 1.01   | 1.24   | 1.59   | 2.02   | 2.40   |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 16.08% | 17.65% | 19.61% | 21.29% | 21.72% |
| P/E              | 72     | 59     | 46     | 36     | 30     |
| P/B              | 11.6   | 10.4   | 9.0    | 7.7    | 6.6    |

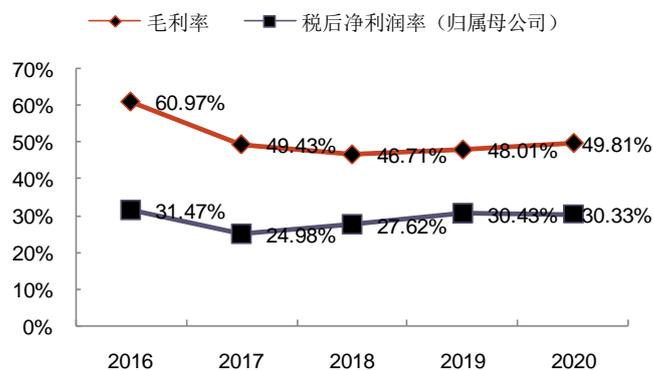
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-29

图 1：2020 年碳纤维及织物、预浸料业务收入占比提升



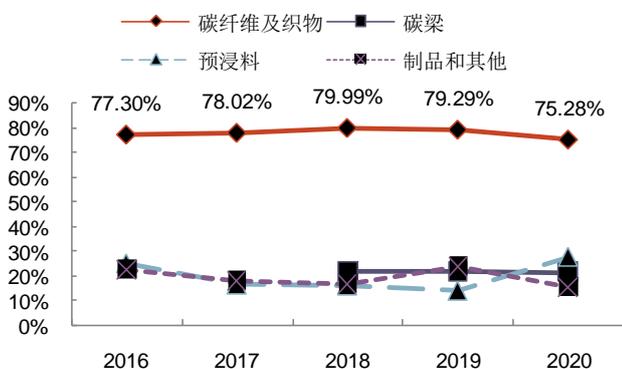
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：2020 年综合毛利率有所提升



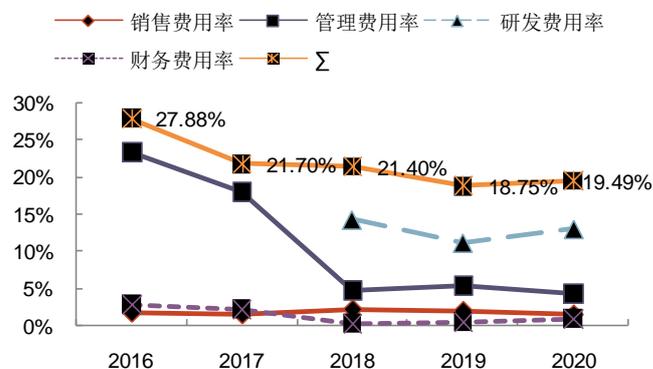
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：由于产品结构调整，各业务毛利率有所变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：研发费用率的提升使费用率整体小幅提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元)   | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 1,715 | 2,116 | 2,609 | 3,205 | 3,889 |
| 营业成本        | 892   | 1,062 | 1,315 | 1,621 | 1,936 |
| 折旧和摊销       | 79    | 94    | 284   | 311   | 334   |
| 税金及附加       | 19    | 18    | 22    | 27    | 33    |
| 销售费用        | 33    | 31    | 38    | 47    | 57    |
| 管理费用        | 91    | 90    | 104   | 119   | 144   |
| 研发费用        | 190   | 274   | 338   | 415   | 504   |
| 财务费用        | 7     | 17    | -30   | -34   | -42   |
| 投资收益        | -7    | 6     | 14    | 6     | 6     |
| 营业利润        | 628   | 729   | 936   | 1,188 | 1,414 |
| 利润总额        | 608   | 725   | 932   | 1,184 | 1,409 |
| 所得税         | 86    | 84    | 108   | 137   | 164   |
| 净利润         | 522   | 641   | 824   | 1,046 | 1,246 |
| 少数股东损益      | 0     | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 归属母公司净利润    | 522   | 642   | 824   | 1,046 | 1,246 |
| EPS(按最新股本计) | 1.01  | 1.24  | 1.59  | 2.02  | 2.40  |

| 现金流量表 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流     | 753  | 956  | 1,161 | 1,411 | 1,642 |
| 净利润         | 522  | 642  | 824   | 1,046 | 1,246 |
| 折旧摊销        | 79   | 94   | 284   | 311   | 334   |
| 净营运资金增加     | -427 | 178  | 282   | 324   | 371   |
| 其他          | 580  | 42   | -229  | -270  | -309  |
| 投资活动产生现金流   | -154 | -114 | -93   | -99   | -99   |
| 净资本支出       | -364 | -580 | -105  | -105  | -105  |
| 长期投资变化      | 27   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他资产变化      | 184  | 466  | 12    | 6     | 6     |
| 融资活动现金流     | -181 | -182 | -128  | -177  | -241  |
| 股本变化        | 148  | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 债务净变化       | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 无息负债变化      | 88   | 119  | 197   | 255   | 282   |
| 净现金流        | 422  | 652  | 940   | 1,136 | 1,302 |

## 主要指标

| 盈利能力 (%) | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率      | 48.0% | 49.8% | 49.6% | 49.4% | 50.2% |
| EBITDA 率 | 40.6% | 38.5% | 45.2% | 45.7% | 43.8% |
| EBIT 率   | 36.0% | 34.0% | 34.3% | 35.9% | 35.3% |
| 税前净利润率   | 35.5% | 34.3% | 35.7% | 36.9% | 36.2% |
| 归母净利润率   | 30.4% | 30.3% | 31.6% | 32.7% | 32.0% |
| ROA      | 12.8% | 13.8% | 15.2% | 16.4% | 16.6% |
| ROE (摊薄) | 16.1% | 17.6% | 19.6% | 21.3% | 21.7% |
| 经营性 ROIC | 17.0% | 17.3% | 21.5% | 27.6% | 32.9% |

| 偿债能力      | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 资产负债率     | 20%  | 20%  | 21%   | 22%   | 22%   |
| 流动比率      | 5.73 | 5.58 | 6.25  | 6.71  | 7.15  |
| 速动比率      | 5.11 | 5.02 | 5.66  | 6.12  | 6.55  |
| 归母权益/有息债务 | -    | -    | -     | -     | -     |
| 有形资产/有息债务 | -    | -    | -     | -     | -     |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

| 资产负债表 (百万元) | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产         | 4,063 | 4,649 | 5,410 | 6,378 | 7,483 |
| 货币资金        | 869   | 1,485 | 2,425 | 3,561 | 4,863 |
| 交易性金融资产     | 449   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收帐款        | 251   | 243   | 299   | 367   | 446   |
| 应收票据        | 26    | 25    | 31    | 38    | 46    |
| 其他应收款 (合计)  | 2     | 1     | 2     | 2     | 2     |
| 存货          | 297   | 286   | 355   | 437   | 522   |
| 其他流动资产      | 803   | 710   | 596   | 458   | 299   |
| 流动资产合计      | 2,713 | 2,846 | 3,785 | 4,959 | 6,293 |
| 其他权益工具      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资      | 27    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产        | 549   | 855   | 825   | 733   | 591   |
| 在建工程        | 518   | 581   | 451   | 353   | 280   |
| 无形资产        | 146   | 260   | 236   | 214   | 195   |
| 商誉          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动资产     | 46    | 48    | 50    | 50    | 50    |
| 非流动资产合计     | 1,349 | 1,802 | 1,625 | 1,419 | 1,190 |
| 总负债         | 813   | 932   | 1,129 | 1,384 | 1,666 |
| 短期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款        | 234   | 240   | 297   | 366   | 437   |
| 应付票据        | 150   | 169   | 209   | 258   | 308   |
| 预收账款        | 13    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动负债      | 0     | 4     | 9     | 16    | 23    |
| 流动负债合计      | 473   | 510   | 606   | 739   | 880   |
| 长期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付债券        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债     | 340   | 422   | 523   | 645   | 786   |
| 非流动负债合计     | 340   | 422   | 523   | 645   | 786   |
| 股东权益        | 3,249 | 3,717 | 4,281 | 4,994 | 5,817 |
| 股本          | 518   | 518   | 518   | 518   | 518   |
| 公积金         | 1,621 | 1,644 | 1,727 | 1,785 | 1,785 |
| 未分配利润       | 1,132 | 1,500 | 1,982 | 2,637 | 3,459 |
| 归属母公司权益     | 3,245 | 3,636 | 4,201 | 4,914 | 5,736 |
| 少数股东权益      | 4     | 81    | 81    | 81    | 81    |

| 费用率   | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 1.95%  | 1.47%  | 1.47%  | 1.47%  | 1.47%  |
| 管理费用率 | 5.31%  | 4.25%  | 4.00%  | 3.70%  | 3.70%  |
| 财务费用率 | 0.41%  | 0.81%  | -1.16% | -1.07% | -1.07% |
| 研发费用率 | 11.08% | 12.96% | 12.96% | 12.96% | 12.96% |
| 所得税率  | 14%    | 12%    | 12%    | 12%    | 12%    |

| 每股指标    | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 每股红利    | 0.50 | 0.50 | 0.64  | 0.82  | 0.97  |
| 每股经营现金流 | 1.45 | 1.84 | 2.24  | 2.72  | 3.17  |
| 每股净资产   | 6.26 | 7.01 | 8.10  | 9.48  | 11.07 |
| 每股销售收入  | 3.31 | 4.08 | 5.03  | 6.18  | 7.50  |

| 估值指标      | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| PE        | 72   | 59   | 46    | 36    | 30    |
| PB        | 11.6 | 10.4 | 9.0   | 7.7   | 6.6   |
| EV/EBITDA | 54.1 | 46.6 | 31.6  | 25.0  | 21.0  |
| 股息率       | 0.7% | 0.7% | 0.9%  | 1.1%  | 1.3%  |

## 行业及公司评级体系

|         | 评级  | 说明   |
|---------|-----|--|
| 行业及公司评级 | 买入  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上                                   |
|         | 增持  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；                                |
|         | 中性  | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；                           |
|         | 减持  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；                                |
|         | 卖出  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；                                  |
|         | 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。           |
| 基准指数说明： |     | A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。 |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

**光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。**

## 联系我们

|    |                                    |    |   |    |                                       |
|----|------------------------------------|----|---|----|---------------------------------------|
| 上海 | 静安区南京西路 1266 号<br>恒隆广场 1 期写字楼 48 层 | 北京 | 西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层<br>西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 | 深圳 | 福田区深南大道 6011 号<br>NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |
|----|------------------------------------|----|---|----|---------------------------------------|