

# 多元化业务带来新增长极，看好公司持续成长确定性

事件：3月29日晚，公司发布2020年年报和2021年一季报预告。20年全年实现营收21.16亿元(+23.36%)，归母净利润6.42亿元(+22.98%)。21年Q1预期实现归母净利2.06~2.23亿元(+20~30%)。

## 核心观点

- **纤维业务高增长奠定公司业绩基石。**20年公司碳纤维及织物收入10.78亿元(+35.11%)，其中客户甲销售额9.82亿元，同比增长30.24%。但由于低利润率的民品占比提升以及新建产能转固，毛利率下降4.01pct至75.28%。该业务的执行主体拓展纤维20年净利润5.96亿元，占公司净利润比重93%。除纤维业务外，公司20年风电碳梁收入7.18亿元(+6.61%)，增速下降主要受国外疫情和国内纤维供需关系紧张的双重不利影响；预浸料收入2.36亿元(+33.61%)，毛利率27.94%(+13.77pct)，毛利率上升可能与多品种高端预浸料的推出有关；复材制品收入4,003.16万元(-0.02%)，收入下降主要因产业结构调整，且部分项目暂未结题所致。装备制造收入3,008.29万元(+185.12%)，非标设备标准化日趋成熟。
- **费用控制较好，其他收益下降影响公司利润端表现。**公司20年毛利同比增长28%，认为净利增速低于毛利的主要原因为：其他收益同比下降4410万元，其中退税下降1994万元。根据军工企业相关退税规定，对于军品免征增值税合同清单下发前已征收入库的增值税税款可以办理退税手续。公司20年退税未能匹配军品销售的增长趋势可能是暂时性现象。公司20年费用控制情况较好，虽然研发费用率增长1.88pct至12.96%，但得益于管理和销售费用的有效控制，20年期间费用率仅增长0.74pct至19.49%。
- **全产业链布局的复材系统方案提供商基本成型，多元化业务有望为公司持续带来新增长极。**报告期公司加大研发投入，致力于开发新型号纤维、预浸料（阻燃预浸料进入PCD审核）、复材制品（重点项目期待今年形成贡献）和制造装备（缠绕和铺丝机）的研制，成果显著。伴随前期投入陆续迎来收获，公司将实现横向和纵向的全方位品类拓展，奠定了可持续发展的基础。

## 财务预测与投资建议

- 根据公司年报，我们调整公司21-22年EPS为1.70、2.21元（之前为1.67、2.18元），并增加23年预测为2.72元，参考可比公司21年平均47倍估值，给予目标价79.9元，维持买入评级。

## 风险提示

退税进度及政府补贴不及预期

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,715	2,116	2,672	3,401	4,381
同比增长(%)	25.8%	23.4%	26.3%	27.3%	28.8%
营业利润(百万元)	628	729	993	1,296	1,592
同比增长(%)	47.3%	16.1%	36.2%	30.5%	22.8%
归属母公司净利润(百万元)	522	642	879	1,147	1,408
同比增长(%)	38.6%	23.0%	37.0%	30.5%	22.8%
每股收益(元)	1.01	1.24	1.70	2.21	2.72
毛利率(%)	48.0%	49.8%	52.5%	54.3%	52.2%
净利率(%)	30.4%	30.3%	32.9%	33.7%	32.1%
净资产收益率(%)	17.1%	18.6%	22.2%	24.5%	25.4%
市盈率	72.3	58.8	42.9	32.9	26.8
市净率	11.6	10.4	8.8	7.4	6.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月31日)	69.32元
目标价格	79.9元
52周最高价/最低价	106.6/47.7元
总股本/流通A股(万股)	51,835/51,636
A股市值(百万元)	35,932
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2021年04月01日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-5.82	-7.03	-22.16	40.12
相对表现	-7.54	-3.38	-26.37	17.19
沪深300	1.72	-3.65	4.21	22.93



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	王天一
	021-63325888*6126
	wangtianyi@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860510120021
证券分析师	罗楠
	021-63325888*4036
	luonan@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860518100001
证券分析师	冯函
	021-63325888*2900
	fenghan@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860520070002
联系人	丁昊
	dinghao@orientsec.com.cn

## 相关报告

纤维收入同比增长43%，业绩增速相比H1进一步提升	2020-10-27
受疫情影响业务Q2恢复明显，纤维业务维持高速增长	2020-08-12
剔除政府补助季度波动性影响，H1业绩增长32~39%	2020-07-13

## 附：可比公司最新估值

表 1：光威复材可比上市公司估值

公司	代码	最新价格（元） 2021/3/31	每股收益（元）			市盈率		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
钢研高纳	300034	23.00	0.42	0.56	0.75	54.85	41.25	30.61
中航高科	600862	25.62	0.31	0.48	0.67	82.83	53.32	38.39
宝钛股份	600456	38.78	0.77	1.08	1.40	50.55	36.07	27.69
中航沈飞	600760	64.91	1.06	1.27	1.60	61.41	50.94	40.49
中简科技	300777	43.00	0.58	0.88	1.37	74.04	48.89	31.47
	调整后平均					63.43	47.03	33.49

注：“调整后”为去掉最高、最低估值后的平均估值水平

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	869	1,485	534	680	876	营业收入	1,715	2,116	2,672	3,401	4,381
应收票据、账款及款项融资	1,061	955	2,244	2,857	3,680	营业成本	892	1,062	1,270	1,553	2,092
预付账款	16	63	80	102	131	营业税金及附加	19	18	22	29	37
存货	297	286	317	388	523	营业费用	33	31	41	52	67
其他	470	56	465	458	450	管理费用及研发费用	281	364	459	562	689
<b>流动资产合计</b>	<b>2,713</b>	<b>2,846</b>	<b>3,641</b>	<b>4,484</b>	<b>5,661</b>	财务费用	7	17	12	35	29
长期股权投资	27	0	34	34	34	资产、信用减值损失	(8)	(6)	0	0	0
固定资产	549	855	1,063	1,339	1,437	公允价值变动收益	23	17	0	0	0
在建工程	518	581	699	400	250	投资净收益	(7)	6	6	6	6
无形资产	146	260	254	248	242	其他	121	77	120	120	120
其他	109	107	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>628</b>	<b>729</b>	<b>993</b>	<b>1,296</b>	<b>1,592</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,349</b>	<b>1,802</b>	<b>2,050</b>	<b>2,021</b>	<b>1,963</b>	营业外收入	1	1	7	7	7
<b>资产总计</b>	<b>4,063</b>	<b>4,649</b>	<b>5,692</b>	<b>6,506</b>	<b>7,623</b>	营业外支出	21	5	5	5	5
短期借款	0	0	703	600	573	<b>利润总额</b>	<b>608</b>	<b>725</b>	<b>995</b>	<b>1,298</b>	<b>1,593</b>
应付票据及应付账款	385	409	507	629	830	所得税	86	84	115	151	185
其他	88	101	118	120	119	<b>净利润</b>	<b>522</b>	<b>641</b>	<b>879</b>	<b>1,147</b>	<b>1,408</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>473</b>	<b>510</b>	<b>1,328</b>	<b>1,350</b>	<b>1,522</b>	少数股东损益	(0)	(1)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>522</b>	<b>642</b>	<b>879</b>	<b>1,147</b>	<b>1,408</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.01	1.24	1.70	2.21	2.72
其他	340	422	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>340</b>	<b>422</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>						
<b>负债合计</b>	<b>813</b>	<b>932</b>	<b>1,328</b>	<b>1,350</b>	<b>1,522</b>						
少数股东权益	4	81	81	81	81						
股本	518	518	518	518	518						
资本公积	1,490	1,513	1,526	1,526	1,526						
留存收益	1,236	1,618	2,238	3,031	3,976						
其他	1	(13)	0	0	0						
<b>股东权益合计</b>	<b>3,249</b>	<b>3,717</b>	<b>4,363</b>	<b>5,156</b>	<b>6,101</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,063</b>	<b>4,649</b>	<b>5,692</b>	<b>6,506</b>	<b>7,623</b>						

  

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	522	641	879	1,147	1,408
折旧摊销	38	72	97	129	159
财务费用	7	17	12	35	29
投资损失	7	(6)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	702	71	(1,180)	(573)	(781)
其它	(521)	160	(302)	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>753</b>	<b>956</b>	<b>(499)</b>	<b>732</b>	<b>809</b>
资本支出	(263)	(549)	(418)	(100)	(100)
长期投资	7	27	(34)	0	0
其他	103	408	(444)	6	6
<b>投资活动现金流</b>	<b>(154)</b>	<b>(114)</b>	<b>(896)</b>	<b>(94)</b>	<b>(94)</b>
债权融资	0	0	0	0	0
股权融资	43	23	13	0	0
其他	(224)	(205)	432	(492)	(519)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(181)</b>	<b>(182)</b>	<b>445</b>	<b>(492)</b>	<b>(519)</b>
汇率变动影响	4	(9)	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>422</b>	<b>652</b>	<b>(951)</b>	<b>146</b>	<b>196</b>

  

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	25.8%	23.4%	26.3%	27.3%	28.8%
营业利润	47.3%	16.1%	36.2%	30.5%	22.8%
归属于母公司净利润	38.6%	23.0%	37.0%	30.5%	22.8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	48.0%	49.8%	52.5%	54.3%	52.2%
净利率	30.4%	30.3%	32.9%	33.7%	32.1%
ROE	17.1%	18.6%	22.2%	24.5%	25.4%
ROIC	17.8%	18.9%	20.2%	21.7%	23.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	20.0%	20.0%	23.3%	20.7%	20.0%
净负债率	0.0%	0.0%	3.9%	0.0%	0.0%
流动比率	5.73	5.58	2.74	3.32	3.72
速动比率	5.11	5.02	2.50	3.03	3.38
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.8	8.6	2.5	1.6	1.6
存货周转率	3.6	3.6	4.2	4.4	4.6
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.01	1.24	1.70	2.21	2.72
每股经营现金流	1.45	1.84	-0.96	1.41	1.56
每股净资产	6.26	7.01	8.26	9.79	11.62
<b>估值比率</b>					
市盈率	72.3	58.8	42.9	32.9	26.8
市净率	11.6	10.4	8.8	7.4	6.3
EV/EBITDA	53.9	44.3	32.9	24.8	20.4
EV/EBIT	57.1	48.6	36.1	27.2	22.4

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)