

2021年04月20日

光威复材 (300699.SZ)

军民品碳纤维稳定交付，21Q1 归母净利润同比+27.32%

■事件：公司发布 2021 年一季报，实现收入（6.25 亿元，+28.07%），归母净利润（2.18 亿元，+27.32%），符合预期。

■军民品碳纤维稳定交付，风电预浸料业务收获阶段性订单

1) 碳纤维板块积极组织军民品生产交付，实现收入（3.59 亿元，+23.46%），带动公司一季度收入利润均实现稳定增长，考虑到公司持续推动储备产能的等同性验证进程，结合下游生产按计划进行，以及未来航天及航空重点装备快速放量，预计军品碳纤维有望维持较高增长；

2) 通用新材料板块受益风电用预浸料阶段性订单贡献，实现收入（1.08 亿元，+197.93%），而能源新材料领域受碳梁用碳纤维市场供给紧张影响收入同比下滑 10.16%，考虑到上述两项业务终端客户均为 Vestas，仅是阶段性供应链调整，若加总则实际收入（2.46 亿元，+29.38%），预计伴随风电碳纤维供给及海外疫情不断好转、不断扩大自身碳梁产能及包头大丝束项目建设工作稳步推进，碳梁业务有望持续好转；

3) 复材及精密机械板块因 2020 年受疫情影响导致基数较低，收入分别增长 229.80%及 1173.37%。

资产负债表科目稳定增长，现金流出现下滑。21Q1 合同负债、预付账款及存货分别同比增加 15.63%、15.87%及 22.03%，或反映公司下游订单稳步提升，公司正积极备产备货按计划完成生产任务；经营活动现金流净额因销售回款同比减少下滑 57.08%。

■国产军用碳纤维龙头，有望保持稳定增长态势

公司军品碳纤维涵盖 T300H、T800H、M40J 等产品，仍是主要利润来源。其中，湿法 T300H 稳定供货十余年，等同性验证工作正常推进，将进一步打开产能空间；根据年报，湿纺 T800H 在某型号首飞预示一条龙项目取得标志性进展，已实现小批量，但因涉及多个型号，与资产有关的递延收益尚不能确认。考虑到航空产业链景气度较高，以沈飞为代表三代机列装加速、新机型上量节奏快、复材占比提高，预计订单仍将保持稳健增长态势，而碳纤维作为重资产行业、标准化产品，规模效应突出，盈利能力或仍有提升空间。

■高强高模碳纤维及包头大丝束项目助力公司竞争力更进一步

据年报，公司“高强高模型碳纤维产业化项目”已于 2020 年 3 月 27 日结题验收，M40J 级、M55J 级产品历经多个航天应用场景的应用验证，有望在今年得到放大应用，据公告，21Q1 已实现效益 552.47 万元。公司国产 T800H 级一条龙项目完成了批次性能评价和相关标准等工作，开始小批量供货。另外，AV500 直升机、多款无人机等 20 余个重点项目进展顺利，部分已实现首架交付，带动公司业务向下游延伸。民品方面，据公告，包头万吨级大丝

公司快报

证券研究报告

国防军工

投资评级 **买入-A**

维持评级

股价 (2021-04-20) **66.75 元**

交易数据

总市值 (百万元)	34,599.86
流通市值 (百万元)	34,467.16
总股本 (百万股)	518.35
流通股本 (百万股)	516.36
12 个月价格区间	51.61/105.00 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.12	-21.42	-13.24
绝对收益	-2.61	-27.45	30.2

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040002
fengfz@essence.com.cn

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003
zhangwq1@essence.com.cn
010-83321072

孟瞳媚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040003
mengtm@essence.com.cn
010-83321073

相关报告

光威复材 2020 年报及 2021Q1 预告点评：业绩符合预期，多项目稳步推进助力公司长期发展/冯福章	2021-03-30
光威复材：2020 年归母净利润同比增长 21-26%，符合预期/冯福章	2021-01-12
光威复材：Q3 归母净利润同比增长 28.81%，碳纤维业务持续向好/冯福章	2020-10-26
光威复材：20H1 归母净利润同比+13.42%，军品碳纤维稳健增长/冯福章	2020-08-10

束项目一期在建产能 4000 吨，预计 2022 年建成投产，该项目投建有望助力公司风电碳梁业务快速发展、完善产业链一体化。

■ **投资建议：**公司既是国内碳纤维生产的龙头企业，已形成产品系列化发展，并且依托风电碳梁生产及航空、轨交等复材研发，也是国内领先的碳纤维应用企业。军品仍是主要利润来源，依托航空高景气 T300 稳健增长，关注 T800 等高性能产品跟随型号定型列装带来的业绩弹性；民品重点关注低成本化拓展，干喷湿纺 T700S 量产或将带来业绩增量，大丝束则有助于不断拓展应用市场并降低自身采购成本。预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 7.81、9.94、11.96 亿元，对应估值分别为 44、35、29 倍，维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**价格下滑风险；军品新产品开发及验证风险；安全生产风险。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,715.0	2,115.5	2,564.9	3,052.0	3,653.9
净利润	521.8	641.7	780.7	993.8	1,196.1
每股收益(元)	1.01	1.24	1.51	1.92	2.31
每股净资产(元)	6.26	7.01	7.97	9.12	10.50

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	66.3	53.9	44.3	34.8	28.9
市净率(倍)	10.7	9.5	8.4	7.3	6.4
净利润率	30.4%	30.3%	30.4%	32.6%	32.7%
净资产收益率	16.1%	17.6%	18.9%	21.0%	22.0%
股息收益率	0.7%	0.0%	0.9%	1.1%	1.4%
ROIC	23.9%	36.2%	35.9%	44.7%	52.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,715.0	2,115.5	2,564.9	3,052.0	3,653.9	成长性					
减:营业成本	891.7	1,061.8	1,348.3	1,574.2	1,916.0	营业收入增长率	25.8%	23.4%	21.2%	19.0%	19.7%
营业税费	19.1	17.8	21.5	25.6	30.7	营业利润增长率	47.3%	16.1%	21.5%	27.2%	20.3%
销售费用	33.4	31.1	37.7	44.8	53.6	净利润增长率	38.6%	23.0%	21.7%	27.3%	20.4%
管理费用	91.1	90.0	109.1	129.8	155.4	EBITDA 增长率	31.9%	32.3%	10.2%	21.2%	16.4%
财务费用	7.0	17.1	-22.9	-35.8	-51.6	EBIT 增长率	40.9%	33.7%	11.9%	21.9%	16.8%
资产减值损失	-6.2	-1.7	5.0	5.0	5.0	NOPLAT 增长率	42.4%	21.1%	15.7%	26.4%	19.5%
加:公允价值变动收益	23.0	17.1	-	-	-	投资资本增长率	-19.9%	16.6%	1.4%	1.3%	0.9%
投资和汇兑收益	-6.5	5.5	7.7	8.7	3.9	净资产增长率	13.5%	14.4%	13.3%	14.1%	14.9%
营业利润	628.0	729.2	886.2	1,127.0	1,355.5	利润率					
加:营业外净收支	-19.7	-4.3	-4.3	-4.3	-4.3	毛利率	48.0%	49.8%	47.4%	48.4%	47.6%
利润总额	608.2	724.9	881.9	1,122.7	1,351.2	营业利润率	36.6%	34.5%	34.6%	36.9%	37.1%
减:所得税	86.5	84.2	102.4	130.3	156.9	净利润率	30.4%	30.3%	30.4%	32.6%	32.7%
净利润	521.8	641.7	780.7	993.8	1,196.1	EBITDA/营业收入	45.5%	48.8%	44.4%	45.2%	44.0%
						EBIT/营业收入	41.0%	44.4%	41.0%	42.0%	41.0%
						运营效率					
						固定资产周转天数	118	119	125	112	97
						流动营业资本周转天数	264	151	122	108	95
						流动资产周转天数	546	473	451	455	461
						应收帐款周转天数	127	42	42	42	42
						存货周转天数	50	50	52	51	52
						总资产周转天数	803	741	703	666	634
						投资资本周转天数	430	336	300	256	216
						投资回报率					
						ROE	16.1%	17.6%	18.9%	21.0%	22.0%
						ROA	12.8%	13.8%	14.5%	16.8%	17.2%
						ROIC	23.9%	36.2%	35.9%	44.7%	52.8%
						费用率					
						销售费用率	1.9%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
						管理费用率	5.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
						财务费用率	0.4%	0.8%	-0.9%	-1.2%	-1.4%
						三费/营业收入	18.8%	19.5%	16.6%	15.4%	14.3%
						偿债能力					
						资产负债率	20.0%	20.0%	21.6%	18.8%	20.6%
						负债权益比	25.0%	25.1%	27.6%	23.2%	26.0%
						流动比率	5.73	5.58	4.84	5.99	5.14
						速动比率	5.11	5.02	4.22	5.40	4.51
						利息保障倍数	99.94	54.83	-45.86	-35.80	-29.03
						分红指标					
						DPS(元)	0.50	-	0.60	0.77	0.92
						分红比率	49.7%	0.0%	40.0%	40.0%	40.0%
						股息收益率	0.7%	0.0%	0.9%	1.1%	1.4%

资产负债表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	869.4	1,485.3	1,948.3	2,514.8	3,211.1
交易性金融资产	449.2	-	-	-	-
应收帐款	252.9	243.8	358.4	358.2	499.7
应收票据	25.7	24.9	36.5	36.5	50.9
预付帐款	16.4	63.3	37.9	80.2	63.5
存货	296.9	286.3	454.2	410.4	641.9
其他流动资产	802.7	742.8	742.8	742.8	742.8
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	27.3	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	549.1	854.7	928.5	976.0	1,001.3
在建工程	517.8	580.7	504.5	443.6	394.9
无形资产	146.4	260.1	254.6	249.2	243.7
其他非流动资产	108.8	106.8	106.8	106.8	106.8
资产总额	4,062.5	4,648.7	5,372.5	5,918.6	6,956.6
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	262.9	256.1	402.9	366.5	570.0
应付票据	150.5	168.9	236.7	236.9	339.5
其他流动负债	59.7	84.9	100.3	87.8	103.9
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	339.9	422.0	422.0	422.0	422.0
负债总额	813.1	932.0	1,161.9	1,113.3	1,435.4
少数股东权益	4.0	80.5	79.3	77.8	76.0
股本	518.4	518.4	518.4	518.4	518.4
留存收益	2,752.9	3,144.4	3,612.8	4,209.1	4,926.8
股东权益	3,249.5	3,716.7	4,210.5	4,805.3	5,521.2

现金流量表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	521.8	640.7	780.7	993.8	1,196.1
加:折旧和摊销	80.1	94.4	87.8	98.8	108.9
资产减值准备	-8.0	-5.7	-	-	-
公允价值变动损失	-23.0	-17.1	-	-	-
财务费用	-	-	-22.9	-35.8	-51.6
投资损失	6.5	-5.5	-7.7	-8.7	-3.9
少数股东损益	-0.0	-1.0	-1.2	-1.5	-1.8
营运资金的变动	-37.4	425.1	-38.6	-47.1	-48.5
经营活动产生现金流量	753.2	955.7	798.0	999.5	1,199.3
投资活动产生现金流量	-153.5	-113.5	-72.3	-71.3	-76.1
融资活动产生现金流量	-181.1	-181.7	-262.8	-361.7	-426.9

业绩和估值指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS(元)	1.01	1.24	1.51	1.92	2.31
BVPS(元)	6.26	7.01	7.97	9.12	10.50
PE(X)	66.3	53.9	44.3	34.8	28.9
PB(X)	10.7	9.5	8.4	7.3	6.4
P/FCF	35.5	102.0	46.1	35.8	29.4
P/S	20.2	16.4	13.5	11.3	9.5
EV/EBITDA	28.4	43.2	28.6	23.2	19.5
CAGR(%)	23.9%	23.1%	27.4%	23.9%	23.1%
PEG	2.8	2.3	1.6	1.5	1.3
ROIC/WACC					
REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

冯福章、张汪强、孟瞳媚声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034