



买入（维持）

所属行业：化工/化学纤维
当前价格(元)：64.20

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

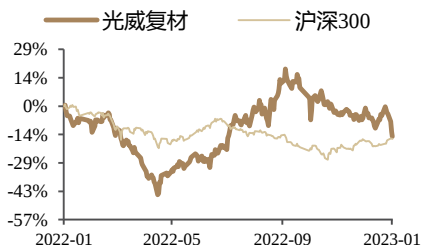
邮箱：yanguang@tebon.com.cn

研究助理

王逸枫

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.82	-12.61	-19.06
相对涨幅(%)	-10.11	-21.41	-26.83

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《光威复材(300699.SZ)：全产业链布局，军民共筑碳纤维龙头》，2022.11.29

光威复材（300699.SZ）：新旧产品有序过渡，盈利能力持续增强

投资要点

- 事件：**2023 年 1 月 11 日，公司发布 2022 年业绩预告，2022 年公司预计实现营业收入总收入约 25.18 亿元，同比下降 3.41%，归属于上市公司股东的净利润约 9.32 亿元，同比增长 22.88%，扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润约 8.80 亿元，同比增长 23.45%，加权平均净资产收益率 21.19%，同比增长 1.59 个百分点。
- 受旧产品降价及海外订单调整影响，收入增速转负。**根据公司公告，2022 年在定型纤维产品降价以及海外客户订单调整影响下，公司营收同比下降 3.41% 至 25.18 亿元，营收增速由正转负，分业务来看：1) 拓展纤维板块：作为公司主要收入来源的量产定型碳纤维产品价格 2021 年降价的基础上再次下调导致板块收入承压，但价格较高的 T700 级、MJ 系列和 T800 级非定型碳纤维新产品贡献持续增加对冲定型产品降价影响，拓展纤维板块实现营收 13.94 亿元，同比增长 9.27%，增速较 2021 年下降 9.05 个百分点；2) 能源新材料板块：碳梁业务前三季度销售收入 5.36 亿元同比基本持平，但第四季度受海外客户调整订单影响单季度仅实现收入 1.26 亿元，导致全年碳梁销售收入同比下降 18.12% 至 6.62 亿元；3) 通用新材料板块：由于 2021 年风电预浸料阶段性订单消化完毕，导致 2022 年预浸料业务收入同比下降 16.60% 至 3.00 亿元，若扣除上年同期风电预浸料业务影响，2022 年前三季度预浸料业务收入同比增长约 11.94%；4) 制品及其他：复合材料板块实现销售收入 0.81 亿元，同比下降 16.08%，精密机械板块实现销售收入 0.49 亿元，同比增长 2.19%，新业务光晟科技板块实现销售收入 0.25 亿元。
- 收入减少下净利润增速提升，盈利能力优势凸显。**虽然公司营业收入受旧产品降价及海外订单等短期影响导致阶段性承压，但得益于价格较高的新产品稳定投产、贡献占比提升，以及碳梁出口业务形成汇兑损益，公司盈利能力持续增强。2022 年公司预计实现归母净利润约 9.32 亿元，同比增长 22.88%，增速较 2021 年提升 4.7 个百分点，归母净利润率约 37.0%，较 2021 年提升 7.9 个百分点，其中汇兑收益预计为 0.92 亿元，而去年同期为 -0.08 亿元。当前公司处于新旧产品交替过渡期，T800H 级、M40J/M55J 级和 T700S/T800S 级等公司多年研发投入形成的储备产品开始相继进入验证、投产阶段，CCF700G 级碳纤维也于 2022 年 8 月通过装机评审后具备在航空装备上批量应用的条件。我们认为，公司新产品逐步投产贡献业绩增量，有利于完善公司产品品类，并增强公司盈利能力，2022 年前三季度公司毛利率重回高位至 52.6%。我们认为，公司 2022 年归母净利润增速提升，基本符合预期。
- 23 年新建产能有望释放，巩固小丝束龙头地位。**2021 年公司年产能仅为 2655 吨，主要包括上市前已建成的威海生产基地以及两个募投项目。公司在建项目主要为包头万吨碳纤维项目，一期年产 4000 吨 T700S/T800S 级 12K、24K 小丝束碳纤维产线有望在 2023H1 投产。在建项目投产后公司产能有望跳跃式增长至 8580 吨/年，中期有望突破年产万吨，并且持续聚焦小丝束优势领域。
- 投资建议：**我们认为，小丝束碳纤维对性能和技术要求更高，进入壁垒高于大丝束碳纤维，而公司早在 2005 年便成为国内军用碳纤维市场核心供应商之一，随着 2023 年产能扩张落地有望持续保持高成长性。我们小幅调整此前盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 9.32、12.94 和 15.16 亿元（前值为 9.00、12.19 和 15.58 亿元），对应 EPS 分别为 1.80、2.50 和 2.92 元，维持“买入”评级。

- **风险提示:** 军方客户订单存在一定不确定性; 新产品开发不及预期; 在建项目建设进度不及预期。

股票数据	
总股本(百万股):	518.35
流通 A 股(百万股):	509.73
52 周内股价区间(元):	42.08-90.00
总市值(百万元):	33,278.07
总资产(百万元):	5,959.66
每股净资产(元):	9.03
资料来源: 公司公告	

主要财务数据及预测					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,116	2,607	2,518	3,565	4,035
(+/-)YOY(%)	23.4%	23.2%	-3.4%	41.5%	13.2%
净利润(百万元)	642	758	932	1,294	1,516
(+/-)YOY(%)	23.0%	18.2%	22.9%	38.9%	17.1%
全面摊薄 EPS(元)	1.24	1.46	1.80	2.50	2.92
毛利率(%)	49.2%	44.4%	53.3%	56.7%	57.8%
净资产收益率(%)	17.6%	18.3%	19.2%	21.7%	20.7%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	1.46	1.80	2.50	2.92
每股净资产	8.00	9.38	11.52	14.10
每股经营现金流	2.31	1.25	3.35	3.71
每股股利	0.50	0.50	0.50	0.50
价值评估(倍)				
P/E	57.86	35.72	25.71	21.96
P/B	10.56	6.85	5.57	4.55
P/S	12.76	13.21	9.34	8.25
EV/EBITDA	42.02	25.34	17.05	14.08
股息率%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	44.4%	53.3%	56.7%	57.8%
净利润率	29.1%	37.0%	36.3%	37.6%
净资产收益率	18.3%	19.2%	21.7%	20.7%
资产回报率	13.6%	15.2%	17.4%	17.1%
投资回报率	17.7%	17.1%	21.2%	20.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	23.2%	-3.4%	41.5%	13.2%
EBIT 增长率	17.3%	14.4%	52.1%	17.1%
净利润增长率	18.2%	22.9%	38.9%	17.1%
偿债能力指标				
资产负债率	23.3%	18.9%	18.2%	16.3%
流动比率	4.3	6.1	6.0	7.0
速动比率	3.7	5.5	5.4	6.4
现金比率	2.6	3.2	3.7	4.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	56.5	118.5	70.0	60.0
存货周转天数	103.8	103.8	103.8	103.8
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5
固定资产周转率	1.9	1.8	2.4	2.8

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	758	932	1,294	1,516
少数股东损益	-2	-3	-4	-4
非现金支出	140	285	355	383
非经营收益	-22	5	5	5
营运资金变动	321	-572	88	23
经营活动现金流	1,196	647	1,739	1,921
资产	-593	-342	-442	-342
投资	34	0	0	0
其他	9	0	0	0
投资活动现金流	-550	-342	-442	-342
债权募资	26	3	0	0
股权募资	40	0	0	0
其他	-262	-259	-259	-259
融资活动现金流	-196	-256	-259	-259
现金净流量	440	49	1,037	1,320

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 11 日
资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,607	2,518	3,565	4,035
营业成本	1,449	1,177	1,544	1,702
毛利率%	44.4%	53.3%	56.7%	57.8%
营业税金及附加	21	28	36	40
营业税金率%	0.8%	1.1%	1.0%	1.0%
营业费用	17	16	21	20
营业费用率%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%
管理费用	95	101	143	161
管理费用率%	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	232	239	339	383
研发费用率%	8.9%	9.5%	9.5%	9.5%
EBIT	849	971	1,477	1,729
财务费用	10	-92	0	0
财务费用率%	0.4%	-3.7%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-1	-22	-58	-58
投资收益	2	0	0	0
营业利润	852	1,065	1,478	1,730
营业外收支	-1	-5	-5	-5
利润总额	852	1,061	1,473	1,725
EBITDA	996	1,235	1,774	2,054
所得税	95	132	183	214
有效所得税率%	11.2%	12.4%	12.4%	12.4%
少数股东损益	-2	-3	-4	-4
归属母公司所有者净利润	758	932	1,294	1,516

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,949	1,998	3,035	4,355
应收账款及应收票据	436	956	781	719
存货	412	335	439	484
其它流动资产	497	489	666	746
流动资产合计	3,293	3,778	4,922	6,303
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,384	1,414	1,480	1,448
在建工程	450	540	660	750
无形资产	234	207	180	154
非流动资产合计	2,266	2,359	2,520	2,553
资产总计	5,559	6,137	7,441	8,856
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	616	501	656	724
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	143	122	161	178
流动负债合计	759	623	817	902
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	535	538	538	538
非流动负债合计	535	538	538	538
负债总计	1,294	1,161	1,356	1,440
实收资本	518	518	518	518
普通股股东权益	4,146	4,860	5,974	7,308
少数股东权益	118	116	112	107
负债和所有者权益合计	5,559	6,137	7,441	8,856

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021 年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获 2019 年金牛奖建筑材料第二名；2019 年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名；2020 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业研究员，剑桥大学经济学硕士，2022 年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。