

纤维新产品新产线储备丰富，研发中心助力产业链纵向延伸



事件：公司发布 19 年年报，报告期实现营收 17.15 亿元，同比增长 25.77%；实现归母净利润 5.22 亿元，同比增长 38.56%；公司发布 20Q1 业绩预告，预期实现归母净利润 1.58 亿元~1.74 亿元，同比增长 0%~10%。

核心观点

- **19 年纤维及碳梁业务增长强劲，研发费用率及资产减值损失减少增厚业绩。**分业务看，19 年公司纤维业务实现 7.98 亿元收入，同比增长 32.33%，碳梁业务实现 6.73 亿元收入，同比增长 29.24%。得益于高毛利率的纤维业务占比提升（毛利占比 77%），公司综合毛利率小幅提升 1.3 个百分点至 48.01%。在此基础上，报告期公司研发费用率下降 3.16pct，同时资产减值损失减少 5692 万元，进一步增厚了公司业绩，实现高于营收的增速。
- **受疫情影响 20Q1 增速略有放缓，但全年影响相对有限。**根据预告，20Q1 公司业绩增速 0~10%，相比去年同期放缓，主要为碳梁业务受全球疫情影响，部分订单推迟发货所致，该板块业绩与上年同期持平。全年看，公司碳梁海外客户主要为欧洲业务（占比 5.5%）存在推迟发货的情形，若疫情不进一步蔓延威胁并到更多目标客户所在地，则对公司全年业绩影响有限。
- **T800H 纤维已小批量供货，募投纤维新线年内投产，复材研发中心助力产业链纵向延伸。**年报披露，公司 T800H 级一条龙项目已完成批次性能评价和相关标准等工作，开始小批量供货，高强高模一条龙项目也通过某院材料评审。同时募投的碳纤维新线预期年底前投产，达产后有望贡献 4 亿元产值，公司纤维新品储备丰富。此外，公司复材研发中心项目预期年中投产，是公司产业链纵向延伸的关键一步：报告期公司顺利通过《国军标质量管理体系》审核，扩大了军品销售范围，完成中车四方科研合作方的资质评审，并启动多个应用开发项目，制品业务的拓展为公司进一步打开了成长空间。

财务预测与投资建议

- 考虑到新产品新产线增厚业绩，我们调整公司 20-21 年每股收益预测为 1.28、1.64 元（原预测为 1.26、1.56 元），并增加 22 年预测为 2.20 元。参考可比公司 20 年 43 倍市盈率，给予目标价 55.04 元，维持买入评级。

风险提示

疫情影响下碳梁延迟交付；新品验证及销售不及预期

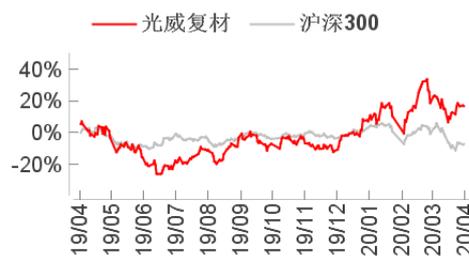
公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,364	1,715	2,093	2,758	3,713
同比增长(%)	43.6%	25.8%	22.1%	31.7%	34.6%
营业利润(百万元)	426	628	787	1,003	1,341
同比增长(%)	65.5%	47.3%	25.4%	27.4%	33.8%
归属母公司净利润(百万元)	377	522	663	848	1,138
同比增长(%)	58.8%	38.6%	27.0%	27.9%	34.3%
每股收益(元)	0.73	1.01	1.28	1.64	2.20
毛利率(%)	46.7%	48.0%	50.1%	48.9%	48.1%
净利率(%)	27.6%	30.4%	31.7%	30.7%	30.7%
净资产收益率(%)	13.8%	17.1%	19.2%	21.5%	25.0%
市盈率	68.2	49.2	38.7	30.3	22.6
市净率	9.0	7.9	7.0	6.1	5.2

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，

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年03月31日)	49.57 元
目标价格	55.04 元
52 周最高价/最低价	64.2/31.39 元
总股本/流通 A 股(万股)	51,835/32,260
A 股市值(百万元)	25,695
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2020 年 04 月 01 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	0.45	-1.61	8.95	-13.52
相对表现	-1.23	4.83	18.97	-8.71
沪深 300	1.68	-6.44	-10.02	-4.81



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

联系人 冯函
021-63325888-2900
fenghan@orientsec.com.cn

相关报告

19 年业绩符合预期，长期看好赛道优、壁垒高的国产碳纤维龙头； 2020-01-12

Q3 营收端略超预期，利润端持续向好； 2019-10-29

业绩略超预期，民品纤维有望成为新的增长点； 2019-08-20

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。

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） 2020/3/31	每股收益（元）			市盈率		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
钢研高纳	300034	14.31	0.32	0.52	0.88	44.62	27.58	16.20
中航高科	600862	12.11	0.40	0.27	0.36	30.58	45.32	33.84
中航沈飞	600760	28.63	0.64	0.91	0.94	44.69	31.54	30.32
西部超导	688122	31.01	0.37	0.47	0.42	84.50	66.11	73.83
中简科技	300777	34.50	0.34	0.53	0.77	101.02	64.56	44.66
宝钛股份	600456	23.00	0.56	0.74	0.92	41.23	31.11	25.07
	调整后平均					53.76	43.13	33.47

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：Wind，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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	504	869	607	600	743	营业收入	1,364	1,715	2,093	2,758	3,713
应收账款	954	251	1,465	1,931	2,599	营业成本	727	892	1,044	1,408	1,926
预付账款	13	16	20	26	35	营业税金及附加	21	19	23	31	41
存货	180	297	261	352	482	营业费用	29	33	40	53	71
其他	838	1,280	307	393	521	管理费用	259	281	344	417	495
流动资产合计	2,489	2,713	2,661	3,303	4,380	财务费用	3	7	(7)	(6)	(4)
长期股权投资	34	27	34	34	34	资产减值损失	51	(8)	0	0	0
固定资产	579	549	772	1,065	1,193	公允价值变动收益	0	23	0	0	0
在建工程	252	518	655	378	239	投资净收益	28	(7)	7	7	7
无形资产	150	146	143	139	135	其他	125	121	131	141	151
其他	83	109	0	0	0	营业利润	426	628	787	1,003	1,341
非流动资产合计	1,098	1,349	1,604	1,615	1,601	营业外收入	6	1	7	7	7
资产总计	3,587	4,063	4,265	4,918	5,981	营业外支出	10	21	21	21	21
短期借款	0	0	0	0	92	利润总额	423	608	773	988	1,327
应付账款	162	234	239	335	468	所得税	46	86	110	140	189
其他	228	239	346	380	495	净利润	377	522	663	848	1,138
流动负债合计	390	473	584	715	1,055	少数股东损益	0	(0)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	377	522	663	848	1,138
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.73	1.01	1.28	1.64	2.20
其他	335	340	0	0	0						
非流动负债合计	335	340	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	725	813	584	715	1,055		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	4	4	4	4	成长能力					
股本	370	518	518	518	518	营业收入	43.6%	25.8%	22.1%	31.7%	34.6%
资本公积	1,595	1,490	1,517	1,517	1,517	营业利润	65.5%	47.3%	25.4%	27.4%	33.8%
留存收益	900	1,236	1,640	2,163	2,886	归属于母公司净利润	58.8%	38.6%	27.0%	27.9%	34.3%
其他	(2)	1	1	1	1	获利能力					
股东权益合计	2,863	3,249	3,680	4,203	4,926	毛利率	46.7%	48.0%	50.1%	48.9%	48.1%
负债和股东权益总计	3,587	4,063	4,265	4,918	5,981	净利率	27.6%	30.4%	31.7%	30.7%	30.7%
						ROE	13.8%	17.1%	19.2%	21.5%	25.0%
						ROIC	14.0%	17.8%	19.3%	21.7%	24.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	20.2%	20.0%	13.7%	14.5%	17.6%
净利润	377	522	663	848	1,138	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	42	37	62	89	114	流动比率	6.38	5.73	4.55	4.62	4.15
财务费用	3	7	(7)	(6)	(4)	速动比率	5.88	5.11	4.11	4.13	3.69
投资损失	(28)	7	(7)	(7)	(7)	营运能力					
营运资金变动	74	728	(633)	(552)	(735)	应收账款周转率	1.5	2.7	2.3	1.5	1.5
其它	(230)	(548)	(118)	33	48	存货周转率	3.6	3.6	3.7	4.6	4.6
经营活动现金流	237	753	(41)	404	555	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
资本支出	(104)	(263)	(418)	(100)	(100)	每股指标(元)					
长期投资	0	7	(7)	0	0	每股收益	0.73	1.01	1.28	1.64	2.20
其他	151	102	455	8	7	每股经营现金流	0.46	1.45	-0.08	0.78	1.07
投资活动现金流	48	(154)	30	(92)	(93)	每股净资产	5.53	6.27	7.10	8.11	9.50
债权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	47	25	0	0	0	市盈率	68.2	49.2	38.7	30.3	22.6
其他	(113)	(206)	(252)	(319)	(320)	市净率	9.0	7.9	7.0	6.1	5.2
筹资活动现金流	(66)	(181)	(252)	(319)	(320)	EV/EBITDA	51.7	36.2	28.9	22.4	16.8
汇率变动影响	3	4	0	0	0	EV/EBIT	56.7	38.4	31.2	24.4	18.2
现金净增加额	222	422	(262)	(7)	142						

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

