

光威复材 (300699.SZ)

业绩符合预期，关注海外疫情对碳梁业务的影响

核心观点：

- **19年业绩符合预期，20Q1碳纤维业务稳定增长，碳梁业务同比持平。**公司3月31日发布2019年年报及2020一季报预告，公司2019年实现营业收入17.15亿元（同比+25.77%），实现归母净利润5.22亿元（同比+38.56%）；预计2020Q1实现归母净利润1.58亿元~1.74亿元（同比0%-10%）。分业务看，碳纤维及织物、碳梁、预浸料分别同比变动+32.33%、+29.24%、-3.38%。公司19年业绩符合预期，20Q1碳纤维业务保持稳定增长，碳梁业务受全球疫情影响，部分订单推迟发货，业绩与上年同期持平。
- **碳纤维高毛利产品营收占比提升，公司整体毛利率同比+1.30pct。**虽然公司各项主营业务毛利率均略有下滑，但由于毛利率较高的碳纤维及织物营收占比提升，公司整体毛利率同比+1.30pct，达到48.01%。期间费用方面，销售费用同比+13%；管理费用同比+40%，主要系股票激励股份支付费用增加所致；财务费用同比+133%，主要系应收账款无追索权保理利息增加所致；研发费用同比-2%。
- **重大项目有序推进，关注海外疫情对公司碳梁业务的影响。**公司T800、T1000、M60J、大丝束纤维等重点项目正有序推进，是未来发展的重要支撑。公司碳梁业务19年营收占比39%，占比较高，关注海外疫情对公司碳梁业务的影响。
- **预计公司19-21年归母净利润为6.45/8.38/10.68亿元，对应当前股价的PE为40/31/24倍。**公司是碳纤维材料核心供应商，两家可比A股公司2020年的平均估值53xPE，公司在研产品具有较大市场空间，量产后将有望增厚公司业绩，大丝束碳纤维项目投产后，将提升碳梁业务的盈利能力。我们认为可以给予公司2020年45xPE，对应合理价值55.80元/股，维持公司“买入”评级。
- **风险提示。**军品采购具有一定不确定性；民品扩张或导致综合毛利率下滑；碳梁业务受疫情影响存在不确定性。

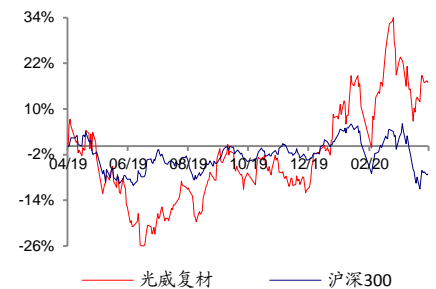
盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,364	1,715	2,041	2,552	3,178
增长率(%)	43.6	25.8	19.0	25.0	24.5
EBITDA(百万元)	423	570	694	897	1,156
归母净利润(百万元)	377	522	645	838	1,068
增长率(%)	58.8	38.6	23.5	30.0	27.5
EPS(元/股)	1.02	1.01	1.24	1.62	2.06
市盈率(P/E)	35.20	45.20	39.86	30.66	24.05
市净率(P/B)	4.63	7.27	6.61	5.43	4.43
EV/EBITDA	30.17	39.87	35.20	26.63	19.97

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	49.57元
合理价值	55.80元
前次评级	买入
报告日期	2020-03-31

相对市场表现



分析师：

赵炳楠



SAC 执证号：S0260516070004



SFC CE No. BOF532



010-59136613



zhaobingnan@gf.com.cn

相关研究：

- 光威复材(300699.SZ):业绩快速增长，大丝束碳纤维项目有序推进 2019-10-28
- 光威复材(300699.SZ):碳纤维和碳梁业务持续发力，业绩符合预期 2019-08-20
- 光威复材(300699.SZ):碳纤维和碳梁业务齐发力，业绩持续高速增长 2019-04-22

联系人：

李炼 021-60750604

gflilian@gf.com.cn

表 1: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	币种	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600862.SH	中航高科	人民币	12.06	0.28	0.37	0.51	43	33	24
300777.SZ	中简科技	人民币	34.50	0.54	0.78	1.09	64	44	32
平均值							53	38	28

注: 中航高科、中简科技盈利预测为Wind一致预期数据, 数据截至2020年3月31日收盘

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	2,489	2,713	3,189	3,916	4,902	
货币资金	504	869	1,252	1,817	2,603	
应收及预付	1,154	293	348	434	540	
存货	180	297	335	410	503	
其他流动资产	650	1,254	1,254	1,255	1,256	
非流动资产	1,098	1,349	1,581	1,813	2,045	
长期股权投资	34	27	27	27	27	
固定资产	579	549	519	489	459	
在建工程	252	518	784	1,050	1,316	
无形资产	150	146	142	138	134	
其他长期资产	83	109	109	109	109	
资产总计	3,587	4,063	4,770	5,729	6,947	
流动负债	374	473	536	657	806	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付及预收	285	397	450	551	675	
其他流动负债	89	76	86	106	131	
非流动负债	351	340	340	340	340	
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	351	340	340	340	340	
负债合计	725	813	876	997	1,146	
股本	370	518	518	518	518	
资本公积	1,639	1,517	1,517	1,517	1,517	
留存收益	900	1,236	1,881	2,719	3,788	
归属母公司股东权益	2,863	3,245	3,890	4,728	5,797	
少数股东权益	0	4	4	4	4	
负债和股东权益	3,587	4,063	4,770	5,729	6,947	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	1,364	1,715	2,041	2,552	3,178	
营业成本	727	892	1,007	1,232	1,511	
营业税金及附加	21	19	23	28	35	
销售费用	29	33	35	41	48	
管理费用	65	91	106	128	159	
研发费用	194	190	212	263	305	
财务费用	3	7	5	5	5	
资产减值损失	-51	-6	-20	-6	-6	
公允价值变动收益	0	23	0	0	0	
投资净收益	28	-7	0	0	0	
营业利润	426	628	751	977	1,246	
营业外收支	-4	-20	0	0	0	
利润总额	423	608	751	977	1,246	
所得税	46	86	107	139	177	
净利润	377	522	645	838	1,068	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	377	522	645	838	1,068	
EBITDA	423	570	694	897	1,156	
EPS (元)	1.02	1.01	1.24	1.62	2.06	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	237	753	650	833	1,055	
净利润	377	522	645	838	1,068	
折旧摊销	96	80	36	36	36	
营运资金变动	-260	149	-51	-47	-56	
其它	24	2	20	6	6	
投资活动现金流	48	-154	-268	-268	-268	
资本支出	-185	-364	-268	-268	-268	
投资变动	200	189	0	0	0	
其他	33	22	0	0	0	
筹资活动现金流	-66	-181	0	0	0	
银行借款	0	0	0	0	0	
股权融资	45	4	0	0	0	
其他	-110	-185	0	0	0	
现金净增加额	222	422	382	565	786	
期初现金余额	119	341	869	1,252	1,817	
期末现金余额	341	764	1,252	1,817	2,603	

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	43.6%	25.8%	19.0%	25.0%	24.5%
营业利润增长	65.5%	47.3%	19.7%	30.0%	27.5%
归母净利润增长	58.8%	38.6%	23.5%	30.0%	27.5%
获利能力					
毛利率	46.7%	48.0%	50.7%	51.7%	52.5%
净利率	27.6%	30.4%	31.6%	32.8%	33.6%
ROE	13.2%	16.1%	16.6%	17.7%	18.4%
ROIC	10.2%	12.9%	14.5%	15.6%	16.6%
偿债能力					
资产负债率	20.2%	20.0%	18.4%	17.4%	16.5%
净负债比率	25.3%	25.0%	22.5%	21.1%	19.8%
流动比率	6.66	5.73	5.95	5.96	6.08
速动比率	6.14	5.07	5.29	5.30	5.42
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.42	0.43	0.45	0.46
应收账款周转率	1.43	6.84	6.84	6.84	6.84
存货周转率	7.56	5.78	6.09	6.22	6.32
每股指标 (元)					
每股收益	1.02	1.01	1.24	1.62	2.06
每股经营现金流	0.64	1.45	1.25	1.61	2.03
每股净资产	7.73	6.26	7.50	9.12	11.18
估值比率					
P/E	35.20	45.20	39.86	30.66	24.05
P/B	4.63	7.27	6.61	5.43	4.43
EV/EBITDA	30.17	39.87	35.20	26.63	19.97

广发军工行业研究小组

赵炳楠：资深分析师，哈尔滨工业大学工学学士和硕士，6年以上军工企业工作经历，4年以上证券从业经历，2015年进入广发证券发展研究中心。

袁晓宣：联系人，海军工程大学国防经济学学士和硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

李炼：联系人，同济大学管理学硕士、同济大学机械设计制造及其自动化学士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。
本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。