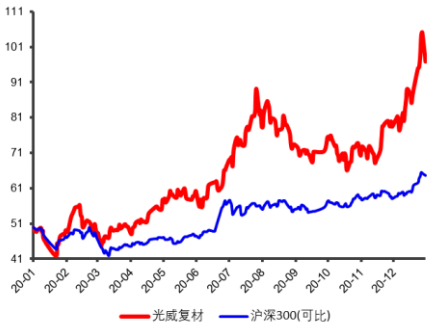
Q4 同比增速加快，军民品业务齐力发展

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2021-01-12
近 12 个月最高/最低（元）	106.6/41.85
总股本（百万股）	518
流通股本（百万股）	517
流通股比例（%）	99
总市值（亿元）	502
流通市值（亿元）	502

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏
执业证书号：S0010520060004
电话：18811591551
邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：古武
执业证书号：S0010120070003
电话：15828604590
邮箱：guwu@hazq.com

《光威复材：中国碳纤维行业领军者》2020.12.20
《万华化学：全球 MDI、TDI 产能密集检修，价格或反弹》2020.07.29
《龙蟒佰利系列报告之一：走向全球钛产业龙头》2020.07.23
《标准升级系列之二：国家禁塑力度继续加码》2020.07.22

事件描述：

➢ **1 月 12 日，公司发布 2020 年度业绩预告。**

公告显示，2020 年公司预计实现归母净利润 6.31-6.57 亿元，上年同期实现归母净利润 5.22 亿元，同比增长 21%-26%。

➢ **四季度业绩加速增长，今年业绩增长值得期待**

根据公告，公司四季度预计实现归母净利润 1.07-1.33 亿元，同比增速约 37.2%-70.5%。2020 年一季度、二季度、三季度归母净利润增速分别为 8.3%、18.8%、28.8%，四季度业绩加速增长趋势明显。我们认为，三点因素支撑公司业绩加速增长：一是军工碳纤维下游军机进入放量期，生产效率逐步攀升带来碳纤维需求增长；二是航空工业均衡化生产取得成效，各季度按照生产计划依次排产，季度间周期波动正在缩小；三是疫情对公司经营及下游风电碳梁等业务影响逐步消散，公司业绩重回快速增长轨道。我们预计，公司军工碳纤维下游主机厂的型号配套节奏将延续四季度增速，而疫情对风电装机影响逐步消散，叠加风电抢装周期带来的需求增长，公司今年业绩增长值得期待。

➢ **军工业务仍然是公司业绩压舱石，强大盈利能力将继续支撑公司业务发展**

2020 年，公司风电碳梁业务受到海外疫情影响较大，维斯塔斯装机节奏放缓，我们预计全年风电碳梁业务增速仅为 3-10%。与此同时，公司军品业务维持了较高的增速，前三季度军品业务营收增速达到 43%，我们预计公司全年军品业务将维持 43%以上的高速增长。公司军品业务具有 80%左右的高毛利率，其带来的现金流支撑了公司持续十余年、营收占比 10%以上的高强度研发投入，为技术积累、新型号产品开发、产业链拓展打下了坚实基础。

➢ **展望未来，军民品业务将共同支撑公司未来成长**

军品方面：公司是国内唯二两家军工碳纤维核心供应商之一，在军工碳纤维配套领域具有较强稀缺性。航空航天对碳纤维复合材料的需求是刚性的、应用范围是逐步增加的，我们预计公司未来军品业务将持续受益于现有配套型号放量和新型号配套的增长逻辑。

民品方面：公司目前已是维斯塔斯风电碳梁核心供应商，公司风电碳梁业务将有三个增长逻辑：一是风电新能源尤其是海上大型风电项目的快速扩张，将带来对碳纤维需求的快速增长；二是维斯塔斯风电碳梁相关专利将于 2022 年到期，届时该低成本高性能大型风电叶片制造技术将大规模扩散，进一步拓展碳纤维在风电碳梁领域的渗透率；三是公司包头万吨级大丝束低成本碳纤维产能将于 2022 年逐步建成投产，碳纤维原料保障将成为公司风电碳梁业务增长和盈利能力提升的基础。

公司未来民品业务将不止于风电碳梁。碳纤维复合材料是处于成长期的高性能结构材料，公司将依托于自身深厚的碳纤维及复合材料全产业链积累，逐步从碳纤维供应商向碳纤维复合材料解决方案供应商转变。公司目前已经在体育用品、高压气瓶缠绕、无人机零部件等领域有大量布局，未来还将进一步拓展碳纤维复合材料应用领域，逐步迈向十倍复合材料市场。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 6.54、8.94、11.61 亿元，同比增速为 25.3%、36.7%、29.8%。对应 PE 分别为 70.58、51.64 和 39.77 倍。维持“买入”评级。

风险提示

风电碳梁业务拓展不及预期；军品业务订单波动风险；新增项目进展及产能释放不及预期；民品需求降低、市场竞争加剧。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1715	2101	2766	3413
收入同比（%）	25.8%	22.5%	31.7%	23.4%
归属母公司净利润	522	654	894	1161
净利润同比（%）	38.6%	25.3%	36.7%	29.8%
毛利率（%）	48.0%	52.2%	53.4%	54.0%
ROE（%）	16.1%	16.8%	18.6%	19.5%
每股收益（元）	1.01	1.26	1.72	2.24
P/E	45.20	70.58	51.64	39.77
P/B	7.27	11.84	9.63	7.75
EV/EBITDA	39.87	54.99	43.59	33.23

资料来源：wind，华安证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2713	3140	3949	5009
现金	869	460	1018	1774
应收账款	251	916	1060	1233
其他应收款	2	5	5	7
预付账款	16	27	29	37
存货	297	316	399	495
其他	1278	1416	1438	1464
非流动资产	1349	1640	1875	2128
长期投资	27	27	27	27
固定资产	549	632	665	704
无形资产	146	173	188	204
其他	627	808	995	1193
资产总计	4063	4780	5824	7137
流动负债	473	537	687	839
短期借款	0	0	0	0
应付账款	234	240	315	386
其他	239	297	372	454
非流动负债	340	340	340	340
长期借款	0	0	0	0
其他	340	340	340	340
负债合计	813	877	1027	1179
少数股东权益	4	4	4	4
股本	518	518	518	518
资本公积	1517	1517	1517	1517
留存收益	1211	1865	2758	3919
归属母公司股东权益	3245	3900	4793	5954
负债和股东权益	4063	4780	5824	7137

现金流量表				
经营活动现金流	753	27	879	1111
净利润	522	654	894	1161
折旧摊销	80	152	95	104
财务费用	0	0	0	0
投资损失	7	-6	-8	-2
营运资金变动	149	-773	-101	-151
其他	369	1427	995	1312
投资活动现金流	-154	-437	-321	-355
资本支出	-364	-443	-329	-357
长期投资	189	0	0	0
其他	22	6	8	2
筹资活动现金流	-181	0	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	148	0	0	0
资本公积增加	-123	0	0	0
其他	-206	0	0	0
现金净增加额	422	-410	558	756

利润表	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1715	2101	2766	3413
营业成本	892	1004	1290	1571
营业税金及附加	19	33	39	47
营业费用	33	39	55	51
管理费用	91	100	137	154
财务费用	7	-13	-14	-27
资产减值损失	-6	0	0	0
公允价值变动收益	-23	0	0	0
投资净收益	-7	6	8	2
营业利润	628	740	1019	1329
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	21	0	0	0
利润总额	608	740	1019	1329
所得税	86	86	125	169
净利润	522	654	894	1161
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	522	654	894	1161
EBITDA	570	831	1036	1336
EPS(元)	1.01	1.26	1.72	2.24

主要财务比率				
成长能力				
营业收入	25.8%	22.5%	31.7%	23.4%
营业利润	47.3%	17.9%	37.6%	30.5%
归属母公司净利润	38.6%	25.3%	36.7%	29.8%
获利能力				
毛利率	48.0%	52.2%	53.4%	54.0%
净利率	30.4%	31.1%	32.3%	34.0%
ROE	16.1%	16.8%	18.6%	19.5%
ROIC	12.9%	15.4%	17.2%	18.0%
偿债能力				
资产负债率	20.0%	18.3%	17.6%	16.5%
净负债比率	25.0%	22.5%	21.4%	19.8%
流动比率	5.73	5.85	5.75	5.97
速动比率	5.07	5.21	5.13	5.33
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.44	0.47	0.48
应收账款周转率	6.84	2.29	2.61	2.77
应付账款周转率	3.81	4.18	4.10	4.07
每股指标(元)				
每股收益	1.01	1.26	1.72	2.24
每股经营现金	1.45	0.05	1.70	2.14
每股净资产	6.26	7.52	9.25	11.49
估值比率				
P/E	45.20	70.58	51.64	39.77
P/B	7.27	11.84	9.63	7.75
EV/EBITDA	39.87	54.99	43.59	33.23

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

刘万鹏：化工行业首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2 年化工战略规划经验，4 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

古　武：研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4 年中航工业成飞航空材料产业经历，2 年新材料行业研究经历。

曾祥钊：研究助理，中国科学院化工硕士、清华大学化工学士，通过 CFA 二级考试。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。