公司研究

公司首次覆盖报告

开源证券 证券研究报告

光威复材（300699.SZ）

2020 年 05 月 11 日

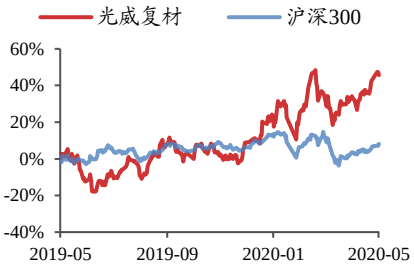
2019&2020Q1 业绩表现良好，持续看好碳纤维龙头军民业务齐头并进

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/5/8
当前股价(元)	55.74
一年最高最低(元)	57.50/30.80
总市值(亿元)	288.93
流通市值(亿元)	179.82
总股本(亿股)	5.18
流通股本(亿股)	3.23
近 3 个月换手率(%)	102.56

股价走势图



数据来源：贝格数据

段小虎（分析师）

duanxiaohu@kysec.cn

证书编号：S0790520020001

● 军品订单稳定增长，碳梁业务助力业绩新增长，首次覆盖给予“买入”评级

公司作为国内碳纤维领域龙头企业，受益于军用装备的升级换代，传统碳纤维及织物业务有望继续稳定增长。随着包头项目建成投产，与 VESTAS 合作进一步深入，风电碳梁业务有望继续保持高速增长。我们预测公司 2020-2022 年可实现归母净利润 6.53/8.27/10.56 亿元，分别同比增长 25.2%/26.7%/27.6%；EPS 分别为 1.26/1.6/2.04 元；当前股价对应 PE 分别为 44.2/34.9/27.4 倍。参考可比上市公司，公司 2020-2022 年动态 PE 估值处于可比上市公司平均估值水平，考虑到公司作为国内碳纤维行业龙头及军品订单持续放量，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 深入军品领域，公司碳纤维有望持续高增长

2020年量产产品合同金额为9.98亿元（含增值税金额），较2019年度履行的合同金额，同比增长24%左右。随着航空航天和军用碳纤维需求量不断增加，公司产品在国内军用市场占有率超过70%，T300级碳纤维已稳定供货十余年，公司作为国内唯一供应商的T800级产品也已小批量验证应用。近年来公司碳纤维及织物工艺水平不断升级，小丝束T300良品率达95%以上，未来有望持续受益于军品订单增长，碳纤维及织物营收/净利润保持稳定增长态势。

● 公司民品业务与 VESTAS 深度合作，风电碳梁将持续带动业绩增长

公司碳梁产品约占 VESTAS 采购额的 20%，2019 年碳梁生产线达 50 条，为增强碳梁业务竞争力，公司 2019 年与包头市政府、VESTAS 签署《万吨级碳纤维产业园项目入园协议》，项目进一步拓展碳纤维及其复合材料在民品领域的开发和应用。项目总投资 20 亿元，分三期建设：一期投资约 5 亿元，2-3 年内建设一条 2000 吨/年碳纤维生产线，三期投产后年产总量达 10000 吨。届时市场份额有望随产能扩大而提升，目前包头项目进展顺利，为未来碳梁业务奠定持续增长基础。

● 风险提示：募投项目投产低于预期，下游拓展需求不及预期，碳梁大丝束原材料供应风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,364	1,715	2,200	2,838	3,638
YOY(%)	43.6	25.8	28.3	29.0	28.2
归母净利润(百万元)	377	522	653	827	1,056
YOY(%)	58.8	38.6	25.2	26.7	27.6
毛利率(%)	46.7	48.0	50.2	51.1	53.2
净利率(%)	27.6	30.4	29.7	29.1	29.0
ROE(%)	13.2	16.1	17.9	19.2	20.5
EPS(摊薄/元)	0.73	1.01	1.26	1.60	2.04
P/E(倍)	76.7	55.4	44.2	34.9	27.4
P/B(倍)	10.1	8.9	7.9	6.7	5.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 国内高性能碳纤维龙头企业 ，业绩稳定高速发展 3
1.1、 高性能碳纤维龙头企业，军民产品齐头并进 3
1.2、 聚焦军用碳纤维+风电梁碳双主营业务，实现稳定高速发展 4
2、 高性能碳纤维的需求不断提升，军品持续放量 6
3、 风电碳梁业务不断深进，盈利能力持续上升 8
4、 盈利预测与投资建议 8
5、 风险提示 9
附：财务预测摘要 10

图表目录

图 1： 光威复材有 6 家主要的子公司 3
图 2： 公司 2015 年以来营收快速增长 4
图 3： 公司 2015 年以来业绩大幅增长 4
图 4： 公司 2019 年毛利率有所回升 5
图 5： 公司 2019 年费用率明显下降 5
图 6： 公司以碳纤维及织物和碳梁业务为主 5
图 7： 碳纤维及织物的盈利能力最强 5
图 8： 2019 年全球碳纤维需求量达 103.7 千吨（单位：千吨） 6
图 9： 2019 年全球碳纤维销售金额达 28.7 亿美元（单位：百万美元） 6
图 10： 2019 年全球碳纤维产能集中度高（单位：千吨） 7
图 11： 公司拥有碳纤维完整产业链 7

表 1： 公司在碳纤维行业不断取得突破性进展 3
表 2： 6 家主要的子公司产品主要应用于国防军工及民用两大板块 4
表 3： 碳纤维不同领域价格差异大 8
表 4： 公司估值处于可比上市公司平均估值水平 9

1、 国内高性能碳纤维龙头企业 ，业绩稳定高速发展

1.1、 高性能碳纤维龙头企业，军民产品齐头并进

威海光威复合材料股份有限公司（以下简称“光威复材”）是国内碳纤维行业第一家 A 股上市公司，致力于高性能碳纤维及复合材料研发和生产。前身为 1992 年设立的威海市碳素渔竿厂，2014 年整体改制为股份有限公司，并于 2017 年在创业板上市。公司以高端设备设计制造技术为支撑，形成了从原丝开始的碳纤维、织物、树脂、高性能预浸材料、复合材料制品的完整产业链布局，是目前国内碳纤维行业品种最全、生产技术最先进、产业链最完整的龙头企业之一。

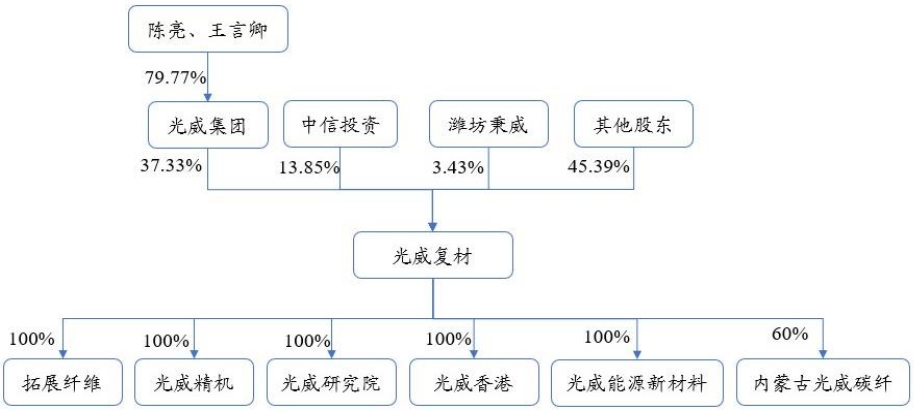
表1：公司在碳纤维行业不断取得突破性进展

时间	发展历程
1992 年	威海市碳素渔竿厂成立
1998 年	光威引进国内第一条宽幅碳纤维预浸料生产线，填补了国内空白
2002 年	威海拓展纤维有限公司成立，成为中国第一家从事碳纤维研发生产的民营企业
2005 年	光威拓展承担的两项“863”碳纤维专项，通过鉴定，并建成国内首条 CCF300 百吨线，启动国产碳纤维航空应用验证
2007 年	国产碳纤维应用验证经总装批准立项，公司正式参军
2008 年	建成国内第一条千吨级碳纤维生产线
2009 年	获批“碳纤维制备及工程化国家工程实验室”
2013 年	突破 CCF800、CCM40J 关键技术，形成碳纤维全产业链条
2018 年	干喷湿纺 CCF700S 纺丝速度达到国内最高的 500 米/分，CCM55J 通过了“863”验收

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司第一大股东为威海光威集团有限责任公司，实际控制人为陈亮和王言卿（二人系母子关系）。2019 年报显示，光威复材目前有 6 家子公司，包括威海拓展纤维有限公司、威海光威能源新材料有限公司、威海光威精密机械有限公司、山东光威碳纤维产业技术研究院有限公司、光威（香港）有限公司和内蒙古光威碳纤有限公司。

图1：光威复材有 6 家主要的子公司



资料来源：公司公告、开源证券研究所

表2：6 家主要的子公司产品主要应用于国防军工及民用两大板块

子公司	应用领域	主要业务
光威复材	民品	碳纤维预浸料/玻璃纤维预浸料/碳纤维复合材料制品等
拓展纤维	军品	碳纤维原丝及织物/碳纤维复合材料制品等
光威精机	公司配套设备	碳纤维产业链制造设备及其配件
光威研究院	军民	碳纤维及复合材料研发
光威香港	民品	碳纤维复合材料进出口及贸易
光威能源新材料	民品	风电碳梁/T 型梁
内蒙古光威碳纤	民品	碳纤维原丝/碳纤维/碳纤维复合材料及其制品等

资料来源：公司公告、开源证券研究所

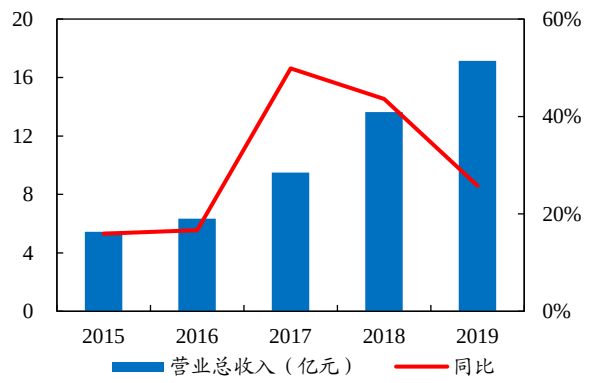
产品主要应用领域分为国防军工和民用两大板块。其中国防军工板块包括航空航天、电子通讯、兵器装备等领域；民用板块包括风电叶片、轨道交通、核电装备、船舶制造、重大基础设施建设、汽车零部件、医疗器械、高端体育休闲用品等领域。主要客户包括国内航空航天领域的主要军方企业、风电领域巨头 VESTAS 及国内外渔具企业等。随着产业化技术水平的提高，公司积极开发民用碳纤维及其复合材料产品，实行军民融合发展战略。

1.2、 聚焦军用碳纤维+风电梁碳双主营业务，实现稳定高速发展

受益于传统军品碳纤维的稳定增长及民品风电碳梁业务的深入推进，公司 2015 年-2019 年营收/归母净利润实现稳定高速增长。公司业绩发展分为两个阶段：2017 年之前，公司业绩增长主要得益于碳纤维及织物收入的快速增长，2017 年之后，公司业绩增长主要得益于传统碳纤维业务稳定增长之际，风电碳梁业务快速推进为业绩增长注入新动力。2019 年，公司实现营收 17.15 亿元，同比增长 25.8%；实现归母净利润 5.22 亿元，同比增长 38.6%。2015-2019 年，公司营收 CAGR 达 33.31%，归母净利润 CAGR 达 31.23%。

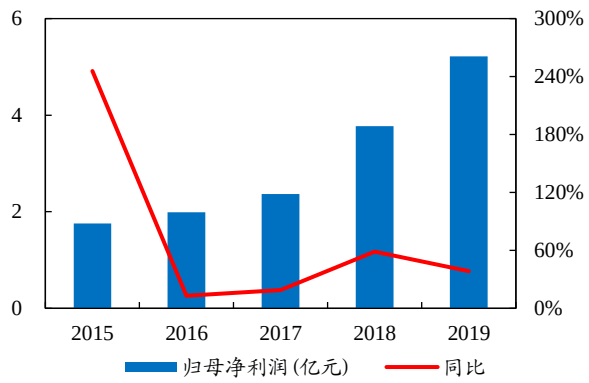
2020Q1 公司在做好疫情防控的同时，积极推进复工复产，总体营收/归母净利润实现稳步上涨。2020Q1 公司实现营业收入 4.88 亿元，同比增长 12.31%；实现归母净利润 1.71 亿元，同比增长 8.28%。其中，公司碳纤维业务因主要客户需求增长及民品纤维贡献增加实现销售收入 2.91 亿元，同比增长 32.29%；风电碳梁因受疫情影响部分客户推迟复工或发货，导致销售收入下降至 1.54 亿元，同比下降 1.95%。

图2：公司 2015 年以来营收快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

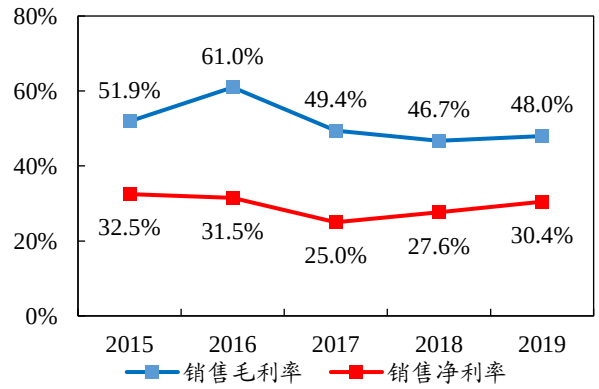
图3：公司 2015 年以来业绩大幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

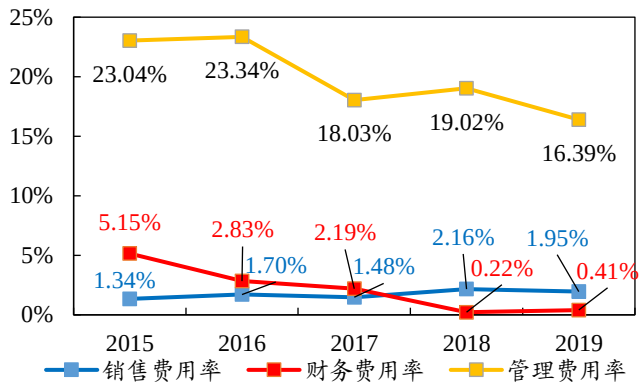
毛利率水平较 2018 年提升，公司整体费用率呈下降趋势。公司 2019 年毛利率为 48%，较 2018 年的 46.7%上升 1.3pct；公司 2019 年净利率为 30.4%，较 2018 年的 27.6%上升 2.8pct。得益于公司产业链一体化布局，使得主营业务产品实现自给自足，有效降低了成本，提高了碳纤维及织物的毛利率。我们认为通过公司碳纤维小丝束研制技术的进一步研发与突破，毛利率有望进一步提升。2015-2019 年，公司整体费用率呈明显下降趋势，其中，管理费用率下降幅度最为明显，由 23.04%下降至 16.39%，降幅达 6.65pct，主要是由于管理效率的提升；财务费用率由 5.15%下降至 0.41%，降幅达 4.74%；销售费用率从 1.34%上升至 1.95%，小幅上升 0.61pct。

图4：公司 2019 年毛利率有所回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

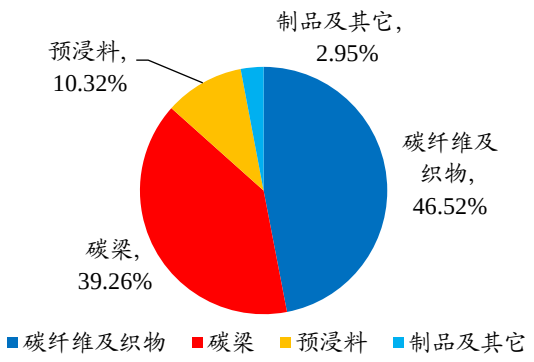
图5：公司 2019 年费用率明显下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

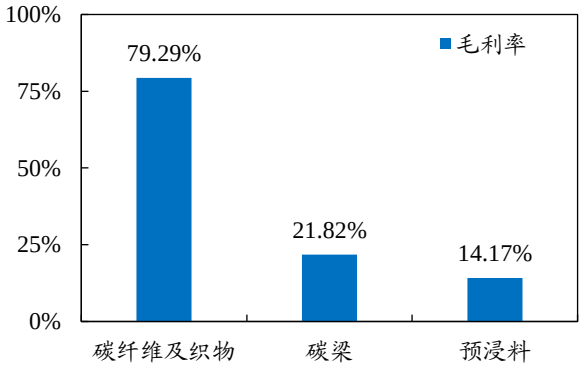
近年来公司形成了碳纤维及织物和风电梁碳双主营的业务格局，为业绩提供持续增长动力。分板块来看，2019 年报显示，公司碳纤维及织物业务营收占比 46.52%，碳梁业务营收占比 39.26%，预浸料业务营收占比 10.32%。其中，碳纤维及织物的盈利能力最强，毛利率高达 79.29%，新拓展的风电碳梁业务毛利率为 21.82%，传统预浸料业务毛利率为 14.17%。随着公司在碳纤维的研发进一步加强，技术的不断突破，公司综合毛利率有望进一步提升。

图6：公司以碳纤维及织物和碳梁业务为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：碳纤维及织物的盈利能力最强



数据来源：Wind、开源证券研究所

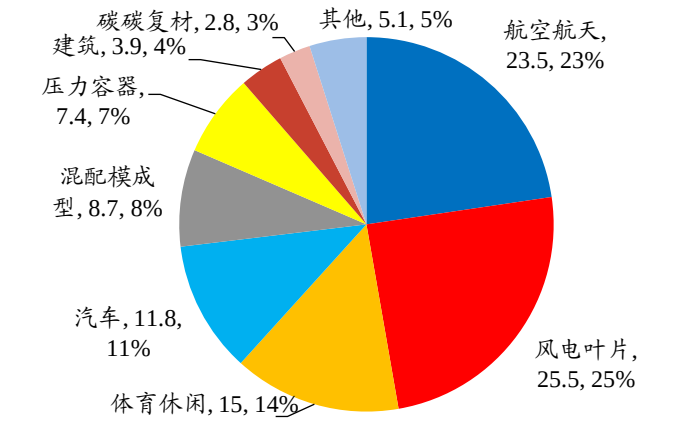
综上，公司 2015-2019 年营收和业绩持续性高速发展，未来技术水平的不断突破带动毛利率提升，军品业务持续放量以及民品订单及生产线的增加，公司营收与净利润有望继续保持较快增长态势。

2、 高性能碳纤维的需求不断提升，军品持续放量

碳纤维性能优异，是发展国防军工与国民经济的重要战略物资。碳纤维是由聚丙烯腈（或沥青、粘胶）等有机纤维采用高温分解法在 1000℃以上高温的惰性气体下碳化制成的一种含碳量在 90%以上的无机高分子纤维。碳纤维具有出色的力学性能和化学稳定性，密度不到钢的 1/4，强度是钢的 5-7 倍。在目前已知大量生产的高性能纤维中具有最高的比强度和比模量，并且具有耐腐蚀、耐高温、非磁体但有电磁屏蔽效应等特点。由于其诸多优良特性，碳纤维广泛应用于军工、航空航天、体育用品、汽车工业、能源装备、医疗器械、工程器械和交通运输等领域，已经成为发展国防军工与国民经济的重要战略物资。

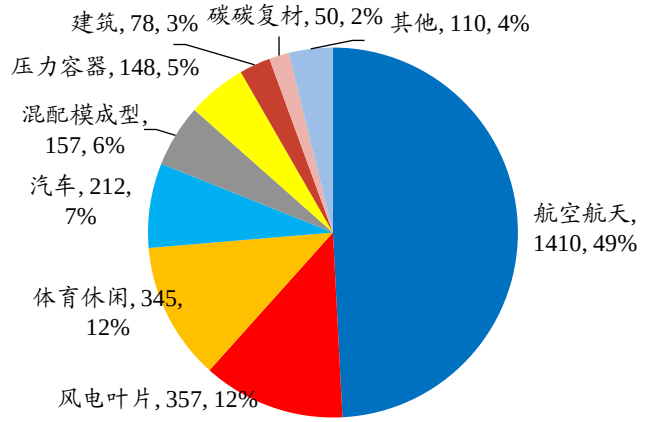
全球碳纤维需求稳定增长。根据 2019 年全球碳纤维复合材料市场报告显示，从需求量角度看，2019 年全球碳纤维需求量为 103700 吨，较 2018 年增长 12%。其中航空航天领域，需求量同比增长 12%，主要受益于波音 787 和空客 350 产量的增加；风电叶片领域需求量同比增长 16%，风电市场的碳纤维需求强劲，主要依赖于风电巨头 VESTAS 的强势驱动；体育休闲领域需求量平稳增长，同比增长 4.5%。从销售金额角度看，2019 年全球碳纤维销售金额达 28.7 亿美元，较 2018 年增长 11.6%。其中航空航天领域贡献 49%的销售收入，航空航天中应用的小丝束（3/6/12K）碳纤维单价高，平均单价为 60 美元/千克；风电领域贡献 12%的销售收入，风电中应用的大丝束（大于 24K）碳纤维单价低，平均单价为 14 美元/千克，对总体销售金额贡献不显著。

图8：2019 年全球碳纤维需求量达 103.7 千吨（单位：千吨）



数据来源：2019 全球碳纤维复合材料市场报告、开源证券研究所

图9：2019 年全球碳纤维销售金额达 28.7 亿美元（单位：百万美元）



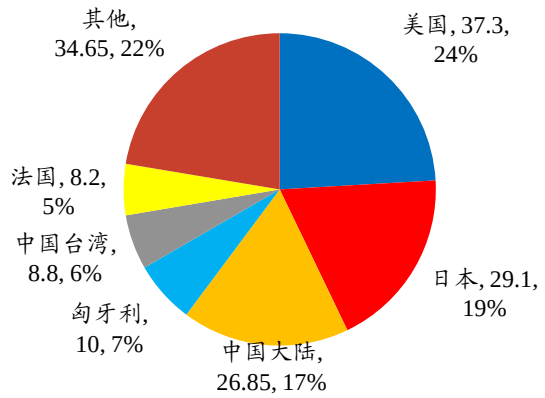
数据来源：2019 全球碳纤维复合材料市场报告、开源证券研究所

我国碳纤维需求量持续高增长。根据 2019 年全球碳纤维复合材料市场报告显示，2019 年中国碳纤维总需求为 37840 吨，2015-2019 年总需求量 CAGR 达 22.3%。其中，进口量为 25840 吨，同比增长 17.5%，占 2019 年总需求的 68%，国产碳纤维供应 12000 吨，同比增长 33%，占 2019 年总需求的 32%。主要受风电叶片的需求拉动，中国国产碳纤维连续两年超过 30%的增长，预计 2025 年前后，国产碳纤维的量有望超过进口。

2019 年美国、日本和中国碳纤维理论产能占比到达 60%，集中度非常高。根据 2019 全球碳纤维复合材料市场报告数据：2019 年，全球碳纤维理论产能达到 15.49 万（小丝束 9.77 万吨，大丝束 5.71 万吨），其中，美国碳纤维理论产能为 3.73 万

吨，占比 24%；日本碳纤维理论产能为 2.91 万吨，占比 19%；中国大陆的碳纤维产能为 2.68 万吨，占比 17%，另外匈牙利 1 万吨、墨西哥 1 万吨、中国台湾 0.88 万吨和法国 0.82 万吨。

图10：2019 年全球碳纤维产能集中度高（单位：千吨）

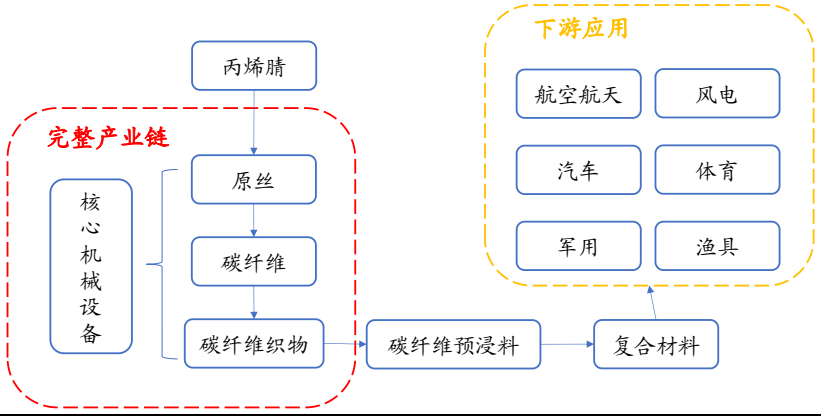


数据来源：2019 全球碳纤维复合材料市场报告、开源证券研究所

光威复材作为国内碳纤维的龙头企业，得益于公司的产业链一体化布局，主营业务的原材料实现自给自足，有效降低了生产成本。目前公司拥有碳纤维产能 597 吨，其中 T300 产能 176 吨/年，T700 产能 276 吨/年，T800 产能 105 吨/年，M40J 产能 20 吨/年。此外，公司碳纤维织物 60 吨/年，碳纤维预浸料 800 万平方米/年，碳梁生产线 40 条(约 600 万米/年产能)。公司 2020 年目标以国军标体系为主线，提升全过程质量管理，配合下游应用领域进一步优化国产 T1000 级和国产 M60J 级工程化/产业化技术，并加大投入做好国产 T1100 级、国产 M65J 级碳纤维的预研工作。

公司作为国内航空航天领域碳纤维最大的供应商之一，有望受益于军用装备升级换代。随着军费支出逐年上升，武器装备升级换代，军用碳纤维材料需求大幅上升。我国三代歼-10 战机中仅采用 6%的碳纤维复合材料，四代歼-20 战机中的碳纤维复合材料达 27%，而美国的主战战机 F-22/F-35 碳纤维复合材料用量已经达到 24%/36%。目前我军战斗机中仍有一半是二代机型，未来随着三代/四代取代旧机型，军品订单放量，军用碳纤维需求量有望迎来爆发。目前公司 T300 小丝束碳纤维良品率达 95%以上，未来碳纤维及织物业务将为公司业绩持续增长奠定可靠基础。

图11：公司拥有碳纤维完整产业链



资料来源：公司公告、开源证券研究所

表3：碳纤维不同领域价格差异大

应用领域	对应碳纤维材料	丝束大小	价格(元/千克)
国防军工、航天	T1000、T800、T300、M 系列高模	3K、6K、12K	1000-10000
民用航空	T800、T300	3K、6K、12K	800-1500
通用飞机、无人机	T700、T300	3K、6K、12K	500-600
体育、建筑补强	T700、T300	12K	100-140
风电	T300	>24K	80
轨交汽车、电缆芯	T700、T300	12K、24K	100-140

资料来源：《从国产碳纤维的处境谈碳纤维“全产业链”——五论国产碳纤维产业化之路》、开源证券研究所

3、 风电碳梁业务不断深进，盈利能力持续上升

公司是 VESTAS 风电碳梁核心供应商，目前占据 VESTAS 风电碳梁采购量的 20%-30%。2014 年光威复材对风电碳梁进行技术攻关，2016 年通过 VESTAS 装机试验，成为首家实现拉挤工艺批量生产的供应商。2017/2018/2019 年风电碳梁业务实现销售收入分别为 2.6/5.2/6.73 亿元，CAGR 达 60.89%，2019 年毛利率为 21.82%。2019 年全球风电叶片领域碳纤维需求量超越航空航天领域，占总体需求量的 25%，同比增长 16%，风电叶片碳纤维需求强劲，主要依赖于风电巨头 VESTAS 的强势驱动。VESTAS 公司近几年订单量稳定增长，从 2015 年的 8.94GW 增长到 2019 年的 17.88GW，CAGR 达 18.92%。

公司 2019 年签署万吨级碳纤维产业化项目，利好公司长期发展。为增强碳梁业务竞争力，公司与包头市政府、VESTAS 签署《万吨级碳纤维产业园项目入园协议》，项目进一步拓展碳纤维及其复合材料在民用领域的产品开发和应用。项目总投资 20 亿元，分三期建设：一期总投资约 5 亿元，建设 2000 吨/年碳纤维生产线一条，建设期 2-3 年；根据一期建设、投产情况及产能消化，结合市场需求进行二、三期建设，最终实现 10000 吨/年产量。目前公司的大丝束碳纤维依靠外购，2019 年原材料占碳梁营业成本的 93%，公司在包头大丝束建成投产后，依托包头电力、天然气、蒸汽等低成本能源，实现碳纤维低成本制造，提升盈利能力，同时自主化生产保障供应链安全，届时有望将降低公司碳梁成本的 20%左右，提高风电碳梁业务的盈利水平。公司在包头投资建设大丝束碳纤维项目，此外 2018 年公司与 VESTAS 签署《合作谅解备忘录》，就公司配合 VESTAS 的全球业务布局达成初步意向，未来拟在墨西哥建设碳梁工厂，以满足 VESTAS 全球叶片工厂对碳梁供应的时效性要求，提高公司碳梁业务的全球竞争力。目前包头项目进程顺利，预计未来 2-3 年，风电碳梁业务将持续发力，带动业绩持续稳定增长。

4、 盈利预测与投资建议

核心假设：

碳纤维及织物：我国正处于先进军机加速列装期，机械化建设目标下武器装备更新换代需求持续旺盛。高单价的小丝束研发进展顺利，公司募投项目将于 2020 年开始贡献收益，民品订单按预期增长。预计未来收入将保持快速增长，考虑到 2021 年民用碳纤维产线建成投产，碳纤维及织物整体毛利率有所回落。

风电碳梁：风电行业持续发展，VESTAS 交付量稳定增长，包头项目三期投产顺利，年产总量达 10000 吨，碳梁业务的市场份额随产量增长而提升，大丝束建成投产降低碳梁成本的 20%，毛利率水平显著提升。

预浸料：2019 年预浸料业务受传统体育休闲市场竞争激烈影响有所下滑，同时公司已成功研发了工装预浸料等新产品，预计 2020 年起预浸料业务重回增长轨道，毛利率保持稳定。

我们预测公司 2020-2022 年可实现归母净利润 6.53/ 8.27/10.56 亿元，分别同比增长 25.2%/26.7%/27.6%；EPS 分别为 1.26/1.6/2.04 元；当前股价对应 PE 分别为 44.2/34.9/27.4 倍。

参考可比上市公司，公司 2020/2021/2022 年动态 PE 估值处于可比上市公司平均估值水平，考虑到公司作为国内碳纤维行业龙头及军品订单持续放量，首次覆盖，给予“买入”评级。

表4：公司估值处于可比上市公司平均估值水平

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
300777.SZ	中简科技	31.62	13.36	54.33	47.4	34.75	90.42	60	40.7	30.21
600456.SH	宝钛股份	25.60	70.11	29.87	22.6	15.01	43.54	35.34	28.82	25.06
600862.SH	中航高科	15.50	81.41	-24.33	34.44	35.16	27.83	51.73	38.48	28.47
300034.SZ	钢研高纳	17.19	45.84	20.26	25.77	17.23	48.13	43.09	34.26	29.22
可比公司平均值							52.48	47.54	35.57	28.24
300699.SZ	光威复材	55.74	38.6	25.2	26.7	27.6	55.4	44.2	34.9	27.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（除光威复材，其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据，收盘价选用 2020 年 5 月 8 日）

5、 风险提示

募投项目投产低于预期，下游拓展需求不及预期，碳梁大丝束原材料供应风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2489	2713	4539	4357	6720
现金	504	869	1430	1817	2765
应收票据及应收账款	1142	277	1543	805	2203
其他应收款	2	2	4	4	6
预付账款	13	16	21	27	34
存货	180	297	290	452	460
其他流动资产	648	1252	1252	1252	1252
非流动资产	1098	1349	1555	1798	2104
长期投资	34	27	23	16	10
固定资产	579	549	775	1009	1275
无形资产	150	146	144	143	142
其他非流动资产	335	627	613	630	677
资产总计	3587	4063	6093	6154	8824
流动负债	390	473	2110	1512	3336
短期借款	0	0	1558	792	2515
应付票据及应付账款	277	385	429	600	664
其他流动负债	113	88	123	119	157
非流动负债	335	340	340	340	340
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	335	340	340	340	340
负债合计	725	813	2450	1852	3676
少数股东权益	0	4	4	4	4
股本	370	518	518	518	518
资本公积	1639	1517	1517	1517	1517
留存收益	900	1236	1652	2103	2683
归属母公司股东权益	2863	3245	3639	4298	5144
负债和股东权益	3587	4063	6093	6154	8824

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	237	753	-414	1744	-21
净利润	377	522	653	827	1056
折旧摊销	96	80	85	123	167
财务费用	3	7	41	65	79
投资损失	-28	7	-7	-8	-9
营运资金变动	-260	149	-1186	737	-1314
其他经营现金流	49	-11	0	0	0
投资活动现金流	48	-154	-283	-358	-465
资本支出	186	366	210	250	313
长期投资	200	189	4	8	6
其他投资现金流	433	401	-69	-101	-146
筹资活动现金流	-66	-181	-300	-234	-289
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	-0	0
普通股增加	2	148	0	0	0
资本公积增加	45	-123	0	0	0
其他筹资现金流	-113	-206	-300	-234	-289
现金净增加额	222	422	-997	1153	-775

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1364	1715	2200	2838	3638
营业成本	727	892	1096	1387	1704
营业税金及附加	21	19	24	32	40
营业费用	29	33	43	57	76
管理费用	65	91	110	136	182
研发费用	194	190	220	278	382
财务费用	3	7	41	65	79
资产减值损失	51	-6	0	0	0
其他收益	125	121	100	85	60
公允价值变动收益	0	23	0	0	0
投资净收益	28	-7	7	8	9
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	426	628	772	977	1244
营业外收入	6	1	4	3	3
营业外支出	10	21	14	16	16
利润总额	423	608	761	964	1231
所得税	46	86	108	137	175
净利润	377	522	653	827	1056
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归母净利润	377	522	653	827	1056
EBITDA	503	662	859	1110	1430
EPS(元)	0.73	1.01	1.26	1.60	2.04

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	43.6	25.8	28.3	29.0	28.2
营业利润(%)	65.5	47.3	22.9	26.6	27.3
归属于母公司净利润(%)	58.8	38.6	25.2	26.7	27.6
获利能力					
毛利率(%)	46.7	48.0	50.2	51.1	53.2
净利率(%)	27.6	30.4	29.7	29.1	29.0
ROE(%)	13.2	16.1	17.9	19.2	20.5
ROIC(%)	11.4	13.9	12.0	15.6	13.5
偿债能力					
资产负债率(%)	20.2	20.0	40.2	30.1	41.7
净负债比率(%)	-5.9	-16.3	12.8	-15.9	1.8
流动比率	6.4	5.7	2.2	2.9	2.0
速动比率	4.2	3.4	1.6	2.0	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	1.3	2.4	2.4	2.4	2.4
应付账款周转率	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	1.01	1.26	1.60	2.04
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	1.45	-0.80	3.36	-0.04
每股净资产(最新摊薄)	5.52	6.26	7.02	8.29	9.92
估值比率					
P/E	76.7	55.4	44.2	34.9	27.4
P/B	10.1	8.9	7.9	6.7	5.6
EV/EBITDA	57.1	42.2	33.7	25.0	20.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835