天风证券 TF SECURITIES

中材科技（002080）

证券研究报告
2019 年 08 月 22 日

风电业务大幅增长，整体经营情况向好

事件

公司发布 2019 年中期报告，公司实现营收 60.63 亿元，同比增长 27.74%；实现归母净利 6.52 亿元，同比增加 69.70%。其中公司 2019Q2 实现营收 34.07 亿元，同比增长 28%，实现归母净利 4.37 亿元，同比大幅增加 85.1%，较 2019Q1 增速进一步提升。

风电叶片景气向好，市占率有所提升

我们认为风电市场景气度回升，需求端支撑力度较强，公司风电叶片产业积极推动产品结构优化升级，引领行业技术进步，开发出多款高性能产品，同时公司在生产效率方面也有所提升，产品质量得到国际一流客户的充分认可。报告期内合计销售风电叶片 3201MW，同比大增 139%，实现销售收入 19.8 亿元，同比大增 134%，净利润 1.8 亿元，市场占有率进一步攀升，提高约 5 个百分点，本期公司叶片业务毛利率为 19.12%，较去年同期提升 7.95 个百分点，盈利能力显著提升。

玻纤业务运行稳健，差异化优势明显

报告期内合计销售玻璃纤维及其制品 41.9 万吨，实现营业收入 27.9 亿元，净利润 3.9 亿元。产品结构方面，根据市场需求变化和新材料、新产品发展趋势积极主动调整产品结构，优先确保风电、毡布市场供货，相关产品销量较上年同期大幅增长，伴随公司新区基地产能的投产，公司的产品生产效率有所提升，公司近期公告投资建设年产 9 万吨玻璃纤维生产线，有望进一步提升公司玻纤业务的综合竞争优势；同时，公司多个新产品销量增长，体现出了差异化的产品优势，比如公司在 HMG 及 S-1HM 高模风电产品及织物产销进一步扩大，特种热塑短切纤维产销比例扩大，5G 材料低介电短切纤维销量增加。

锂电隔膜持续加码，气瓶业务盈利提升

报告期内，公司在山东滕州建设的锂电池隔膜一期项目 4 条年产 6,000 万平米生产线运行状态良好，产品性能优越，并已为主流电池企业批量供货。同时，公司投资 15.5 亿元建设二期项目“年产 4.08 亿平方米动力锂电池隔膜生产线”。2019 年 8 月，公司向湖南中锂增资 9.97 亿元取得其 60%股权，迅速提高市场份额，深入绑定战略客户，加快实现锂电池隔膜产业战略规划，未来随着产业放量，将为公司带来新的利润增长点；同时公司气瓶业务盈利超预期，实现净利润 4019.53 万元，较上年同期增长超过 1000%，盈利大幅提升，公司气瓶产业主要围绕 CNG、氢燃料气瓶、储运等方向发展，率先研发完成国内最大容积 165L 及 320L 燃料电池氢气瓶，未来具有较好的发展前景。

盈利预测

我们预计公司 19 年、20 年归母净利为 13.80 亿元、15.62 亿元，EPS 为 0.82 元、0.93 元，对应 PE 为 12.38X、10.94X，维持“买入”评级。

风险提示：全球玻纤需求出现大幅下滑；风电装机、锂膜盈利不及预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,267.82	11,446.87	13,128.15	14,314.42	15,240.56
增长率(%)	14.48	11.48	14.69	9.04	6.47
EBITDA(百万元)	2,127.10	2,631.44	2,817.01	3,110.34	3,285.57
净利润(百万元)	767.28	934.14	1,379.90	1,561.98	1,698.86
增长率(%)	91.15	21.75	47.72	13.19	8.76
EPS(元/股)	0.46	0.56	0.82	0.93	1.01
市盈率(P/E)	22.26	18.29	12.38	10.94	10.06
市净率(P/B)	1.95	1.61	1.65	1.50	1.37
市销率(P/S)	1.66	1.49	1.30	1.19	1.12
EV/EBITDA	12.86	6.14	7.98	6.71	6.03

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,678.12
流通 A 股股本(百万股)	1,678.12
A 股总市值(百万元)	16,781.24
流通 A 股市值(百万元)	16,781.24
每股净资产(元)	5.89
资产负债率(%)	55.41
一年内最高/最低(元)	15.27/6.61

作者

盛昌盛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120002
shengchangsheng@tfzq.com
侯星辰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518090004
houxingchen@tfzq.com

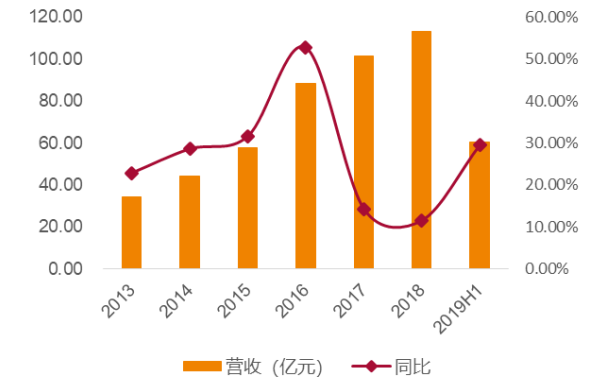
股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

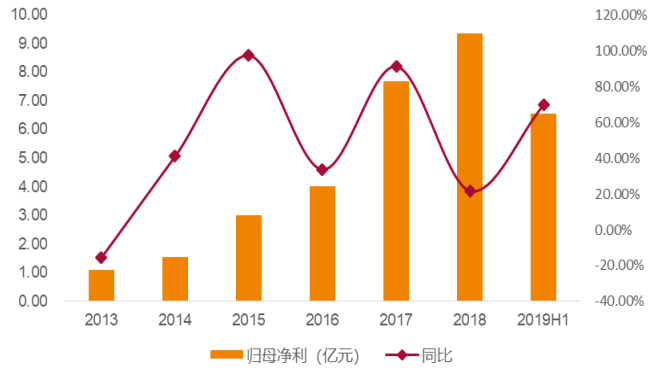
1 《中材科技-公司点评:增资湖南中锂，加码隔膜布局》 2019-08-01
2 《中材科技-公司点评:业绩增速超预期，叶片业务靓丽》 2019-07-12
3 《中材科技-公司点评:锂膜投资加码，公司前景向好》 2019-05-31

图 1：公司近年营收及同比情况



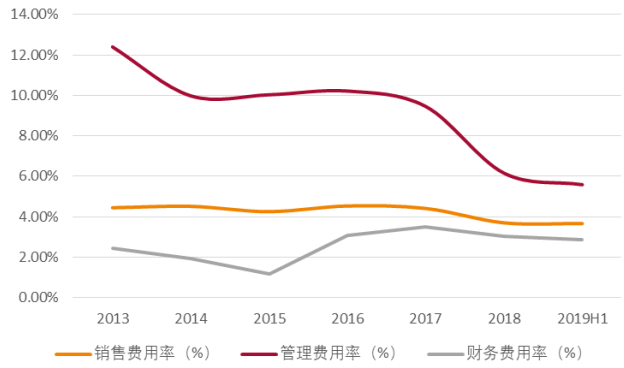
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利及同比情况



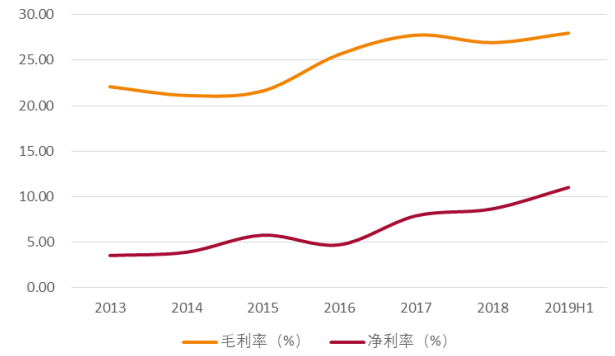
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：公司近年三项费用率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司近年毛利率、净利率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,373.39	1,208.59	2,231.79	2,862.88	3,726.93
应收票据及应收账款	5,161.98	5,664.38	6,388.88	6,012.10	7,191.23
预付账款	416.34	318.44	563.82	395.64	591.28
存货	1,831.18	1,707.78	2,346.78	1,982.03	2,672.86
其他	243.57	357.31	380.79	266.54	447.08
流动资产合计	**9,026.46**	**9,256.51**	**11,912.06**	**11,519.20**	**14,629.37**
长期股权投资	62.17	170.23	170.23	170.23	170.23
固定资产	11,005.09	11,451.50	11,394.42	11,144.51	10,765.91
在建工程	603.62	1,237.84	778.70	515.22	339.13
无形资产	1,235.81	1,397.27	1,324.09	1,250.92	1,177.75
其他	446.53	498.78	470.31	454.91	454.88
非流动资产合计	**13,353.23**	**14,755.61**	**14,137.76**	**13,535.80**	**12,907.91**
资产总计	**22,439.81**	**24,042.40**	**26,105.80**	**25,103.80**	**27,582.31**
短期借款	3,933.85	3,000.26	4,090.47	2,815.38	2,500.00
应付票据及应付账款	4,012.32	4,302.59	5,400.26	4,813.03	6,018.66
其他	1,627.59	1,602.60	2,301.42	1,741.61	2,139.30
流动负债合计	**9,573.75**	**8,905.46**	**11,792.15**	**9,370.02**	**10,657.96**
长期借款	2,430.09	2,781.67	2,200.00	2,500.00	2,500.00
应付债券	697.53	698.98	697.54	698.02	698.18
其他	613.79	638.11	609.48	620.46	622.69
非流动负债合计	**3,741.42**	**4,118.76**	**3,507.02**	**3,818.48**	**3,820.87**
负债合计	**13,315.17**	**13,024.22**	**15,299.17**	**13,188.50**	**14,478.82**
少数股东权益	351.86	383.43	435.10	524.93	623.28
股本	806.79	1,290.86	1,678.12	1,678.12	1,678.12
资本公积	5,635.78	5,225.22	5,225.22	5,225.22	5,225.22
留存收益	7,961.10	8,241.61	8,693.41	9,712.24	10,802.08
其他	(5,630.90)	(4,122.94)	(5,225.22)	(5,225.22)	(5,225.22)
股东权益合计	**9,124.64**	**11,018.18**	**10,806.63**	**11,915.30**	**13,103.48**
负债和股东权益总	**22,439.81**	**24,042.40**	**26,105.80**	**25,103.80**	**27,582.31**

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**10,267.82**	**11,446.87**	**13,128.15**	**14,314.42**	**15,240.56**
营业成本	7,418.55	8,364.24	9,137.19	9,876.95	10,515.99
营业税金及附加	143.08	151.13	131.28	143.14	152.41
营业费用	447.01	418.34	459.49	501.00	533.42
管理费用	957.03	695.72	748.30	815.92	868.71
研发费用	3.01	355.97	406.97	443.75	472.46
财务费用	356.30	344.51	398.49	444.85	435.67
资产减值损失	72.55	24.70	94.29	106.87	106.87
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.84	29.36	17.00	17.00	17.00
其他	(164.36)	(227.43)	(34.00)	(34.00)	(34.00)
营业利润	**1,018.80**	**1,290.32**	**1,769.14**	**1,998.93**	**2,172.04**
营业外收入	38.73	127.51	30.00	30.00	30.00
营业外支出	73.28	239.52	70.00	70.00	70.00
利润总额	**984.25**	**1,178.31**	**1,729.14**	**1,958.93**	**2,132.04**
所得税	173.74	186.69	269.75	305.59	332.60
净利润	**810.52**	**991.62**	**1,459.39**	**1,653.34**	**1,799.44**
少数股东损益	43.23	57.48	79.49	91.36	100.58
归属于母公司净利润	**767.28**	**934.14**	**1,379.90**	**1,561.98**	**1,698.86**
每股收益（元）	0.46	0.56	0.82	0.93	1.01

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	810.52	991.62	1,379.90	1,561.98	1,698.86
折旧摊销	900.50	833.43	649.38	666.56	677.86
财务费用	322.11	344.34	398.49	444.85	435.67
投资损失	(15.84)	(29.36)	(17.00)	(17.00)	(17.00)
营运资金变动	(2,280.17)	(747.05)	35.97	(1.94)	(661.07)
其它	1,033.12	185.69	79.49	91.36	100.58
经营活动现金流	**770.23**	**1,578.67**	**2,526.23**	**2,745.81**	**2,234.91**
资本支出	1,992.69	2,135.15	88.64	69.02	47.78
长期投资	26.32	108.06	0.00	0.00	0.00
其他	(3,526.99)	(3,975.60)	(157.34)	(124.83)	(77.00)
投资活动现金流	**(1,507.98)**	**(1,732.39)**	**(68.71)**	**(55.81)**	**(29.23)**
债权融资	7,606.15	7,053.90	7,689.00	6,619.62	6,324.91
股权融资	(242.29)	833.24	(1,493.91)	(438.00)	(428.82)
其他	(7,289.08)	(7,871.65)	(7,629.41)	(8,240.51)	(7,237.72)
筹资活动现金流	**74.78**	**15.49**	**(1,434.33)**	**(2,058.90)**	**(1,341.63)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(662.97)**	**(138.23)**	**1,023.20**	**631.10**	**864.05**

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	14.48%	11.48%	14.69%	9.04%	6.47%
营业利润	188.31%	26.65%	37.11%	12.99%	8.66%
归属于母公司净利润	91.15%	21.75%	47.72%	13.19%	8.76%
获利能力					
毛利率	27.75%	26.93%	30.40%	31.00%	31.00%
净利率	7.47%	8.16%	10.51%	10.91%	11.15%
ROE	8.75%	8.78%	13.30%	13.71%	13.61%
ROIC	9.53%	9.25%	11.18%	13.09%	14.49%
偿债能力					
资产负债率	59.34%	54.17%	58.60%	52.54%	52.49%
净负债率	68.31%	53.05%	50.50%	31.53%	19.83%
流动比率	0.95	1.04	1.01	1.23	1.38
速动比率	0.76	0.85	0.82	1.02	1.13
营运能力					
应收账款周转率	2.22	2.11	2.18	2.31	2.31
存货周转率	6.18	6.47	6.48	6.61	6.55
总资产周转率	0.48	0.49	0.52	0.56	0.58
每股指标（元）					
每股收益	0.46	0.56	0.82	0.93	1.01
每股经营现金流	0.46	0.94	1.51	1.64	1.33
每股净资产	5.23	6.34	6.18	6.79	7.44
估值比率					
市盈率	22.26	18.29	12.38	10.94	10.06
市净率	1.95	1.61	1.65	1.50	1.37
EV/EBITDA	12.86	6.14	7.98	6.71	6.03
EV/EBIT	21.97	8.87	10.37	8.55	7.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com