

评级: 增持(维持)

市场价格: 21.57

分析师: 孙颖

执业证书编号: S0740519070002

电话: 021-20315782

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

分析师: 苏晨

执业证书编号: S0740519050003

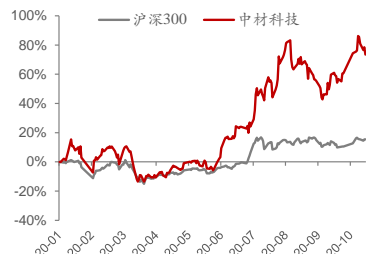
Email: suchen@r.qlzq.com.cn

研究助理: 朱晋潇

Email: zhujx@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,678
流通股本(百万股)	1,678
市价(元)	21.57
市值(亿元)	362.0
流通市值(亿元)	362.0

股价与行业-市场走势对比

相关报告

【公司点评】业绩超预期, 风电叶片高增, 玻纤供需向上 20201014

【公司点评】玻纤和叶片单位净利同比大幅提升, 锂电隔膜市占率逆势提升 20200820

【公司点评】三大主业业绩均超预期, 锂电隔膜望带动长期发展 20200708

【公司点评】叶片、锂电隔膜盈利超预期, 玻纤稳定性强 (20200318)

【公司深度】“乘风”破浪, 风电叶片龙头重回高速增长通道 (20190318)

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,447	13,590	17,201	17,672	18,946
增长率 yoy%	11.48%	18.73%	26.56%	2.74%	7.21%
净利润(百万元)	934	1,380	2,200	2,628	3,155
增长率 yoy%	21.75%	47.73%	59.43%	19.44%	20.06%
每股收益(元)	0.56	0.82	1.31	1.57	1.88
净资产收益率	8.78%	11.77%	16.41%	17.13%	17.78%
P/E	39.84	26.97	16.92	14.16	11.80
PEG	1.00	0.85	0.41	0.35	0.37
P/B	3.50	3.18	2.78	2.43	2.10

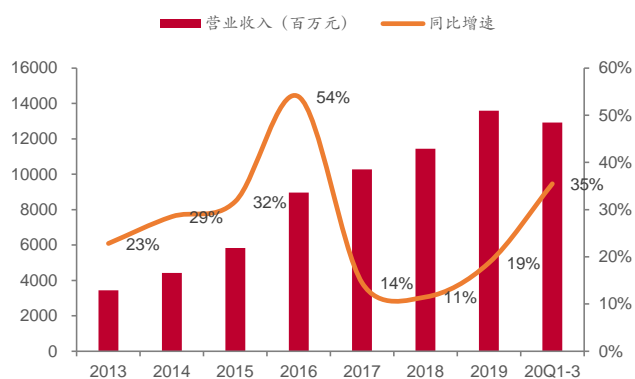
备注: 股价取自 2020 年 10 月 21 日收盘价

投资要点

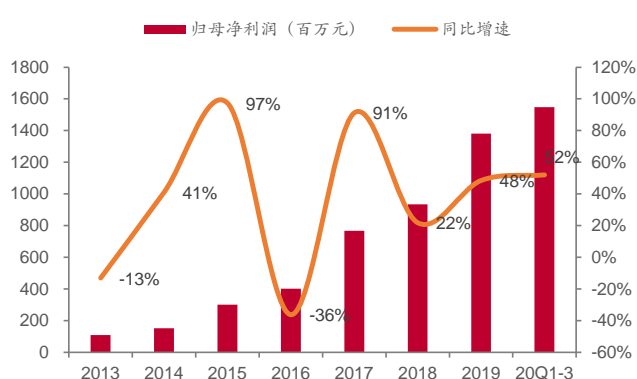
- 事件: 10月21日公司发布20年三季报。20Q1-Q3 营收 129.2 亿元, 同比+35.5%; 归母净利 15.48 亿元, 同比+52.0%; 扣非归母净利 14.26 亿元, 同比+50.0%。20Q3 营收 53.32 亿元, 同比+53.6%; 归母净利 6.25 亿元, 同比+72%; 扣非归母净利润 6.01 亿元, 同比+72%。
- **Q3 风电持续高增、玻纤基本面改善开启、锂电隔膜或已进入盈利拐点期。毛利率和净利率均有提升。**
 - 风电: 市场需求旺盛, 公司大叶片产能释放, 产销量和盈利能力提升, 预计 Q3 净利润环比增加。
 - 玻纤: 国内需求向好, 前三季度产销量及盈利均逆势增长, 预计 Q3 净利润环比持平。
 - 锂电隔膜: 产能和市占率迅速提升+大客户占比提升+海外出口大幅增加, 预计盈利或将进入拐点期。
 - 20Q1-3 毛利率 27.87%, 同比+0.3pct; 期间费用率 14.04%, 同比-0.9pct; 净利率 11.98%, 同比+1.3pct。
 - 20Q3 毛利率 27.54%, 同比+0.8pct; 期间费用率 12.9%, 同比-0.1pct; 净利率 12.01%, 同比+1pct。
- **站在当前时点, 我们继续看好公司未来成长持续性。**
- **玻纤: 行业已处于上行周期, 提价具有持续性, 看好未来几年行业供需向上, 龙头企业除受益于行业, 有自身内生长性(成本下降和高端占比提升), beta 和 alpha 兼备。**
 - 需求端, 核心是国内经济在基建拉动下已率先复苏, 海外主要经济体在刺激计划下有望陆续复苏(20年美国、欧洲、日本财政刺激规模加大, 美国重启 QE、欧盟负利率等)。各细分领域看, 风电稳定, 汽车、电子、建筑建材、家电等领域边际转好。
 - 供给端, 新增产能较少, 预计明年 2%左右的增长, 未来几年龙头企业进入冷修技改大周期。
- **风电叶片: 收入和利润预计大幅增长。核心是风电产业链持续高景气, 公司是风电抢装最受益的龙头之一, 产品结构升级助力均价和毛利率保持平稳。**
 - 2020 年风电新增装机或达 33GW, 同增约 28%。2021 年整体需求将呈现一定程度的下滑, 但我们认为幅度可控, 需求延续性将一定程度维持, 边际看海上、海外风电及产品结构调整, 对冲行业的周期性。
 - 十四五年均装机 50GW 以上(据《风能行业北京宣言》); 能源局提出要更

大力度发展风电。

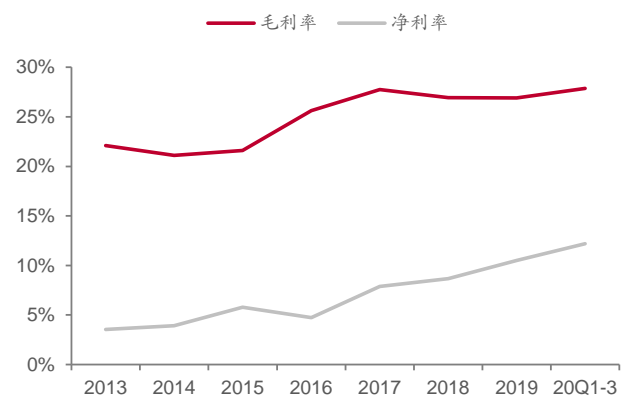
- **锂电隔膜:** 公司锂电隔膜业务随着客户市占率稳定进入常态, 产能爬坡及良品率提升。我们预计下半年订单高增态势有望延续, 业绩有望持续超预期。2021 年有望形成 15-16 亿平的产能, 产能利用率上来后, 盈利提升会较快。
- **投资建议:** 我们认为公司 2020 年风电叶片业务有望高增, 玻纤原纱盈利也将有所上涨, 锂电隔膜业务逐渐放量有望贡献新的业绩增量。由于公司 Q3 三大主业业绩超预期, 我们预计公司 2020-2021 净利润分别为 22.0 和 26.3 亿, 对应 PE17 和 14X, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 玻纤需求大幅下滑, 新增供给过高, 玻纤原纱价格大幅下滑; 风电装机大幅下滑; 锂电隔膜业务不及预期。

图表 1: 20Q1-3 营收 129.2 亿元, 同比+35.5%


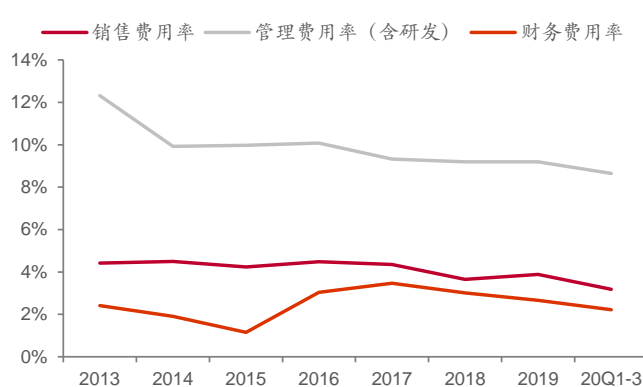
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 2: 20Q1-3 归母净利 15.48 亿元, 同比+52%


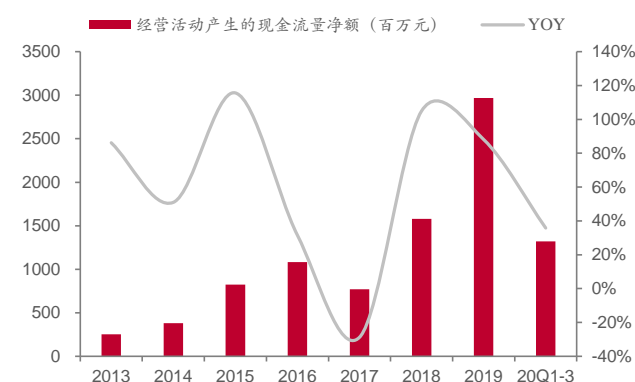
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 3: 20Q1-3 毛利率 27.87%, 同比+0.3pct


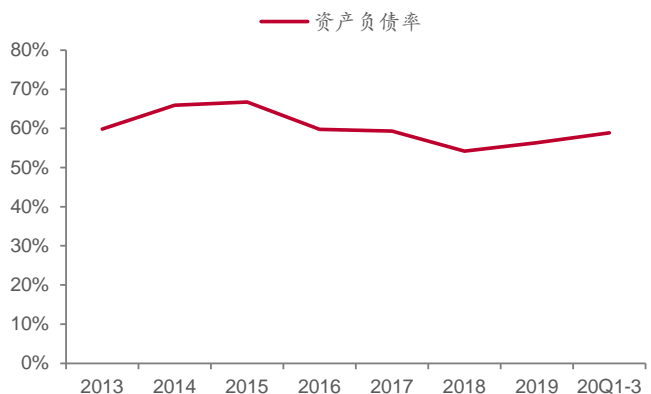
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 4: 20Q1-3 期间费用率 14.04%, 同比-0.9pct


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 5: 20Q1-3 经营活动现金净流量同比+35.8%


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 6: 20Q3 资产负债率 58.9%, 较年初+2.54%


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 7: 中材科技核心财务数据

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	11,447	13,590	17,201	17,672	18,946	货币资金	1,209	1,655	2,095	2,152	2,307
增长率	11.5%	18.7%	26.6%	2.7%	7.2%	应收账款	5,747	3,512	8,206	3,833	9,074
营业成本	-8,364	-9,935	-12,369	-12,253	-12,720	存货	1,708	2,151	2,653	2,106	2,835
% 销售收入	73.1%	73.1%	71.9%	69.3%	67.1%	其他流动资产	624	3,305	3,563	3,300	3,587
毛利	3,083	3,656	4,832	5,420	6,226	流动资产	9,287	10,624	16,517	11,391	17,803
% 销售收入	26.9%	26.9%	28.1%	30.7%	32.9%	% 总资产	38.6%	36.3%	47.0%	37.3%	48.9%
营业税金及附加	-151	-147	-186	-191	-204	长期投资	314	483	528	564	605
% 销售收入	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	11,451	13,670	13,453	13,879	13,306
营业费用	-418	-528	-654	-645	-692	% 总资产	47.6%	46.7%	38.3%	45.5%	36.5%
% 销售收入	3.7%	3.9%	3.8%	3.7%	3.7%	无形资产	1,397	1,559	1,605	1,640	1,665
管理费用	-696	-734	-1,049	-1,078	-1,156	非流动资产	14,756	18,662	18,601	19,112	18,624
% 销售收入	6.1%	5.4%	6.1%	6.1%	6.1%	% 总资产	61.4%	63.7%	53.0%	62.7%	51.1%
息税前利润 (EBIT)	1,817	2,247	2,944	3,506	4,174	资产总计	24,042	29,285	35,118	30,503	36,427
% 销售收入	15.9%	16.5%	17.1%	19.8%	22.0%	短期借款	3,000	3,529	6,236	5,246	5,809
财务费用	-345	-361	-396	-442	-474	应付款项	4,783	5,450	7,522	5,227	8,078
% 销售收入	3.0%	2.7%	2.3%	2.5%	2.5%	其他流动负债	1,123	2,673	2,673	2,673	2,673
资产减值损失	25	-108	0	0	0	流动负债	8,905	11,652	16,431	13,145	16,559
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	长期贷款	2,782	3,358	3,358	0	0
投资收益	29	-7	0	0	0	其他长期负债	1,337	1,495	787	787	787
% 税前利润	2.1%	—	0.0%	0.0%	0.0%	负债	13,024	16,504	20,575	13,932	17,346
营业利润	1,527	1,771	2,548	3,064	3,700	普通股股东权益	10,635	11,720	13,405	15,340	17,740
营业利润率	13.3%	13.0%	14.8%	17.3%	19.5%	少数股东权益	383	1,061	1,138	1,231	1,342
营业外收支	-112	107	107	107	107	负债股东权益合计	24,042	29,285	35,118	30,503	36,427
税前利润	1,415	1,879	2,655	3,172	3,808	比率分析					
利润率	12.4%	13.8%	15.4%	17.9%	20.1%		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	-187	-237	-378	-451	-542	每股指标					
所得税率	13.2%	12.6%	14.2%	14.2%	14.2%	每股收益 (元)	0.56	0.82	1.31	1.57	1.88
净利润	992	1,428	2,277	2,720	3,266	每股净资产 (元)	6.34	6.98	7.99	9.14	10.57
少数股东损益	57	49	77	92	111	每股经营现金净流 (元)	0.94	1.77	0.25	4.31	0.92
归属于母公司的净利润	934	1,380	2,200	2,628	3,155	每股股利 (元)	0.19	0.19	0.30	0.41	0.45
净利率	8.2%	10.2%	12.8%	14.9%	16.7%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	8.78%	11.77%	16.41%	17.13%	17.78%
净利润	992	1,428	2,277	2,720	3,266	总资产收益率	4.12%	4.88%	6.48%	8.92%	8.96%
加: 折旧和摊销	833	1,111	1,032	1,159	1,210	投入资本收益率	9.25%	10.07%	13.66%	13.76%	18.39%
资产减值准备	25	110	0	0	0	增长率					
公允价值变动损失	0	-1	0	0	0	营业总收入增长率	11.48%	18.73%	26.56%	2.74%	7.21%
财务费用	344	368	396	442	474	EBIT增长率	46.30%	28.93%	25.30%	19.11%	19.05%
投资收益	-29	7	0	0	0	净利润增长率	21.75%	47.73%	59.43%	19.44%	20.06%
少数股东损益	57	49	77	92	111	总资产增长率	7.14%	21.81%	19.92%	-13.14%	19.42%
营运资金的变动	-751	-1,670	-3,287	2,904	-3,406	资产管理能力					
经营活动现金净流	1,579	2,970	418	7,225	1,544	应收账款周转天数	94.0	86.0	86.0	86.0	86.0
固定资本投资	-1,081	-3,115	-860	-1,489	-520	存货周转天数	55.6	51.1	50.3	48.5	46.9
投资活动现金净流	-1,732	-3,282	-1,066	-1,686	-723	应付账款周转天数	105.9	105.9	105.9	105.9	105.9
股利分配	-314	-314	-500	-692	-755	固定资产周转天数	353.1	332.7	283.8	278.4	258.3
其他	329	1,033	1,588	-4,789	89	偿债能力					
筹资活动现金净流	15	719	1,088	-5,482	-666	净负债/股东权益	49.00%	48.80%	56.24%	22.19%	21.17%
现金净流量	-138	407	440	57	155	EBIT利息保障倍数	5.3	6.5	7.4	7.9	8.8
						资产负债率	54.17%	56.36%	58.59%	45.68%	47.62%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。