

中材科技(002080)

风电叶片持续向好, 玻纤内生改善明显

评级: 增持(维持)

市场价格: 10.00

分析师: 孙颖

执业证书编号: S0740519070002

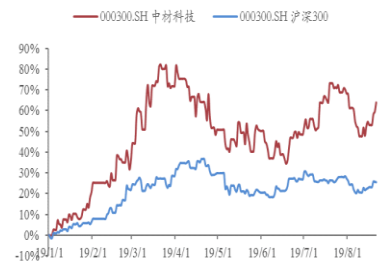
电话: 021-20315782

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

研究助理: 祝仲宽

基本状况

总股本(亿股)	16.78 亿
流通股本(亿股)	16.78 亿
市价(元)	10.00 元
市值(亿元)	168 亿
流通市值(亿元)	168 亿

股价与行业-市场走势对比

相关报告

【深度】中材科技-“乘风”破浪，风电叶片龙头重回高速增长通道 (20190319)

【深度】中材科技-从叶片龙头到复合材料翘楚，2018 再续新篇 (“两材”系列报告) (20180127)

【业绩快报点评】中材科技: 玻纤景气促业绩高增，18 年各业务集中发力-20180202

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,268	11,447	13,726	15,955	18,509
增长率 yoy%	14.48%	11.48%	19.91%	16.24%	16.01%
归母净利润(百万元)	767	934	1,417	1,721	2,029
增长率 yoy%	91.15%	21.75%	51.73%	21.42%	17.88%
每股收益(元)	0.46	0.56	0.84	1.03	1.21
每股现金流量	0.46	0.94	0.96	1.73	1.51
净资产收益率	8.75%	8.78%	13.39%	14.55%	15.24%
P/E	21.87	17.96	11.84	9.75	8.27
PEG	0.70	0.61	0.23	0.31	0.28
P/B	1.91	1.58	1.59	1.42	1.26

备注:

投资要点

- **事件:** 中材科技发布 2019 年半年报, 公司实现营业收入 60.63 亿元, 同比增长 27.74%; 实现归母净利 6.52 亿元, 同比增长 69.70%; 扣非后归母净利润为 6.14 亿元, 同比增长 73.11%。经营活动产生的现金流量净额为 4.19 亿元, 同比增长 15.86%。分季度看, 2019Q2 营收为 34.07 亿元, 同比增速为 28.01%; 归母净利 4.37 亿元, 同比增速为 85.07%。公司各业务板块全面实现盈利, 主导产业经营情况持续向好。
- **点评:**
- **风电景气上行, 充分受益大功率大叶型叶片的结构化紧缺, 上半年风电叶片量、利均实现大幅增长。** 18 年上半年由于产业迭代升级且新叶型产能处于爬坡阶段, 叶片销量实现负增长, 从而盈利为负。今年上半年受益于行业景气上行, 产品结构和产能布局调整效果显著, 上半年叶片销售达到 3.20GW, 同比实现大幅增长 139%。叶片大型化(大功率大叶型叶片占比超过 20%)及供需偏紧共同驱动风电叶片收入大幅提升(营业收入为 19.8 亿元, 同比增长 134%)。叠加成本下降, 实现扭亏为盈, 净利润为 1.8 亿元, 占公司上半年总盈利约 27%。展望未来, 受益于行业景气度持续上行, 行业龙头中材叶片产品结构中高端化以及大型叶片供需偏紧使得公司近年来单 MW 价格呈现上升趋势, 公司将继续利用技术、成本和产品优势进一步提高市占率, 且由于结构变化和规模效应, 毛利率将明显提升, 盈利能力有望大幅提升。
- **受益成本和费用端改善, 玻纤盈利同比持平。** 玻纤上半年实现销量 41.9 万吨, 同比增长 4.7%; 营收为 27.9 亿元, 同比下滑 1.1%; 价格同比下滑接近 6%。由于行业新增产能冲击及需求不确定性, 行业持续磨底, 中低端产品价格持续下行。但由于公司中高端产品占比较高, 且持续推进降本增效带来成本和费用的内生改善, 公司主要产品包括风电纱、热塑纱和高端电子纱均实现较高盈利, 上半年盈利 3.9 亿元, 较上年同期持平(18H 玻纤盈利为 3.95 亿元), 单位净利略有下滑, 现为 931 元/吨。环比来看, 二季度由于产品结构变化, 均价有所提高, 成本持续改善致单位净利环比提升约 300 元/吨。
- **行业层面, 预计三季度玻纤价格逐步探底, 四季度环比或将有所改善。** 从供给端来说, 季度边际新增产能逐步减少, 虽需求增速可能略有下滑, 但仍然保持增长, 我们预计基本面将环比逐季有所改善。从目前主要企业经营情况来看, 对于全市场竞争的无碱粗纱产品, 当前价格(巨石 4200-4300 元/吨左右)巨石财务上不赚钱, 行业新进入者和部分成本较高者预计处于亏现金流水平, 我们预计无碱粗纱继续下行的幅度有限。中高端产品中, 电子纱价格处于历史

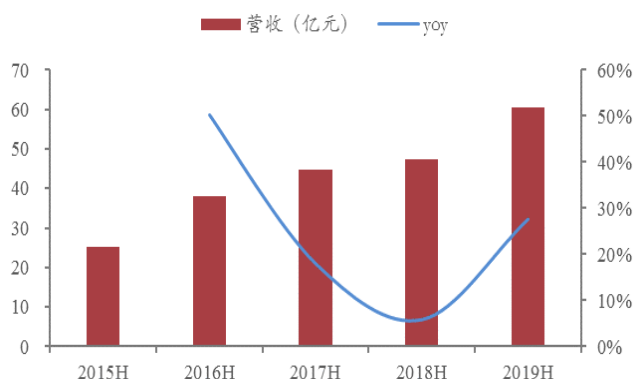
底部位置且主要企业皆不赚钱，且随着 5G 对于部分高端电子纱的拉动，价格继续下降的空间有限，有望逐步回升；风电行业全球景气较好，国内这一两年抢装明显，预计风电纱价格将持续保持较好水平；用于汽车领域的热塑纱，随着汽车销量边际有所好转，后续将传递到产量端以及对玻纤的需求端，逐季边际好转值得期待。

- **锂电隔膜实现扭亏为盈。**截止目前，公司 4 条合计 2.4 亿平产能的产线运行状态良好，良率不断提升，产能加速释放，国内外主流客户开拓顺利（CATL 和亿纬锂能），实现批量销售，上半年已实现微幅盈利。19 年 8 月公司出资 9.97 亿元增资湖南中锂，产能及市场份额得到迅速提升，助力公司实现锂电隔膜产业龙头战略。随着国内外客户的积极开拓以及产能的后续释放，锂电隔膜的盈利能力有望快速提升。
- **费用率管控得当，净利率稳步提升：**报告期内公司综合毛利率为 27.97%，同比下降 0.36 个百分点。公司上半年销售、管理、研发和财务费用率分别为 3.67%、5.59%、3.19%和 2.85%，整体费用率较上期下降 2.62pct。归母净利润率为 10.76%，同比提高 2.66pct，得益于公司管理及财务费用率进一步下降。
- **投资建议：**1、**风电叶片：**行业景气上行，产品结构和产能布局调整效果显著，充分受益于大功率大叶型叶片的结构化紧缺；2、**玻纤：**行业供需有望逐季好转，公司通过持续优化产能及产品结构、深入推进降本增效以及新产品逐步放量，公司主要产品，包括细纱、风电纱及热塑纱均保持较高的盈利水平；3、**锂电池隔膜：**滕州新生产线运转情况良好，良率不断提升，产能加速释放，国内外主流客户开拓顺利，实现批量销售；4、**气瓶：**受益于新产品放量及行业复苏，气瓶产业盈利能力大幅提升。
- **我们认为中材科技风电叶片业务 2019 年有望保持高增，玻纤原纱盈利维持稳定，锂电隔膜业务逐渐放量有望贡献新的业绩增量。我们预计公司 2019-2020 净利润分别为 14.2 和 17.2 亿，对应 PE11.8，9.7X，给予“增持”评级。**
- **风险提示：**玻纤新增产能投放超预期，导致各产品价格大幅下滑；环保淘汰玻纤落后产能不及预期；未来几年风电新增装机不及预期，公司叶片业务受影响；相同型号叶片价格下滑超预期；锂电隔膜生产和销售不及预期，价格下降幅度超预期。

图表目录

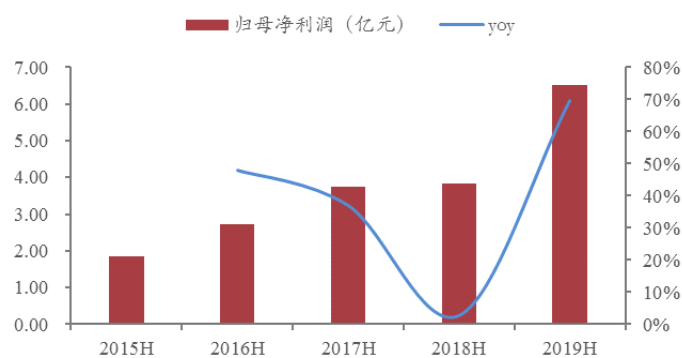
图表 1: 2019H 营收增速为 27.74%.....	- 3 -
图表 2: 2019H 归母净利增速为 69.70%.....	- 3 -
图表 3: 2019 单二季度营收增速为 28.01%.....	- 3 -
图表 4: 2019 单二季度归母净利增速为 85.07%.....	- 3 -
图表 5: 毛利率保持稳定, 净利率显著提升.....	- 4 -
图表 6: 管理(包含研发)和财务费用率显著下降.....	- 4 -
图表 7: 经营活动产生的净现金流量与归母净利润比值为 64.2%.....	- 4 -
图表 8: 资产负债率继续维持稳定, 2019H 为 55.4%.....	- 4 -
图表 9: 中材科技核心财务数据.....	- 5 -

图表 1: 2019H 营收增速为 27.74%



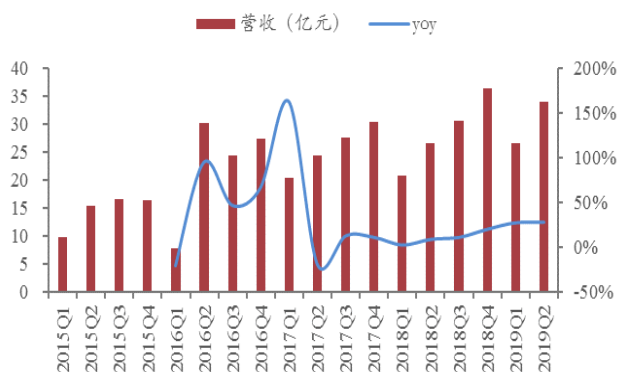
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 2: 2019H 归母净利增速为 69.70%



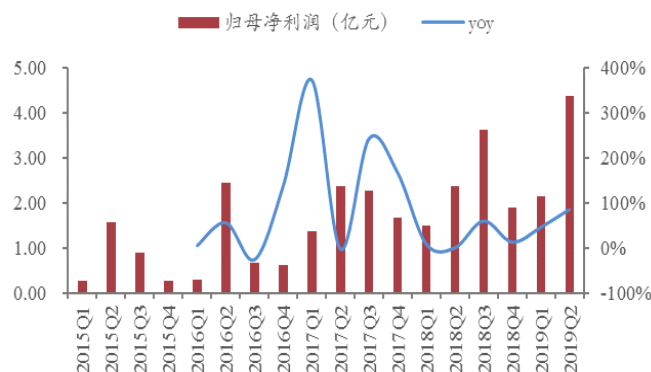
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 3: 2019 单二季度营收增速为 28.01%



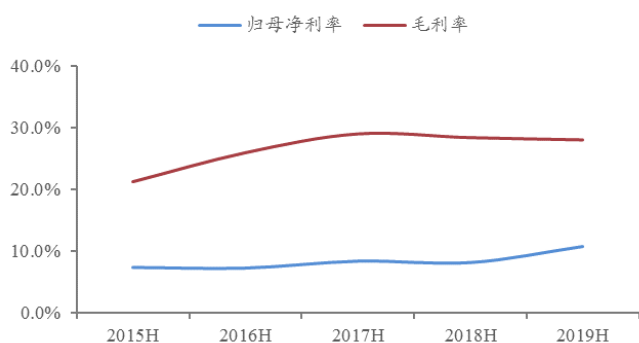
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 4: 2019 单二季度归母净利增速为 85.07%



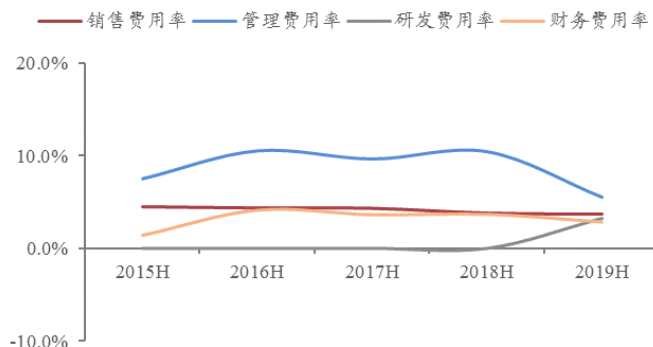
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 5: 毛利率保持稳定, 净利率显著提升



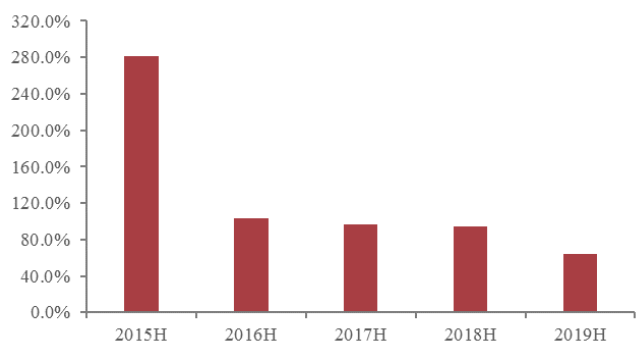
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 6: 管理(包含研发)和财务费用率显著下降



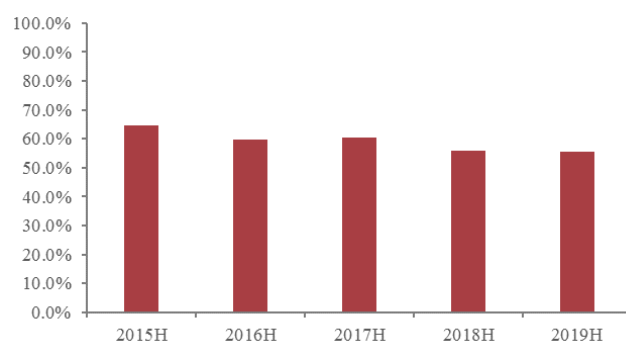
来源: Wind、中泰证券研究所 (备注: 2018 年以前研发费用包含在管理费用中, 因会计准则调整, 18 年起研发费用单独列示)

图表 7: 经营活动产生的净现金流量与归母净利润比值为 64.2%



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 8: 资产负债率继续维持稳定, 2019H 为 55.4%



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 9: 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)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	10,268	11,447	13,726	15,955	18,509	货币资金	1,373	1,209	1,449	1,685	1,954
增长率	14.5%	11.5%	19.9%	16.2%	16.0%	应收款项	5,311	5,747	7,513	7,899	9,980
营业成本	-7,419	-8,364	-9,756	-11,230	-12,987	存货	1,831	1,708	2,420	2,331	3,163
% 销售收入	72.3%	73.1%	71.1%	70.4%	70.2%	其他流动资产	571	624	844	753	998
毛利	2,849	3,083	3,970	4,725	5,522	流动资产	9,087	9,287	12,226	12,669	16,096
% 销售收入	27.7%	26.9%	28.9%	29.6%	29.8%	% 总资产	40.5%	38.6%	45.1%	46.1%	52.6%
营业税金及附加	-143	-151	-82	-81	-94	长期投资	178	314	345	386	415
% 销售收入	1.4%	1.3%	0.6%	0.5%	0.5%	固定资产	11,005	11,451	11,370	11,115	10,748
营业费用	-447	-418	-522	-606	-703	% 总资产	49.0%	47.6%	41.9%	40.5%	35.1%
% 销售收入	4.4%	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%	无形资产	1,236	1,397	1,477	1,548	1,611
管理费用	-957	-696	-1,263	-1,468	-1,703	非流动资产	13,353	14,756	14,911	14,786	14,531
% 销售收入	9.3%	6.1%	9.2%	9.2%	9.2%	% 总资产	59.5%	61.4%	54.9%	53.9%	47.4%
息税前利润 (EBIT)	1,302	1,817	2,104	2,570	3,022	资产总计	22,440	24,042	27,136	27,455	30,627
% 销售收入	12.7%	15.9%	15.3%	16.1%	16.3%	短期借款	3,934	3,000	5,484	6,362	6,406
财务费用	-356	-345	-316	-399	-463	应付款项	4,543	4,783	6,369	6,329	8,443
% 销售收入	3.5%	3.0%	2.3%	2.5%	2.5%	其他流动负债	1,097	1,123	1,123	1,123	1,123
资产减值损失	73	25	0	0	0	流动负债	9,574	8,905	12,976	13,813	15,972
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	2,430	2,782	2,469	601	0
投资收益	16	29	0	0	0	其他长期负债	1,311	1,337	638	638	638
% 税前利润	1.6%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	13,315	13,024	16,083	15,053	16,610
营业利润	1,034	1,527	1,788	2,171	2,559	普通股股东权益	8,773	10,635	10,583	11,825	13,316
营业利润率	10.1%	13.3%	13.0%	13.6%	13.8%	少数股东权益	352	383	471	577	701
营业外收支	-35	-112	0	0	0	负债股东权益合计	22,440	24,042	27,136	27,455	30,627
税前利润	1,000	1,415	1,788	2,171	2,559						
利润率	9.7%	12.4%	13.0%	13.6%	13.8%	比率分析					
所得税	-174	-187	-283	-344	-405						
所得税率	17.4%	13.2%	15.8%	15.8%	15.8%	每股指标					
净利润	811	992	1,505	1,827	2,154	每股收益 (元)	0.46	0.56	0.84	1.03	1.21
少数股东损益	43	57	87	106	125	每股净资产 (元)	5.23	6.34	6.31	7.05	7.94
归属于母公司的净利润	767	934	1,417	1,721	2,029	每股经营现金净流 (元)	0.46	0.94	0.96	1.73	1.51
净利率	7.5%	8.2%	10.3%	10.8%	11.0%	每股股利 (元)	0.14	0.14	0.22	0.29	0.32
						回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	8.75%	8.78%	13.39%	14.55%	15.24%
净利润	811	992	1,505	1,827	2,154	总资产收益率	3.61%	4.12%	5.54%	6.65%	7.03%
加: 折旧和摊销	901	833	863	918	966	投入资本收益率	9.53%	9.25%	10.82%	12.27%	14.35%
资产减值准备	73	25	0	0	0	增长率					
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	营业总收入增长率	14.48%	11.48%	19.91%	16.24%	16.01%
财务费用	322	344	316	399	463	EBIT增长率	98.93%	46.30%	15.45%	22.16%	17.59%
投资收益	-16	-29	0	0	0	净利润增长率	91.15%	21.75%	51.73%	21.42%	17.88%
少数股东损益	43	57	87	106	125	总资产增长率	9.05%	7.14%	12.87%	1.17%	11.55%
营运资金的变动	-2,286	-751	-1,078	-234	-1,044	资产管理能力					
经营活动现金净流	770	1,579	1,606	2,909	2,538	应收账款周转天数	91.7	94.0	94.0	94.0	94.0
固定资本投资	-1,010	-1,081	-860	-603	-520	存货周转天数	58.3	55.6	54.1	53.6	53.4
投资活动现金净流	-1,508	-1,732	-1,053	-805	-711	应付账款周转天数	100.8	105.9	103.4	104.7	104.0
股利分配	-242	-242	-367	-478	-538	固定资产周转天数	361.1	353.1	299.3	253.7	212.6
其他	317	258	55	-1,390	-1,019	偿债能力					
筹资活动现金净流	75	15	-312	-1,868	-1,558	净负债/股东权益	70.11%	50.87%	61.90%	45.00%	35.85%
现金净流量	-663	-138	241	235	270	EBIT利息保障倍数	3.5	5.3	6.7	6.4	6.5
						资产负债率	59.34%	54.17%	59.27%	54.83%	54.23%

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。