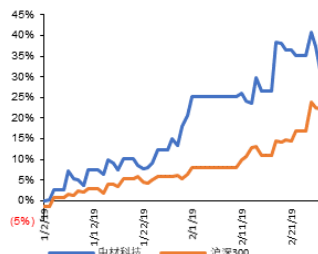


中材科技(002080)
业绩超预期，风电叶片趋势向好，玻纤成本内生改善
评级：增持
市场价格：
分析师：张璇
执业证书编号：S0740518010001
电话：021-20315169
Email：zhangyan@r.qlzq.com.cn
研究助理：孙颖
电话：021-20315782
Email：sunying@r.qlzq.com.cn
研究助理：祝仲宽
基本状况

总股本(亿股)	12.91
流通股本(亿股)	6.4
市价(元)	10.65
市值(亿元)	137
流通市值(亿元)	68.16

股价与行业-市场走势对比

相关报告

【深度】中材科技-从叶片龙头到复材翘楚，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	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,969	10,268	11,457	13,947	16,218
增长率 yoy%	53.90%	14.48%	11.59%	21.73%	16.28%
净利润(百万元)	401	767	957	1,235	1,457
增长率 yoy%	33.67%	91.15%	24.69%	27.71%	17.95%
每股收益(元)	0.31	0.59	0.74	0.96	1.13
每股现金流量	0.84	0.60	2.36	0.45	3.41
净资产收益率	5.02%	8.75%	10.11%	10.98%	11.88%
P/E	34.25	17.92	14.37	11.13	9.44
PEG	0.75	0.75	0.32	0.24	0.40
P/B	1.72	1.57	1.45	1.22	1.12

备注：

投资要点

- **事件：公司发布 2018 年业绩快报，实现营收 114.57 亿元，同比增长 11.58%；营业利润 13.23 亿元，同比增长 29.86%；利润总额为 12.04 亿元，同比增长 22.37%；归母净利润 9.57 亿元，同比增长 24.68%。**
- **风电叶片销售下半年改善明显，2019 年有望继续保持快速增长。**18 年国内风电市场需求复苏，全年实现新增装机约 22GW，同比增长约 12%。公司作为风电叶片龙头，我们预计**全年实现叶片销售超过 5500MW，同比增长超过 15%**。其中 2MW 及以上功率叶片占比接近 90%，由于叶片大型化，每套均价有所提升，毛利率也随规模效应显现保持平稳。未来随着风电行业内部结构调整、标杆电价下调以及平价上网之后的能源转型需求，风电将迎来长景气周期。公司与金风科技就巴拿马项目赔偿事宜已于 18 年 12 月 3 日尘埃落定，合计承担 2.76 亿元的赔偿，由于已于 17 年计提 0.57 亿元，故将减少 2018 年度利润总额 2.19 亿元（综合来看，风电叶片业务 18 年实现小幅盈利）。公司与主要客户的合作关系日益紧密，未来市占率有望持续提升。
- **内生改善致 18 年玻纤成本下降明显，行业供需短期承压，成本仍有边际改善空间。**我们预计公司全年玻纤销量接近 85 万吨，随着新产线点火投产，产能增加带来的规模效应、新产线成本下降、经营管理的精细化使得 18 年玻纤单位成本下降明显。未来老产线冷修技改及关停计划将进一步促进产品结构升级和成本改善，成本下降仍然值得期待。从行业角度看，持续数年的高盈利确实刺激了一定程度的产能新增，但新一轮产能投放来自主流大企业，中高端占比较高（集中在热塑、风电等中高端领域），小企业由于资金和技术壁垒竞争力较差，我们预计**此轮产能新增对价格的冲击，对比历史上看会相对较小。****价格方面：**目前电子纱和无碱粗纱价格下降较为明显，将在一定程度上影响业绩，但由于公司中高端（热塑、风电、电子纱等）产能占比较高（约为 50%），全年来看，19 年玻纤业绩仍将保持平稳。
- **锂电隔膜业务稳步推进，1 和 2 线已获量产订单；高压复合材料氢气瓶研发生产逐步推进。**新能源汽车放量带动隔膜快速增长，储能有望成为新增长点。湿法隔膜性能优异，代替干法趋势明显，2017 年全市场湿法隔膜产量占比达到 54%，同比增加 12%。公司 2011 年进入锂电隔膜领域，2016 年投入 9.9 亿建设 2.4 亿平米湿法隔膜新线。**报告期内，1#、2#生产线完成 72 小时连续运转考核，获得量产订单；3#、4#生产线全面贯穿进入试生产调试阶段。**4 条生产线全部建成投产，产品实现批量销售将为公司带来新的利润增长点。另外，公司积极推进高压复合材料氢气瓶研发和生产进程，带来新的增长活力。
- **投资建议：**我们预计公司 2018-2019 年实现归母净利 9.57 和 12.5 亿元，当

前股价对应 PE 分别为 14 和 11 倍；维持“增持”评级。

- **风险提示：**中高端玻纤价格下滑超预期；小企业玻纤新增产能投放超预期，对市场造成冲击；环保淘汰玻纤落后产能不及预期；贸易摩擦对玻纤出口的影响；2018 及未来几年风电新增装机不及预期，公司叶片业务受影响；锂电隔膜生产和销售不及预期，价格下降超预期。

图表 1：中材科技财务报表

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	8,969	10,268	11,457	13,947	16,218	货币资金	2,230	1,373	1,533	1,866	2,169
增长率	53.9%	14.5%	11.6%	21.7%	16.3%	应收账款	4,223	5,311	5,328	7,623	7,436
营业成本	-6,669	-7,419	-8,249	-10,073	-11,692	存货	1,492	1,831	1,864	2,648	2,590
% 销售收入	74.4%	72.3%	72.0%	72.2%	72.1%	其他流动资产	489	571	621	766	795
毛利	2,299	2,849	3,209	3,875	4,526	流动资产	8,435	9,087	9,346	12,903	12,989
% 销售收入	25.6%	27.7%	28.0%	27.8%	27.9%	% 总资产	41.0%	40.5%	41.0%	48.5%	49.3%
营业税金及附加	-114	-143	-69	-71	-83	长期投资	74	178	204	238	283
% 销售收入	1.3%	1.4%	0.6%	0.5%	0.5%	固定资产	9,592	11,005	10,894	11,054	10,618
营业费用	-402	-447	-458	-558	-649	% 总资产	46.6%	49.0%	47.8%	41.6%	40.3%
% 销售收入	4.5%	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%	无形资产	1,124	1,236	1,267	1,292	1,311
管理费用	-904	-957	-1,043	-1,269	-1,476	非流动资产	12,142	13,353	13,442	13,690	13,336
% 销售收入	10.1%	9.3%	9.1%	9.1%	9.1%	% 总资产	59.0%	59.5%	59.0%	51.5%	50.7%
息税前利润 (EBIT)	879	1,302	1,639	1,977	2,318	资产总计	20,577	22,440	22,788	26,593	26,326
% 销售收入	9.8%	12.7%	14.3%	14.2%	14.3%	短期借款	2,751	3,934	5,190	6,120	4,245
财务费用	-273	-356	-292	-488	-568	应付款项	4,102	4,543	5,481	6,508	7,555
% 销售收入	3.0%	3.5%	2.5%	3.5%	3.5%	其他流动负债	2,327	1,097	1,097	1,097	1,097
资产减值损失	255	73	213	50	20	流动负债	9,180	9,574	11,768	13,725	12,897
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	1,840	2,430	538	538	0
投资收益	2	16	5	5	5	其他长期负债	1,273	1,311	614	614	614
% 税前利润	0.2%	1.6%	0.3%	0.3%	0.3%	负债	12,292	13,315	12,920	14,876	13,511
营业利润	863	1,034	1,566	1,544	1,776	普通股股东权益	7,991	8,773	9,462	11,241	12,258
营业利润率	9.6%	10.1%	13.7%	11.1%	10.9%	少数股东权益	294	352	406	475	557
营业外收支	210	-35	78	128	118	负债股东权益合计	20,577	22,440	22,788	26,593	26,326
税前利润	1,073	1,000	1,644	1,672	1,894	比率分析					
利润率	12.0%	9.7%	14.3%	12.0%	11.7%		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
所得税	-140	-174	-207	-267	-315	每股指标					
所得税率	13.0%	17.4%	12.6%	16.0%	16.6%	每股收益 (元)	0.31	0.59	0.74	0.96	1.13
净利润	423	811	1,011	1,304	1,539	每股净资产 (元)	6.19	6.80	7.33	8.71	9.50
少数股东损益	22	43	54	70	82	每股经营现金净流 (元)	0.84	0.60	2.36	0.45	3.41
归属于母公司的净利润	401	767	957	1,235	1,457	每股股利 (元)	0.16	0.16	0.20	0.34	0.34
净利率	4.5%	7.5%	8.4%	8.9%	9.0%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	5.02%	8.75%	10.11%	10.99%	11.88%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	总资产收益率	2.06%	3.61%	4.44%	4.91%	5.84%
净利润	423	811	1,011	1,304	1,539	投入资本收益率	4.43%	9.53%	7.99%	11.36%	11.57%
加:折旧和摊销	847	901	892	983	1,030	增长率					
资产减值准备	255	73	0	0	0	营业总收入增长率	53.90%	14.48%	11.59%	21.73%	16.28%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	EBIT增长率	83.49%	98.93%	14.92%	34.97%	19.24%
财务费用	363	322	292	488	568	净利润增长率	33.67%	91.15%	24.69%	29.07%	17.95%
投资收益	-2	-16	-5	-5	-5	总资产增长率	10.04%	9.05%	1.55%	16.70%	-1.00%
少数股东损益	22	43	54	70	82	资产管理能力					
营运资金的变动	-378	-2,286	855	-2,196	1,265	应收账款周转天数	96.8	91.7	91.7	91.7	91.7
经营活动现金净流	1,082	770	3,044	575	4,397	存货周转天数	61.6	58.3	58.1	58.2	58.1
固定资本投资	-981	-1,010	-860	-1,087	-520	应付账款周转天数	97.1	100.8	99.0	99.9	99.4
投资活动现金净流	-1,473	-1,508	-993	-1,228	-672	固定资产周转天数	356.0	361.1	344.0	283.2	240.5
股利分配	-211	-211	-263	-442	-440	偿债能力					
其他	1,082	285	-1,630	1,428	-2,981	净负债/股东权益	59.13%	66.56%	44.66%	42.96%	20.45%
筹资活动现金净流	872	75	-1,892	986	-3,421	EBIT利息保障倍数	2.3	3.5	4.9	4.0	4.1
现金净流量	481	-663	159	333	304	资产负债率	59.74%	59.34%	56.70%	55.94%	51.32%

来源: Wind, 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。