

# 业绩符合预期, 看好风电叶片高增长

## 中材科技 (002080)

### 事件

公司发布 2018 年年度报告, 报告期内实现营收 114.47 亿元, 同比增长 11.48%; 归母净利润 9.34 亿元, 同比增长 21.75%; 扣非归母净利润 9.35 亿元, 同比增长 25.67%; 加权平均 ROE 9.29%。

### 简评

#### 玻纤业务符合预期

子公司泰玻全年实现营收 58.80 亿元 (+10.7%), 净利润 9.61 亿元 (+38.3%), 年底产能 90 万吨, 全年销量 84.5 万吨, 整体符合预期。预计未来扩产将按计划进行, 19 年底产能有望达到 100 万吨, 先进产能和高端产品占比将进一步提升, 带动业绩稳步增长。

#### 风电叶片超预期, 叶片大型化进展顺利

子公司中材叶片实现营收 33.85 亿元 (+14.74%), 净利润 1.16 亿元 (-18.89%), 净利润下滑系金风仲裁赔偿所致。全年销量 5.6GW (+15%), Q4 销量 2.5GW (+57%), 全年市占率提升至 25% 以上。同时公司叶片大型化进展顺利, 2MW 以上叶片占比已达 93%, 平均功率已提升至 2.4MW。大叶片新品 Sinoma68.6 供不应求, 得到客户高度认可。预计未来公司市占率将继续稳步提升, 在风电景气的大背景下有望实现高增长。

#### 锂电隔膜持续推进, 燃料电池氢气瓶领先布局

公司 2.4 亿平米锂电隔膜产线已建成, 目前己为多家企业批量供货, 19 年规模供应值得期待。此外公司已布局燃料电池氢气瓶领域并己实现批量销售, 未来有望受益于燃料电池需求增长。

预计公司 19-21 年营收分别为 129.53/144.16/157.88 亿元, 归母净利润为 12.48/14.64/17.49 亿元, 对应 EPS 为 0.74/0.87/1.04 元, 对应 PE 为 18.9/16.1/13.5 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 1) 风电回暖不及预期; 2) 玻纤扩产进度不及预期。

#### 预测和比率

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万)	11,446.9	12,953.0	14,415.7	15,787.6
营业收入增长率	11.5%	13.2%	11.3%	9.5%
EBITDA (百万)	2,631.4	2,620.5	2,843.9	3,120.4
EBITDA 增长率	23.7%	-0.4%	8.5%	9.7%
净利润 (百万)	934.1	1,247.7	1,464.1	1,749.4
净利润增长率	21.7%	33.6%	17.3%	19.5%
ROE	8.8%	12.1%	12.9%	14.0%
EPS (元)	0.72	0.74	0.87	1.04
P/E	19.4	18.9	16.1	13.5
P/B	1.7	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	9.0	10.5	9.7	7.9

### 维持

### 买入

#### 王革

wanggezgs@csc.com.cn

010-86451496

执业证书编号: S1440518090003

发布日期: 2019 年 03 月 20 日

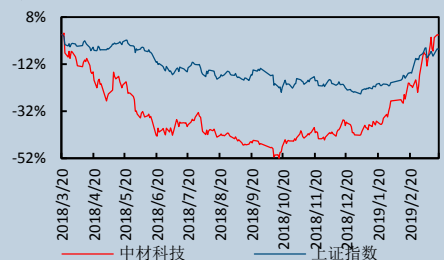
当前股价: 14.07 元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
25.85/13.68	62.85/41.61	-1.51/4.23	
12 月最高/最低价 (元)			23.47/6.61
总股本 (万股)			129,086.43
流通 A 股 (万股)			64,000.0
总市值 (亿元)			181.62
流通市值 (亿元)			90.05
近 3 月日均成交量 (万)			1,047.91
主要股东			
中国中材股份有限公司			60.24%

#### 股价表现



#### 相关研究报告

- 18.10.22 中材科技(002080): 三季报符合预期, 风电叶片单季销量同比回正
- 18.08.08 中材科技: 玻纤符合预期, 看好风电叶片三季度改善
- 18.07.27 中材科技: 半年报符合预期, 玻纤景气持续, 期待风电叶片

## 指标分析

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>业绩表现</b>					
收入增长率	14.5%	11.5%	13.2%	11.3%	9.5%
净利增长率	91.2%	21.7%	33.6%	17.3%	19.5%
EBITDA 增长率	46.9%	23.7%	-0.4%	8.5%	9.7%
EBIT 增长率	98.9%	46.3%	0.0%	12.3%	13.5%
营业利润率	188.3%	26.7%	21.2%	17.7%	19.4%
EBITDA Margin (%)	20.7%	23.0%	20.2%	19.7%	19.8%
ROE	8.7%	8.8%	12.1%	12.9%	14.0%
ROIC	9.6%	9.3%	9.4%	11.8%	12.7%
ROIC - WACC	1.0	1.0	1.0	1.3	1.4
<b>价值评估</b>					
P/E	23.7	19.4	18.9	16.1	13.5
EV / 收入	1.7	2.1	2.1	1.9	1.6
EV / EBITDA	8.1	9.0	10.5	9.7	7.9
EV / EBIT	13.9	13.0	15.2	13.5	10.7
EV / NOPLAT	15.3	17.2	18.2	16.2	12.8
EV / IC	1.2	1.5	1.9	1.8	1.8
P/B	2.1	1.7	2.3	2.1	1.9
Dividend Yield (%)	1.3%	1.7%	1.8%	2.0%	2.5%
<b>每股指标</b>					
报表 EPS	0.59	0.72	0.74	0.87	1.04
经常性 EPS	6.80	8.24	6.17	6.75	7.45
每股红利	23.7	19.4	18.9	16.1	13.5
每股经营现金流	2.1	1.7	2.3	2.1	1.9
每股净资产	1.8	1.6	1.8	1.6	1.5
<b>流动性</b>					
净负债 / 权益	145.9%	118.2%	117.0%	105.4%	81.1%
总负债 / 总资产	59.3%	54.2%	53.9%	51.3%	44.8%
流动比率	0.95	1.04	0.88	1.04	1.27
速动比率	0.76	0.85	0.68	0.84	0.99

## 报表预测

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
<b>利润表（百万元）</b>							
营业收入	11,446.9	12,953.0	13.2%	14,415.7	11.3%	15,787.6	9.5%
营业成本	8,364.2	9,480.0	13.3%	10,553.9	11.3%	11,555.2	9.5%
营业税金及附加	151.1	172.3	14.0%	194.3	12.8%	210.4	8.3%
营业费用	418.3	539.1	28.9%	584.8	8.5%	624.9	6.8%
管理费用	695.7	906.7	30.3%	1,009.1	11.3%	1,056.6	4.7%
财务费用	344.5	257.9	-25.2%	204.8	-20.6%	125.1	-38.9%
资产减值损失	24.7	48.6	96.9%	48.6	0.0%	40.7	-16.4%
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	-	-
投资净收益	29.4	15.7	-46.7%	20.3	29.5%	21.8	7.3%
营业利润	1,290.3	1,564.0	21.2%	1,840.4	17.7%	2,196.6	19.4%
营业外收入	127.5	131.2	2.9%	131.2	0.0%	131.2	0.0%
营业外支出	239.5	110.1	-54.0%	110.1	0.0%	110.1	0.0%
利润总额	1,178.3	1,585.1	34.5%	1,861.4	17.4%	2,217.7	19.1%
所得税	186.7	265.5	42.2%	311.7	17.4%	364.7	17.0%
净利润	991.6	1,319.6	33.1%	1,549.7	17.4%	1,852.9	19.6%
少数股东损益	57.5	71.9	25.0%	85.6	19.1%	103.6	21.0%
归属母公司净利润	934.1	1,247.7	33.6%	1,464.1	17.3%	1,749.4	19.5%
EBITDA	2,631.4	2,620.5	-0.4%	2,843.9	8.5%	3,120.4	9.7%
EPS（摊薄）	0.72	0.74	2.7%	0.87	17.3%	1.04	19.5%
<b>资产负债表（百万元）</b>							
流动资产	9,286.8	9,900.5	6.6%	11,640.7	17.6%	11,858.4	1.9%
现金	1,208.6	1,036.2	-14.3%	1,153.3	11.3%	1,263.0	9.5%
应收账款	2,992.1	3,358.0	12.2%	3,919.9	16.7%	4,027.6	2.7%
其它应收款	2,672.3	2,533.1	-5.2%	3,544.9	39.9%	3,123.6	-11.9%
预付账款	318.4	526.7	65.4%	472.5	-10.3%	574.0	21.5%
存货	1,707.8	2,228.5	30.5%	2,296.7	3.1%	2,583.8	12.5%
其他	387.6	217.9	-43.8%	253.5	16.3%	286.3	13.0%
非流动资产	14,755.6	13,886.5	-5.9%	13,088.6	-5.7%	12,293.1	-6.1%
长期投资	170.2	170.2	0.0%	170.2	0.0%	170.2	0.0%
固定资产	11,451.5	10,725.8	-6.3%	10,000.1	-6.8%	9,274.5	-7.3%
无形资产	1,224.0	1,151.0	-6.0%	1,078.0	-6.3%	1,005.0	-6.8%
其他	1,909.9	1,839.5	-3.7%	1,840.3	0.0%	1,843.4	0.2%
资产总计	24,042.4	23,787.0	-1.1%	24,729.3	4.0%	24,151.5	-2.3%
流动负债	8,905.5	11,308.9	27.0%	11,170.8	-1.2%	9,321.7	-16.6%
短期借款	3,000.3	3,858.6	28.6%	3,898.4	1.0%	1,100.1	-71.8%
应付账款	2,609.5	2,535.4	-2.8%	3,415.0	34.7%	3,113.6	-8.8%
其他	3,295.7	4,914.9	49.1%	3,857.5	-21.5%	5,107.9	32.4%
非流动负债	4,118.8	1,307.0	-68.3%	1,318.5	0.9%	1,320.9	0.2%
长期借款	2,781.7	-	-100.0%	-	-	-	-

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
其他	1,337.1	1,307.0	-2.2%	1,318.5	0.9%	1,320.9	0.2%
负债合计	13,024.2	12,615.9	-3.1%	12,489.3	-1.0%	10,642.6	-14.8%
少数股东权益	383.4	433.7	13.1%	519.4	19.7%	622.9	19.9%
归属母公司股东权益	11,018.2	10,783.8	-2.1%	11,852.7	9.9%	13,121.6	10.7%
负债和股东权益	24,042.4	23,399.7	-2.7%	24,342.0	4.0%	23,764.2	-2.4%

**现金流量表（百万元）**

经营活动现金流	1,578.7	3,046.9	93.0%	832.5	-72.7%	3,573.1	329.2%
净利润	991.6	1,247.7	25.8%	1,464.1	17.3%	1,749.4	19.5%
折旧摊销	833.4	798.7	-4.2%	798.7	0.0%	798.7	0.0%
财务费用	344.3	257.9	-25.1%	204.8	-20.6%	125.1	-38.9%
投资损失	-29.4	-15.7	-46.7%	-20.3	29.5%	-21.8	7.3%
营运资金变动	-619.0	686.4	-210.9%	-1,700.4	-347.7%	818.2	-148.1%
其它	57.6	71.9	24.7%	85.6	19.1%	103.6	21.0%
投资活动现金流	-1,732.4	-1.9	-99.9%	25.4	-1428.6%	24.2	-4.6%
资本支出	-10.0	8.1	-181.3%	-2.1	-125.7%	-1.3	-36.9%
长期投资	-108.1	-0.0	-100.0%	-0.0	0.0%	-0.0	0.0%
其他	-1,614.3	-10.0	-99.4%	27.5	-373.6%	25.5	-7.0%
筹资活动现金流	15.5	-3,217.3	-20867.0%	-740.9	-77.0%	-3,487.6	370.7%
短期借款	-933.6	858.4	-191.9%	39.7	-95.4%	-2,798.2	-7145.0%
长期借款	351.6	-2,781.7	-891.2%	-	-100.0%	-	-
其他	597.5	-1,294.0	-316.6%	-780.6	-39.7%	-689.3	-11.7%
现金净增加额	-138.2	-172.4	24.7%	117.0	-167.9%	109.7	-6.2%

资料来源：公司公告，中信建投证券

## 分析师介绍

**王革**：电力设备与新能源团队负责人。中科院电气工程硕士，国内第一批单晶 HIT 电池产业化团队核心成员，4 年光伏电池研发和产业化经验，1 年公司管理经验，2 年证券行业研究经验。2018 年加入中信建投证券研究发展部。wanggezgs@csc.com.cn

## 报告贡献人

**刘烁**：北京大学理学博士，电力设备与新能源行业研究员，2017 年加入中信建投证券研究部。liushuo@csc.com.cn

**张鹏**：清华大学工学博士，电力设备与新能源行业研究员，2018 年加入中信建投证券研究部。zhangpengyf@csc.com.cn

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859