

2018年12月06日

证券研究报告·动态跟踪报告

中材科技 (002080) 化工

增持 (维持)

当前价: 8.27 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

巴拿马项目争议达成和解, 共同受益风电市场持续复苏

投资要点

- **事件:** 公司2018年12月4日公告, 关于中材叶片与金风科技有关巴拿马项目争议, 双方友好协商, 本着解决争议、共同发展、共同分担的原则, 达成一致和解意见; 并签署了《关于巴拿马二期海外风电场项目争议之和解及战略合作协议》。
- **解决问题与争议, 共同分担与发展。** 2014年5月, 金风科技与公司控股子公司中材叶片签订了风电叶片供货协议, 向中材叶片采购巴拿马项目二期所用的全部88套叶片 (其中包含2套备品备件)。2015年10月, 巴拿马项目业主UEP II 与金风科技及其关联公司因巴拿马项目货款和产品质量发生纠纷, 并产生仲裁。2018年上半年, 金风科技向UEP II 支付仲裁金额合计7131.34万美元。对上述仲裁结果, 双方签署了《关于巴拿马二期海外风电场项目争议之和解及战略合作协议》, 同意共同承担仲裁金额, 金风科技承担1.84亿元, 中材叶片承担2.76亿元, 预计将减少公司2018年利润总额2.19亿元。
- **双方继续深入合作, 受益风电市场持续复苏。** 随着风电叶片行业的持续复苏, 市场需求增加, 公司继续推进产品结构升级, 重点开发大型号叶片, 2018年前三季度实现销量3093MW; 其中第三季度实现销量1755MW。随着国家《风电发展“十三五”规划》的执行和中国风电设备企业的技术突破, 海上、海外市场将是风电市场未来的发展重心。双方继续深入开展战略合作, 推进行业技术升级, 采取积极措施确保双方核心竞争能力, 将共同受益风电市场持续复苏。
- **玻璃纤维景气向好, 锂电隔膜潜力巨大。** 公司作为全国第二, 全球前五玻纤企业, 技术优势突出; 目前中高端产能占比约为50%, 未来年产5万吨高端细纱产品将陆续投产。随着玻璃纤维景气持续向好, 公司玻纤销量逐渐增加。锂电隔膜方面, 公司投资9.9亿元在山东滕州建设“2.4亿平米锂电池隔膜生产线项目”, 目前已有部分量产订单, 随着4条生产线的全部建成投产, 未来锂电隔膜业务潜力巨大。
- **盈利预测与评级。** 预计2018-2020年EPS分别为0.64元、0.86元、1.04元, 对应PE分别13X、10X、8X; 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 风电叶片海上海外市场拓展或不及预期, 玻纤价格下跌、锂电隔膜业务产销或不及预期。

| 指标/年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 10267.82 | 11661.35 | 12803.48 | 14795.55 |
| 增长率 | 14.48% | 13.57% | 9.79% | 15.56% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 767.28 | 825.89 | 1110.03 | 1342.50 |
| 增长率 | 91.15% | 7.64% | 34.41% | 20.94% |
| 每股收益 EPS (元) | 0.59 | 0.64 | 0.86 | 1.04 |
| 净资产收益率 ROE | 8.88% | 8.87% | 10.81% | 11.78% |
| PE | 14 | 13 | 10 | 8 |
| PB | 1.22 | 1.13 | 1.03 | 0.93 |

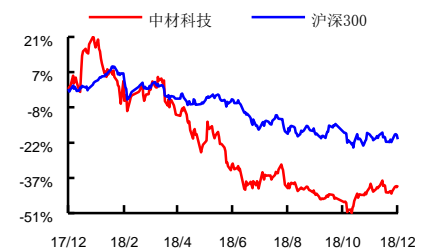
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杨林
 执业证号: S1250518100002
 电话: 010-57631191
 邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 电话: 0755-23614278
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|-----------|
| 总股本(亿股) | 12.91 |
| 流通A股(亿股) | 6.40 |
| 52周内股价区间(元) | 6.7-27.03 |
| 总市值(亿元) | 106.75 |
| 总资产(亿元) | 250.18 |
| 每股净资产(元) | 8.11 |

相关研究

1. 中材科技 (002080): 风电、玻纤景气持续, 三季度业绩稳健增长 (2018-10-26)

表 1: 分业务收入及毛利率

| 单位: 百万元 | | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------|-----|----------|----------|----------|----------|
| 合计 | 收入 | 10267.82 | 11661.35 | 12803.48 | 14795.55 |
| | 增速 | 14.48% | 13.57% | 9.79% | 15.56% |
| | 成本 | 7418.55 | 8393.24 | 9202.64 | 10568.92 |
| | 毛利率 | 27.75% | 28.03% | 28.12% | 28.57% |
| 风电叶片 | 收入 | 2925.00 | 3276.00 | 3328.00 | 3380.00 |
| | 增速 | -9.55% | 12.00% | 1.59% | 1.56% |
| | 成本 | 2404.00 | 2686.32 | 2728.96 | 2771.60 |
| | 毛利率 | 17.81% | 18.00% | 18.00% | 18.00% |
| 玻璃纤维 | 收入 | 5229.00 | 5700.00 | 6000.00 | 6750.00 |
| | 增速 | 28.73% | 9.01% | 5.26% | 12.50% |
| | 成本 | 3405.00 | 3705.00 | 3900.00 | 4387.50 |
| | 毛利率 | 34.88% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| 锂电隔膜 | 收入 | 30.00 | 80.57 | 219.51 | 595.59 |
| | 增速 | 3.45% | 168.58% | 172.44% | 171.32% |
| | 成本 | 18.00 | 48.34 | 131.71 | 357.35 |
| | 毛利率 | 40.00% | 40.00% | 40.00% | 40.00% |
| 其他 | 收入 | 2083.82 | 2604.77 | 3255.97 | 4069.96 |
| | 增速 | 26.76% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| | 成本 | 1591.55 | 1953.58 | 2441.98 | 3052.47 |
| | 毛利率 | 23.62% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |

数据来源: 西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 营业收入 | 10267.82 | 11661.35 | 12803.48 | 14795.55 | 净利润 | 810.52 | 872.42 | 1172.58 | 1418.15 |
| 营业成本 | 7418.55 | 8393.24 | 9202.64 | 10568.92 | 折旧与摊销 | 900.50 | 1070.66 | 1086.98 | 1096.72 |
| 营业税金及附加 | 143.08 | 239.06 | 167.00 | 192.34 | 财务费用 | 356.30 | 12.83 | 14.08 | 16.28 |
| 销售费用 | 447.01 | 524.76 | 576.16 | 674.11 | 资产减值损失 | 72.55 | 75.00 | 75.00 | 75.00 |
| 管理费用 | 957.03 | 1166.14 | 1280.35 | 1479.56 | 经营营运资本变动 | -1835.70 | 3641.75 | -3.03 | 107.00 |
| 财务费用 | 356.30 | 12.83 | 14.08 | 16.28 | 其他 | 466.06 | -67.34 | -168.81 | -30.20 |
| 资产减值损失 | 72.55 | 75.00 | 75.00 | 75.00 | 经营活动现金流净额 | 770.23 | 5605.32 | 2176.79 | 2682.94 |
| 投资收益 | 15.84 | 5.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -1873.09 | -50.00 | -50.00 | -50.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 365.11 | 65.12 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -1507.98 | 15.12 | -50.00 | -50.00 |
| 营业利润 | 1018.80 | 1255.33 | 1488.26 | 1789.34 | 短期借款 | 1182.85 | -3933.85 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -34.55 | -154.00 | -15.00 | -15.00 | 长期借款 | 590.03 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 984.25 | 1101.33 | 1473.26 | 1774.34 | 股权融资 | 107.40 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 173.74 | 228.91 | 300.68 | 356.19 | 支付股利 | -92.78 | -153.46 | -165.18 | -222.01 |
| 净利润 | 810.52 | 872.42 | 1172.58 | 1418.15 | 其他 | -1712.72 | -512.38 | -14.08 | -16.28 |
| 少数股东损益 | 43.23 | 46.54 | 62.55 | 75.64 | 筹资活动现金流净额 | 74.78 | -4599.69 | -179.26 | -238.28 |
| 归属母公司股东净利润 | 767.28 | 825.89 | 1110.03 | 1342.50 | 现金流量净额 | -688.93 | 1020.76 | 1947.53 | 2394.66 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 货币资金 | 1373.39 | 2394.15 | 4341.68 | 6736.34 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 5727.20 | 4343.91 | 4612.61 | 5375.90 | 销售收入增长率 | 14.48% | 13.57% | 9.79% | 15.56% |
| 存货 | 1831.18 | 743.51 | 918.26 | 1010.10 | 营业利润增长率 | 188.31% | 23.22% | 18.56% | 20.23% |
| 其他流动资产 | 154.81 | 107.54 | 118.07 | 136.45 | 净利润增长率 | 91.40% | 7.64% | 34.41% | 20.94% |
| 长期股权投资 | 62.17 | 62.17 | 62.17 | 62.17 | EBITDA 增长率 | 54.52% | 2.78% | 10.71% | 12.09% |
| 投资性房地产 | 101.90 | 101.90 | 101.90 | 101.90 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 11608.71 | 10624.16 | 9623.29 | 8612.68 | 毛利率 | 27.75% | 28.03% | 28.12% | 28.57% |
| 无形资产和开发支出 | 1258.68 | 1224.45 | 1190.21 | 1155.98 | 三费率 | 17.14% | 14.61% | 14.61% | 14.67% |
| 其他非流动资产 | 321.77 | 319.89 | 318.02 | 316.14 | 净利率 | 7.89% | 7.48% | 9.16% | 9.58% |
| 资产总计 | 22439.81 | 19921.68 | 21286.23 | 23507.65 | ROE | 8.88% | 8.87% | 10.81% | 11.78% |
| 短期借款 | 3933.85 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 3.61% | 4.38% | 5.51% | 6.03% |
| 应付和预收款项 | 4780.34 | 5935.27 | 6258.06 | 7225.34 | ROIC | 7.91% | 7.39% | 10.96% | 14.43% |
| 长期借款 | 2430.09 | 2430.09 | 2430.09 | 2430.09 | EBITDA/销售收入 | 22.16% | 20.06% | 20.22% | 19.62% |
| 其他负债 | 2170.90 | 1717.60 | 1751.95 | 1809.95 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 13315.17 | 10082.96 | 10440.10 | 11465.39 | 总资产周转率 | 0.48 | 0.55 | 0.62 | 0.66 |
| 股本 | 806.79 | 1290.86 | 1290.86 | 1290.86 | 固定资产周转率 | 1.00 | 1.09 | 1.30 | 1.65 |
| 资本公积 | 5635.78 | 5151.71 | 5151.71 | 5151.71 | 应收账款周转率 | 4.15 | 3.85 | 3.77 | 3.91 |
| 留存收益 | 2325.32 | 2997.75 | 3942.60 | 5063.10 | 存货周转率 | 4.21 | 6.10 | 10.46 | 10.69 |
| 归属母公司股东权益 | 8772.78 | 9440.32 | 10385.18 | 11505.68 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 81.47% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 351.86 | 398.40 | 460.94 | 536.59 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 9124.64 | 9838.72 | 10846.12 | 12042.26 | 资产负债率 | 59.34% | 50.61% | 49.05% | 48.77% |
| 负债和股东权益合计 | 22439.81 | 19921.68 | 21286.23 | 23507.65 | 带息债务/总负债 | 53.03% | 31.02% | 29.96% | 27.28% |
| | | | | | 流动比率 | 0.95 | 1.20 | 1.49 | 1.72 |
| | | | | | 速动比率 | 0.76 | 1.08 | 1.35 | 1.59 |
| | | | | | 股利支付率 | 12.09% | 18.58% | 14.88% | 16.54% |
| 业绩和估值指标 | | | | | 每股指标 | | | | |
| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | | | | |
| EBITDA | 2275.60 | 2338.82 | 2589.32 | 2902.34 | 每股收益 | 0.59 | 0.64 | 0.86 | 1.04 |
| PE | 13.91 | 12.93 | 9.62 | 7.95 | 每股净资产 | 6.80 | 7.31 | 8.05 | 8.91 |
| PB | 1.22 | 1.13 | 1.03 | 0.93 | 每股经营现金 | 0.60 | 4.34 | 1.69 | 2.08 |
| PS | 1.04 | 0.92 | 0.83 | 0.72 | 每股股利 | 0.07 | 0.12 | 0.13 | 0.17 |
| EV/EBITDA | 5.40 | 4.64 | 3.44 | 2.24 | | | | | |
| 股息率 | 0.87% | 1.44% | 1.55% | 2.08% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|--------|---------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 地区销售副总监 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 汪文沁 | 高级销售经理 | 021-68415380 | 15201796002 | wwq@swsc.com.cn |
| | 王慧芳 | 高级销售经理 | 021-68415861 | 17321300873 | whf@swsc.com.cn |
| | 涂诗佳 | 销售经理 | 021-68415296 | 18221919508 | tsj@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 路剑 | 高级销售经理 | 010-57758566 | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn |
| | 刘致莹 | 销售经理 | 010-57758619 | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 销售经理 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 余燕伶 | 销售经理 | 0755-26820395 | 13510223581 | yyi@swsc.com.cn |
| | 花洁 | 销售经理 | 0755-26673231 | 18620838809 | huaj@swsc.com.cn |
| | 孙瑶瑶 | 销售经理 | 0755-26833581 | 13480870918 | sunyaoyao@swsc.com.cn |
| | 陈霄（广州） | 销售经理 | 15521010968 | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |