

中材科技 (002080.SZ) 其它非金属行业

评级：买入 首次评级

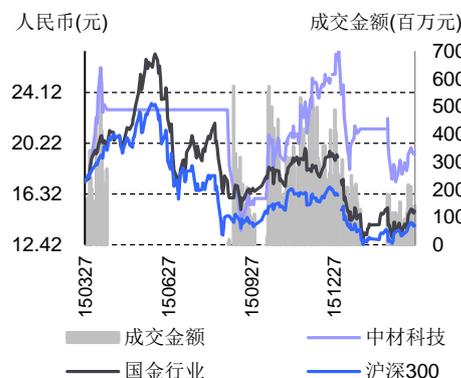
公司点评

市场价格(人民币)：19.39元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	400.00
总市值(百万元)	7,756.00
年内股价最高最低(元)	27.29/13.51
沪深300指数	3197.82
深证成指	10339.68



相关报告

1. 《优质玻纤资产注入，助力公司成长-中材科技购买资产并募集资金点...》，2015.9.1

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130512040001
(8621)60230235
hegw@gjzq.com.cn

郑晓刚 联系人
zhenxg@gjzq.com.cn

风电叶片带领业绩起飞，锂膜投产助力再创辉煌

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.380	0.751	0.848	0.980	1.128
每股净资产(元)	6.31	7.07	7.92	8.70	9.82
每股经营性现金流(元)	0.95	2.06	-1.07	1.88	1.93
市盈率(倍)	34.17	35.46	22.86	19.78	17.18
行业优化市盈率(倍)	38.55	56.53	48.91	48.91	48.91
净利润增长率(%)	40.99%	97.31%	12.95%	15.54%	15.14%
净资产收益率(%)	6.03%	10.62%	10.71%	11.27%	11.48%
总股本(百万股)	400.00	400.00	400.00	400.00	400.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 3月24日，公司发布2015年年报：营业收入、归属于上市公司股东的净利润、扣非净利润分别为58.27/3/2.63亿元，同比分别增长31.71%/97.31%/90.16%，利润达到历史新高，对应2015EPS为0.75元，基本符合预期。

经营分析

- **风电发力引领公司业绩创出历史新高，与金风36.3亿订单验证风电景气犹在：**公司作为风电叶片行业龙头，拥有技术规模等绝对优势，公司拥有3900套风电叶片产能，位居行业第一。2015年度，公司风电叶片在“抢装”带领下，率先受益，实现营业收入/净利润分别为40/5亿元，分别同比增长60.25%/74.99%。公司在2015年度在研发上的投入达3.2亿元，同比增加74.75%，主要也是用在风电叶片新产品的研发上，足以说明公司对风电前景的看好。同时公司于2016年初与风电龙头企业金风科技签订了36.3亿风电叶片订单合同，如果该合同得以较好实施，将打破市场对“抢装”结束风电能否继续高速增长的疑虑，证明了风电的景气程度犹在。
- **与泰山玻纤重组过会助力公司打通玻璃纤维上下游产业链：**2016年3月9日，证监会批复了公司与泰山玻纤重组的方案。泰山玻纤作为国内三大玻纤生产企业之一，拥有40万吨玻璃纤维产能。同时2条单线产能10万吨的生产线也已经开工建设，未来新的生产线的投入使用将大幅降低产品成本，优化产品结构，增加生产效率。同时玻璃纤维也是公司主打产品风电叶片的上游，两个公司的合并属于强强联手，优势互补，使得公司打通了玻璃纤维上下游产业链，进一步增加市场竞争力。
- **2亿平米湿法锂电池隔膜开工建设，坐享新能源汽车盛宴：**“十三五”期间动力电池锂电池隔膜市场需求将出现爆发式增长，预计年复合增长率将超过70%。2016年3月，公司锂电池隔膜产业成立了独立运营的中材锂膜有限公司，投资9.3亿元建设“2亿平米锂电池隔膜生产线项目”。而且公司的产品是湿法双向拉伸技术，该技术满足隔膜未来“更薄、更轻，更安全”的发展方向。湿法技术是公司大多数同行所采用的干法技术最大的不同之处，也是公司敢投资近10亿元进军隔膜市场的优势与信心所在。

- **高温滤料持续加大在电力行业的渗透，销量增长 31.45%：**公司生产的高温滤料主要应用于工业企业的除尘领域，当前公司产品在水泥行业市占率已属于行业龙头地位。近几年公司一直加大在电力行业除尘的投入，随着公司在山东滕州新建的高端化纤毡生产线投入运行，产品在电力行业得到大力推广应用，滤料销量同比增长 31.45%。随着国家对环保重视程度的逐步提升，PM2.5 要求的进一步严格，公司的高温除尘滤料未来前景广阔。

盈利预测

- 我们对公司 2016-2018 三年的营业收入预测分别为 58.8/63.9/69.9 亿元，归母净利润分别为 3.39/3.92/4.51 亿元，对应的 EPS 分别为 0.85/0.98/1.13 元，给予公司“买入”评级。

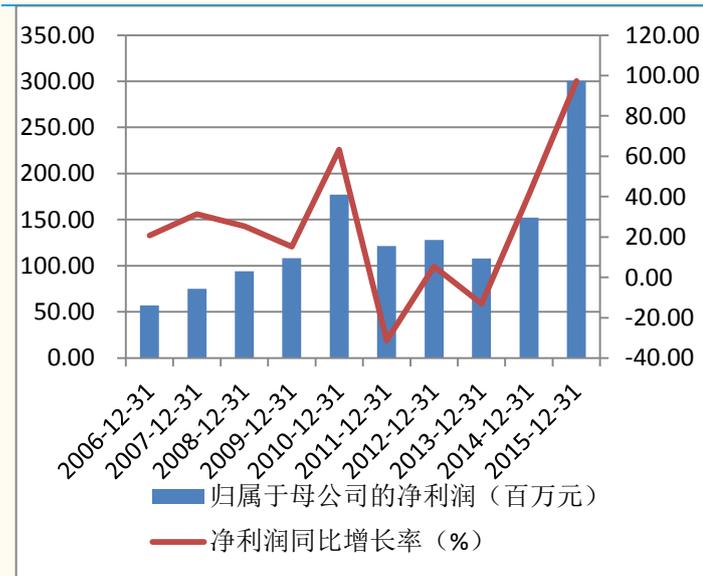
风险提示

- 风电发展不及预期，锂电膜进入市场状态不及预期

风电发力引领公司业绩创出历史新高，与金风 36.3 亿订单验证风电景气犹在

- 公司作为风电叶片行业龙头，拥有技术规模等绝对优势，公司拥有 3900 套风电叶片产能，位居行业第一。2015 年度，公司风电叶片在“抢装”带领下，率先受益，实现营业收入/净利润分别为 40/5 亿元，分别同比增长 60.25%/74.99%。公司在 2015 年度在研发上的投入达 3.2 亿元，同比增加 74.75%，主要也是用在风电叶片新产品的研发上，足以说明公司对风电前景的看好。同时公司于 2016 年初与风电龙头企业金风科技签订了 36.3 亿风电叶片订单合同，如果该合同得以较好实施，将打破市场对“抢装”结束风电能否继续高速增长的疑虑，证明了风电的景气程度犹在。

图表 1：2015 公司净利润创出历史新高



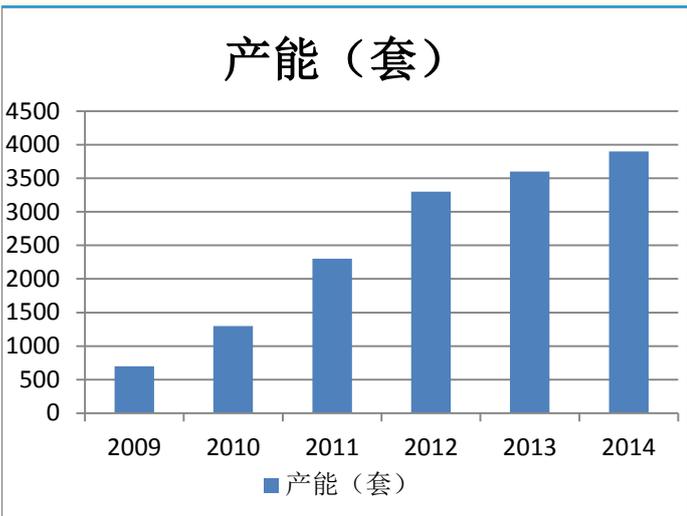
来源：WIND 国金证券研究所

图表 2：公司营业收入近几年持续增长



来源：WIND 国金证券研究所

图表 3：公司叶片产能全国第一



来源：国金证券研究所

图表 4：中材叶片分基地产能情况

基地名称	产能(套)
北京	1000
甘肃酒泉	1000
吉林白城	500
云南大理	200
江苏阜宁	500
内蒙锡林	300
江西萍乡	400
总计	3900

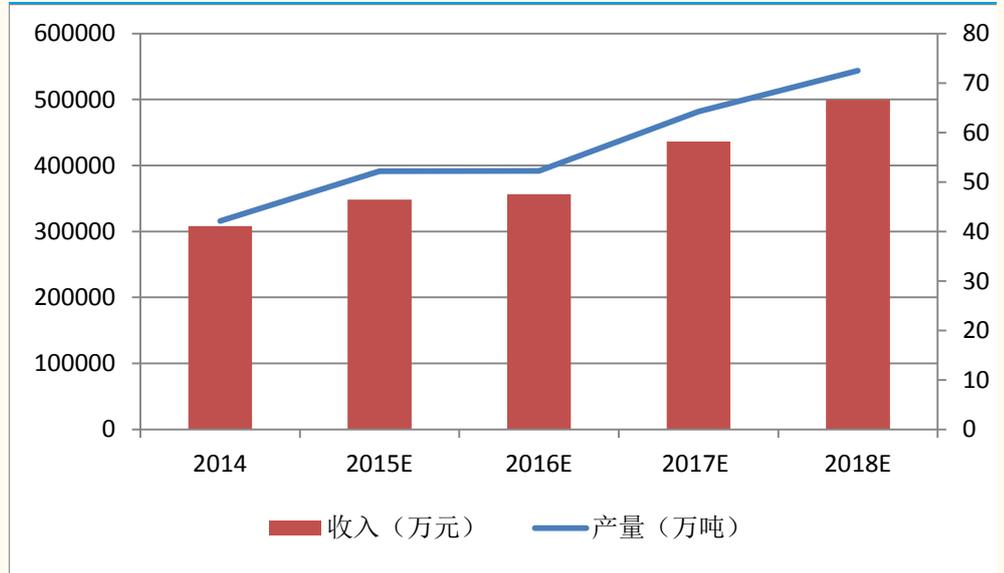
来源：国金证券研究所

与泰山玻纤重组过会助力公司打通玻璃纤维上下游产业链

- 2016 年 3 月 9 日，证监会批复了公司与泰山玻纤重组的方案。泰山玻纤作为国内三大玻纤生产企业之一，拥有 40 万吨玻璃纤维产能。当前泰山玻纤

处于新老厂区、新老生产线交替状态，已有 2 条单线产能 10 万吨的生产线开工建设，未来新的生产线的投入使用将大幅降低产品成本，优化产品结构，增加生产效率。同时玻璃纤维也是公司主打产品风电叶片的上游，两个公司的合并属于强强联手，优势互补，使得公司打通了玻璃纤维上下游产业链，进一步增加市场竞争力。

图表 5：泰山玻纤产能与收入预测

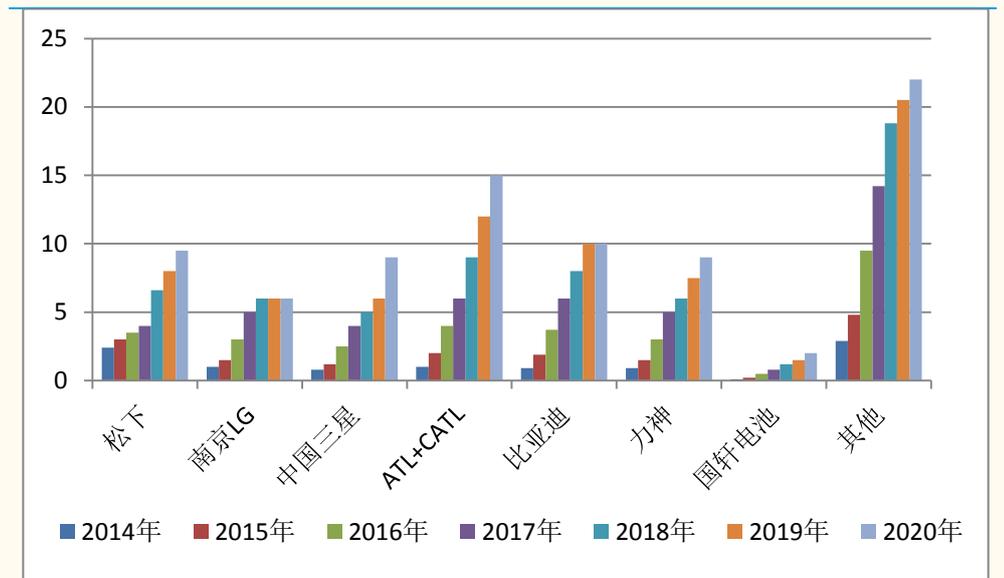


来源：国金证券研究所

2 亿平米湿法锂电池隔膜开工建设，坐享新能源汽车饕餮盛宴：

- “十三五”期间动力电池锂电池隔膜市场需求将出现爆发式增长，预计年复合增长率将超过 70%。2016 年 3 月，公司锂电池隔膜产业成立了独立运营的中材锂膜有限公司，投资 9.3 亿元建设“2 亿平米锂电池隔膜生产线项目”。而且公司的产品是湿法双向拉伸技术，该技术满足隔膜未来“更薄、更轻，更安全”的发展方向。湿法技术是公司大多数同行所采用的干法技术最大的不同之处，也是公司敢投资近 10 亿元进军隔膜市场的优势与信心所在。

图表 6：2014-2020 国内锂电膜市场需求预测



来源：国金证券研究所

高温滤料持续加大在电力行业的渗透，销量增长 31.45%

- 公司生产的高温滤料主要应用于工业企业的除尘领域，当前公司产品在水泥行业市占率已属于行业龙头地位。近几年公司一直加大在电力行业除尘的投入，随着公司在山东滕州新建的高端化纤毡生产线投入运行，产品在电力行业得到大力推广应用，滤料销量同比增长 31.45%。随着国家对环保重视程度的逐步提升，PM2.5 要求的进一步严格，公司的高温除尘滤料未来前景广阔。

盈利调整

- 我们对公司 2016-2018 三年的营业收入预测分别为 58.8/63.9/69.9 亿元，归母净利润分别为 3.39/3.92/4.51 亿元，对应的 EPS 分别为 0.85/0.98/1.13 元，给予公司“买入”评级。

风险提示

- 风电发展不及预期，锂电进入市场状态不及预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
主营业务收入	3,443	4,424	5,828	5,880	6,385	6,990	货币资金	312	532	703	900	1,000	1,100	
增长率		28.5%	31.7%	0.9%	8.6%	9.5%	应收款项	2,338	3,166	2,853	3,399	3,527	3,700	
主营业务成本	-2,683	-3,490	-4,568	-4,600	-4,933	-5,378	存货	861	1,018	1,006	1,449	1,487	1,621	
%销售收入	77.9%	78.9%	78.4%	78.2%	77.3%	76.9%	其他流动资产	182	187	185	140	140	147	
毛利	761	935	1,260	1,280	1,452	1,612	流动资产	3,692	4,903	4,747	5,889	6,153	6,568	
%销售收入	22.1%	21.1%	21.6%	21.8%	22.7%	23.1%	%总资产	56.9%	60.9%	59.4%	64.0%	61.7%	63.1%	
营业税金及附加	-20	-22	-31	-31	-34	-38	长期投资	103	197	166	167	166	166	
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	固定资产	2,268	2,495	2,568	2,808	3,364	3,411	
营业费用	-152	-199	-247	-253	-275	-301	%总资产	34.9%	31.0%	32.1%	30.5%	33.7%	32.8%	
%销售收入	4.4%	4.5%	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%	无形资产	375	399	437	340	295	257	
管理费用	-424	-439	-581	-588	-626	-678	非流动资产	2,801	3,152	3,251	3,317	3,826	3,835	
%销售收入	12.3%	9.9%	10.0%	10.0%	9.8%	9.7%	%总资产	43.1%	39.1%	40.6%	36.0%	38.3%	36.9%	
息税前利润 (EBIT)	164	275	401	408	518	595	资产总计	6,493	8,055	7,998	9,205	9,980	10,403	
%销售收入	4.8%	6.2%	6.9%	6.9%	8.1%	8.5%	短期借款	1,162	285	817	1,900	2,222	1,997	
财务费用	-83	-84	-67	-79	-121	-121	应付款项	1,948	2,938	2,830	3,167	3,265	3,416	
%销售收入	2.4%	1.9%	1.2%	1.3%	1.9%	1.7%	其他流动负债	123	1,439	690	187	196	209	
资产减值损失	-76	-64	-61	0	0	0	流动负债	3,234	4,662	4,337	5,254	5,684	5,622	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	254	223	123	123	123	124	
投资收益	1	1	2	1	1	1	其他长期负债	398	425	451	373	376	379	
%税前利润	0.5%	0.5%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	负债	3,886	5,309	4,911	5,749	6,182	6,125	
营业利润	5	128	274	329	398	475	普通股股东权益	2,306	2,525	2,828	3,167	3,479	3,930	
营业利润率	0.1%	2.9%	4.7%	5.6%	6.2%	6.8%	少数股东权益	301	221	259	289	319	349	
营业外收支	146	101	159	150	150	150	负债股东权益合计	6,493	8,055	7,998	9,205	9,980	10,403	
税前利润	151	228	433	479	548	625	比率分析		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
利润率	4.4%	5.2%	7.4%	8.2%	8.6%	8.9%	每股指标							
所得税	-29	-55	-96	-110	-126	-144	每股收益	0.270	0.380	0.751	0.848	0.980	1.128	
所得税率	19.3%	24.2%	22.2%	23.0%	23.0%	23.0%	每股净资产	5.765	6.314	7.070	7.918	8.697	9.825	
净利润	122	173	337	369	422	481	每股经营现金净流	0.632	0.954	2.057	-1.065	1.884	1.933	
少数股东损益	14	21	37	30	30	30	每股股利	0.000	0.300	0.100	0.000	0.000	0.000	
归属于母公司的净利润	108	152	300	339	392	451	回报率							
净利率	3.1%	3.4%	5.2%	5.8%	6.1%	6.5%	净资产收益率	4.68%	6.03%	10.62%	10.71%	11.27%	11.48%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	1.66%	1.89%	3.75%	3.68%	3.93%	4.34%	
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	3.27%	6.27%	7.58%	5.72%	6.48%	7.15%	
净利润	122	173	337	369	422	481	增长率							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	22.82%	28.50%	31.71%	0.90%	8.59%	9.48%	
非现金支出	312	360	408	372	399	451	EBIT 增长率	13.90%	68.16%	45.65%	1.76%	26.97%	14.99%	
非经营收益	76	78	51	-59	-11	-8	净利润增长率	-15.62%	40.99%	97.31%	12.95%	15.54%	15.14%	
营运资金变动	-257	-229	28	-1,109	-57	-151	总资产增长率	9.79%	24.06%	-0.72%	15.10%	8.41%	4.25%	
经营活动现金净流	253	382	823	-426	754	773	资产管理能力							
资本开支	-473	-365	-363	-367	-759	-310	应收账款周转天数	137.0	113.3	96.2	100.0	98.0	97.0	
投资	-327	-168	-8	-1	0	0	存货周转天数	119.6	98.2	80.9	115.0	110.0	110.0	
其他	37	137	43	1	1	1	应付账款周转天数	126.6	115.0	104.9	110.0	108.0	106.0	
投资活动现金净流	-763	-395	-329	-367	-758	-309	固定资产周转天数	201.1	182.5	145.5	131.3	126.9	118.4	
股权募资	15	0	17	0	-80	0	偿债能力							
债权募资	399	333	-328	1,086	325	-221	净负债/股东权益	42.37%	-0.88%	7.69%	32.49%	35.42%	23.85%	
其他	-107	-124	-79	-96	-140	-143	EBIT 利息保障倍数	2.0	3.3	6.0	5.2	4.3	4.9	
筹资活动现金净流	307	208	-390	991	104	-364	资产负债率	59.85%	65.91%	61.40%	62.46%	61.95%	58.87%	
现金净流量	-203	195	104	197	100	100								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-09-01	买入	22.79	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD