

强烈推荐-A (维持)

中材科技 002080.SZ

目标估值: 26-26 元

当前股价: 19.3 元

2017 年 03 月 12 日

两会强调实现火电超低排放, 滤料业务迎来放量

基础数据

上证综指	3213
总股本 (万股)	80679
已上市流通股 (万股)	40000
总市值 (亿元)	156
流通市值 (亿元)	77
每股净资产 (MRQ)	10.0
ROE (TTM)	4.5
资产负债率	60.5%
主要股东	中国中材股份有限公司
主要股东持股比例	60.24%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	4	3
相对表现	2	0	-11



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《中材科技 (002080) —16 业绩符合预期, 17Q1 风电叶片逆势增长》
2017-02-24

2、《中材科技 (002080) —中材锂膜项目扩产, 加快投产抢占先机》
2017-01-25

卢平

021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

联系人:

郑晓刚

zhengxiaogang@cmschina.com.cn

戴亚雄

daiyaxiong@cmschina.com.cn

事件:

《2017 年政府工作报告》中重点提到了加大生态环境保护治理力度。随着解决燃煤污染、发展清洁能源等措施的推进落实, 我们预计中材科技的高温过滤材料和风电叶片业务会有受益, 并更新对公司滤料业务发展的跟踪情况。

《2017 年政府工作报告》中重点提到: (1) 加大生态环境保护治理力度。要加快解决燃煤污染问题, 加大燃煤电厂超低排放和节能改造力度, 东中部地区要分别于今明两年完成, 西部地区于 2020 年完成。(2) 扎实有效去产能。要淘汰、停建、缓建煤电产能 5000 万千瓦以上, 以防范化解煤电产能过剩风险, 提高煤电行业效率, 为清洁能源发展腾空间。

评论:

1、两会强调实现燃煤电厂超低排放, 预计今明两年节能改造力度加大: 2015 年 12 月, 环保部印发《全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造工作方案》。(1) 主要目标上: 2020 年, 全国所有具备改造条件的燃煤电厂力争实现超低排放 (即在基准氧含量 6% 条件下, 烟尘、二氧化硫、氮氧化物排放浓度分别不高于 10、35、50 毫克/立方米)。全国有条件的新建燃煤发电机组达到超低排放水平。(2) 时间节点上: 将东部地区原计划 2020 年前完成的超低排放改造任务, 提前至 2017 年前总体完成; 将对东部地区的要求逐步扩展至全国有条件地区, 其中, 中部地区力争在 2018 年前基本完成, 西部地区在 2020 年前完成。(3) 此次两会再次强调时间节点, 我们预计今明两年, 燃煤电厂的节能改造力度将加大。

2、火电与水泥环保标准日趋严格: 火电厂大气污染物排放标准 (GB 13223-2011) 规定, 自 2014 年 7 月 1 日起, 现有火力发电燃煤锅炉的烟尘排放限值为 30mg/m³; 自 2012 年 1 月 1 日起, 新建火力发电燃煤锅炉的烟尘排放限值为 30mg/m³; 重点地区烟尘排放限值为 20mg/m³。要达到超低排放标准, 尚有一定距离。根据调研了解, 五大电力集团旗下, 尚有不少燃煤锅炉的烟尘排放为 20mg/m³, 预计今明两年, 会加大节能改造的投入。水泥方面, 现有水泥生产线排气筒最高允许排放浓度, 2006-2009 年为 100mg/m³, 2010 年开始为 50mg/m³, 而 2015 年 7 月开始降为 30mg/m³。

3、袋除尘效率高, 在火电市场不断推广: 相对于电除尘, 袋式除尘器对粉尘、烟尘的处理性能更高效而稳定, 环保标准趋严的背景下, 有较大的市场空间。袋除尘行业规模超过百亿元, 预计今明两年会有较大增量 (2014 年行业总产值约 133 亿元)。水泥行业中, 2014 年以来, 大量老工艺生产线由静电除尘器改造为袋式除尘器, 使用比例较高, 为减排起到重要作用。近年来, 袋除尘技术在电力行业已逐渐被认同并不断推广, 假设未来 5 年火电行业除尘市场有 50% 进行袋除尘改造, 我们估算每年的产值规模接近 10 亿元。

4、公司滤料业务增长明显，并中标大唐全部标段：2015年，公司高温过滤材料，销售量达到443万平方米，同比增长31%，收入达到3.15亿元，同比增长45%，毛利率为23%。业务主体为中材科技膜材料公司，主营高端高温除尘滤袋，之前产品主要应用于水泥行业，市占率达到行业第一。年初，公司中标大唐电力全部标段共1亿元，开大唐集团的先河，公司的技术和品牌获得了高度认可，未来有望在五大电力集团获取更大份额和大合同，成为电力市场的领导者。公司产品已达到国际先进水平，为五大电力集团提供的部分产品，能达到烟尘排放仅5mg/m³的水平。此类产品溢价也较为明显，售价能比普通产品高出约20%。随着袋除尘的深入推广，公司滤料业务将明显受益，我们判断近两年其收入增速有望达到30%。

5、两会强调发展清洁能源，风电产业中期仍将快速发展：2016年2月，国家能源局发文要求，2020年非水电可再生能源的消纳比例要达到9%，而其中大部分为风电，未来风电消纳比例将进一步提高（2016年前三季度上升到3.9%）。风电装机回暖，公司风电叶片在一季度传统淡季实现增长。预计未来，公司一方面受益于大客户金风科技的发展，一方面大概率走向国际化。金风科技2016年新增装机容量份额达到27.1%，继续遥遥领先。而中材叶片市占率在国内多年保持第一，已具备抢滩海外市场的能力。

投资建议：

公司作为新材料龙头，形成了稳定高效的平台。环保标准趋严，袋除尘技术不断推广，公司滤料业务迎来放量。而风电叶片业务多年稳居国内份额第一，预计未来国际化是大趋势。风电装机回暖，泰山玻纤价稳量增，气瓶业务减亏，业绩迎来拐点，2018年也具备增长持续性。而两材合并同业竞争问题解决+锂膜产能投放是催化剂，市值不到160亿元。给予公司对应2017年30倍估值，目标价26元，“强烈推荐-A”评级。

风险提示：

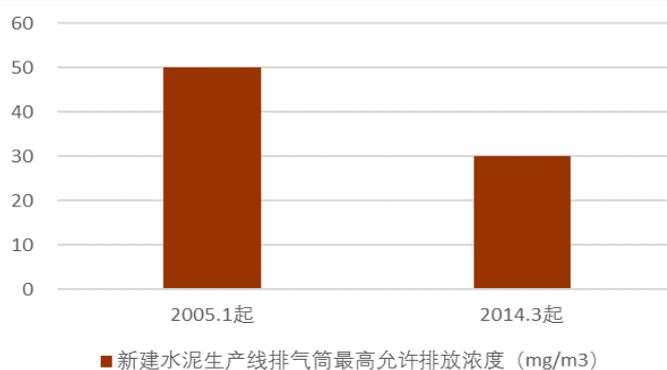
新增风电装机不达预期，玻纤行业竞争过于激烈，新业务拓展不达预期等。

图 1：现有水泥生产线颗粒物最高排放限值（mg/m³）



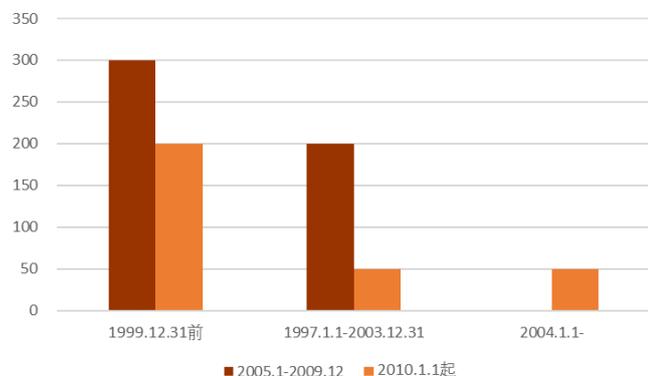
资料来源：环保部、招商证券

图 2：新建水泥生产线颗粒物最高排放限值（mg/m³）



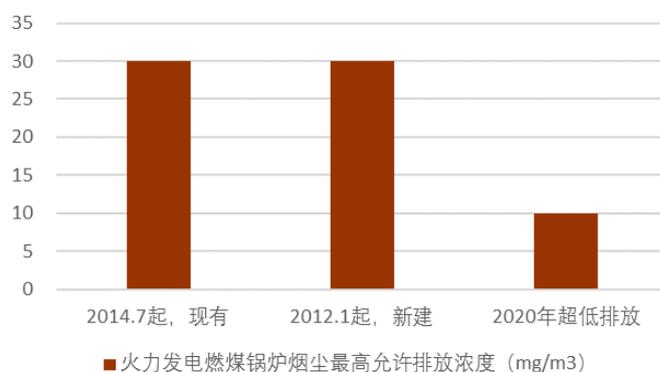
资料来源：环保部、招商证券

图 3: 不同建设时段的火力发电燃煤锅炉, 烟尘最高允许排放浓度 (mg/m³, 2003 年标准)



资料来源: 环保部、招商证券

图 4: 火力发电燃煤锅炉的烟尘最高允许排放浓度 (mg/m³, 2011 年标准)



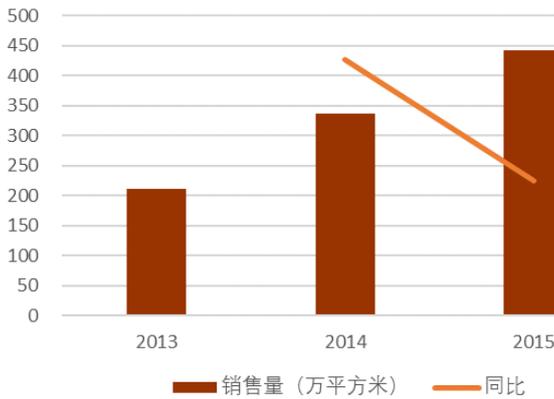
资料来源: 环保部、招商证券

表 1: 主要除尘技术的比较

比较项目	袋除尘	电除尘	电袋复合式
性能			
除尘效率	除尘效率在 99.99%, 烟尘排放浓度小于 50mg/m ³	除尘效率在 99%, 烟尘排放浓度较难稳定小于 50mg/m ³	同袋式除尘器
分级效率	对 PM10 以下的粉尘具有很好的过滤效果	对 PM10 以下的粉尘过滤效果差	同袋式除尘器
设备阻力	一般在 1500Pa 左右	200-300Pa	600-1200Pa
成本			
设备投资	稍高于电除尘器	略低	原电除尘改为电袋复合式成本较低
土地投资	占地面积较小, 土地投入小	占地面积较大, 土地投入大	介于前两者之间
设备电耗	风机与空压机的电耗较低	高压电厂电耗较高	介于前两者之间
设备维护费用	滤料更换费用	电极维修费用	滤料更换费用、电极维修费用
日常运行管理	在线维修	维修时须要停机	袋式除尘部分维修时可不停机

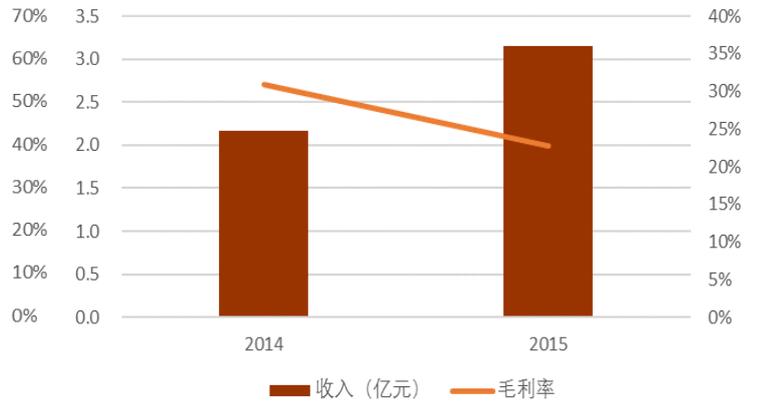
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 公司滤料销售量快速增长 (万平方米)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 公司滤料的收入与毛利率



资料来源: 公司公告、招商证券

图 7: 风电消纳占比稳步提升 (亿度, %)



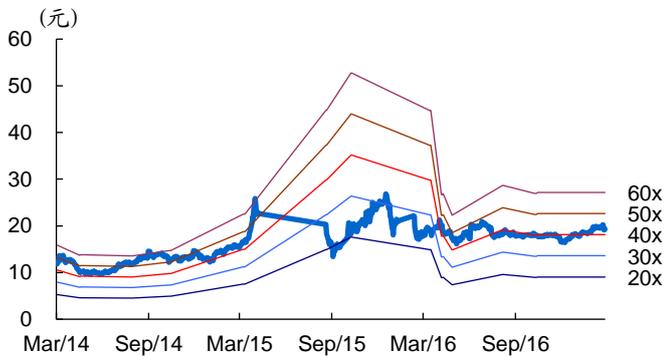
资料来源: 金风科技、招商证券

图 8: 中材叶片营业收入 (亿元)



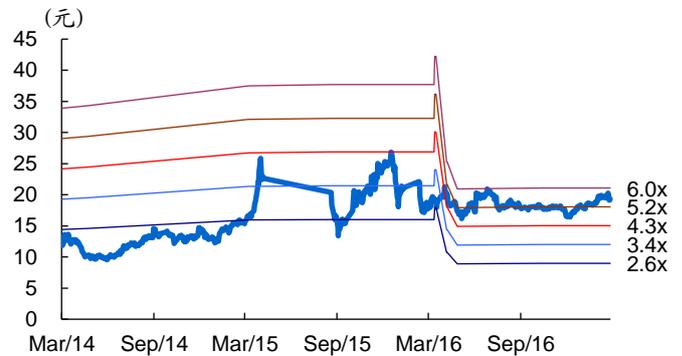
资料来源: 公司官网、招商证券

图 9: 中材科技历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 10: 中材科技历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4903	7744	10224	11577	12789
现金	532	1641	2021	2175	2268
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1736	1662	2415	2803	2988
应收款项	1408	2375	3079	3573	4103
其它应收款	22	126	186	216	248
存货	1018	1577	2022	2246	2541
其他	187	364	501	564	641
非流动资产	3152	10956	12067	12135	12197
长期股权投资	24	30	30	30	30
固定资产	2212	8141	9249	9314	9372
无形资产	365	939	945	950	955
其他	551	1846	1843	1841	1839
资产总计	8055	18700	22291	23712	24987
流动负债	4662	9910	11121	11785	12096
短期借款	215	3029	4203	4107	3423
应付账款	1272	1754	2439	2709	3065
预收账款	140	108	161	178	202
其他	3035	5018	4318	4791	5406
长期负债	647	2571	2623	2680	2742
长期借款	223	1976	1976	1976	1976
其他	425	595	647	704	766
负债合计	5309	12480	13743	14465	14838
股本	400	400	807	807	807
资本公积金	1395	3985	5520	5520	5520
留存收益	731	1371	1712	2334	3124
少数股东权益	221	464	509	587	698
归属于母公司所有者权益	2525	5756	8039	8661	9451
负债及权益合计	8055	18700	22291	23712	24987

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	382	823	1002	1616	2247
净利润	152	300	401	702	1001
折旧摊销	296	347	913	1031	1038
财务费用	83	68	256	243	224
投资收益	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	(162)	91	(696)	(443)	(131)
其它	14	18	130	84	118
投资活动现金流	(395)	(329)	(2100)	(1100)	(1100)
资本支出	(366)	(367)	(2100)	(1100)	(1100)
其他投资	(30)	38	0	0	0
筹资活动现金流	209	(390)	1478	(362)	(1054)
借款变动	199	(3028)	(201)	(97)	(683)
普通股增加	0	0	407	0	0
资本公积增加	107	2591	1534	0	0
股利分配	(40)	(48)	(60)	(80)	(211)
其他	(56)	95	(203)	(185)	(160)
现金净增加额	196	104	380	154	93

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4424	5828	8625	10009	11493
营业成本	3490	4568	6774	7524	8514
营业税金及附加	22	31	46	54	63
营业费用	199	247	285	350	391
管理费用	439	581	794	921	1000
财务费用	84	67	256	243	224
资产减值损失	64	61	150	65	40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	2	2	2	2
营业利润	128	274	323	853	1262
营业外收入	106	168	260	160	180
营业外支出	6	9	10	10	12
利润总额	228	433	573	1003	1430
所得税	55	96	127	223	318
净利润	173	337	446	780	1112
少数股东损益	21	37	45	78	111
归属于母公司净利润	152	300	401	702	1001
EPS (元)	0.38	0.75	0.50	0.87	1.24

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	29%	32%	48%	16%	15%
营业利润	2526%	115%	18%	164%	48%
净利润	41%	97%	34%	75%	42%
获利能力					
毛利率	21.1%	21.6%	21.5%	24.8%	25.9%
净利率	3.4%	5.2%	4.7%	7.0%	8.7%
ROE	6.0%	5.2%	5.0%	8.1%	10.6%
ROIC	4.9%	2.1%	3.1%	5.6%	7.4%
偿债能力					
资产负债率	65.9%	66.7%	61.7%	61.0%	59.4%
净负债比率	6.3%	34.1%	27.7%	25.7%	21.6%
流动比率	1.1	0.8	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.8	0.6	0.7	0.8	0.8
营运能力					
资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5
存货周转率	3.7	3.5	3.8	3.5	3.6
应收帐款周转率	3.2	3.1	3.2	3.0	3.0
应付帐款周转率	3.2	3.0	3.2	2.9	2.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.38	0.75	0.50	0.87	1.24
每股经营现金	0.95	2.06	1.24	2.00	2.79
每股净资产	6.31	14.39	9.96	10.73	11.71
每股股利	0.12	0.15	0.10	0.26	0.37
估值比率					
PE	50.7	25.7	38.8	22.2	15.6
PB	3.1	1.3	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	651.4	477.2	206.8	145.1	122.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

郑晓刚：毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究。

戴亚雄：毕业于上海财经大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。