安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 07 月 05 日

中材科技（002080.SZ）

公司快报

证券研究报告

新型建材及非金属新材料

中报预增 30%-40%，业绩拐点逻辑持续得到验证

■**事件：**公司发布 2017 年半年度业绩预告修正公告，公司预计上半年实现归母净利润 3.54-3.82 亿元，较上年同期增长 30%-40%。

■**中报预增 30%-40%，远超此前预期：**公司中报业绩预增 30%-40%，远超公司此前在一季报中预计的 0-30%的增幅。主要原因在于：1）玻璃纤维产业市场需求较好，同时公司 2016 年募集资金投资建设的两条十万吨玻璃纤维生产线陆续建成投产，产能规模、生产效率的提升促进盈利能力有所提高；2）公司在 2016 年对气瓶产业调布局、去产能，完成内部资产业务整合，2017 年上半年业绩大幅改善。

■**业绩拐点逻辑持续得到验证：**2016 年，由于风电行业装机有所下滑，同时气瓶业务持续低迷，公司业绩有所下滑。2017 年 Q1，公司实现营业收入 20.32 亿元，同比增长 33.09%，实现归母净利润 1.37 亿元，同比增长 82.11%，业绩重回高增长。此次中报业绩预增 30%-40%，我们此前对公司业绩拐点的判断再次得到验证。

■**行业维持高景气度，泰山玻纤有望持续超业绩承诺：**过去几年玻纤一直处于景气周期中，今年主要受益于汽车、家电等下游需求上升，尤其是汽车轻量化趋势加快使得热塑材料需求大幅提升，玻纤今年需求情况持续向好。从供给端来看，新增产能有限，主要是冷修技改带来的新增产能（大规模新建扩建产能有限）。同时，行业集中度较高，前三家市占率超 60%，其中，中国巨石和泰山玻纤属同一集团控制，有望协同。因此，我们认为玻纤高景气度有望持续。泰山玻纤当前产能 68 万吨/年，产能规模全球排名第三，国内排名第二，仅次于中国巨石。此前，中材股份承诺泰山玻纤 2015-2018 年扣非净利润分别为 2.68 亿、2.22 亿、3.10 亿、4.62 亿，泰山玻纤 2015-2016 实际扣非净利润 3.16 亿、4.15 亿，均远超业绩承诺。近年来，公司玻纤及制品单吨成本稳步下降，毛利率稳步提升（2013-2016 年，单吨成本下降 580 元/吨，毛利率提高 12%），我们认为，随着公司本部老区生产线逐步关停、本部新区生产线逐步投产、部分老旧窑炉的技改完成同时叠加行业高景气度，2017 年全年泰山玻纤业绩有望达到 5 亿元，持续大幅超业绩承诺。

■**受益行业回暖，叶片业务有望重回增长：**2016 年，由于行业装机同比下滑 24%，同时公司调整售价及产品结构，营收和净利润分别同比

投资评级 买入-A

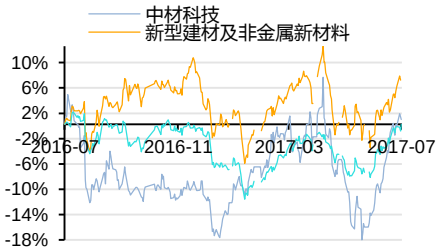
维持评级

6 个月目标价：	24.78 元
股价（2017-07-05）	20.02 元

交易数据

总市值（百万元）	16,151.94
流通市值(百万元)	8,008.00
总股本（百万股）	806.79
流通股本(百万股)	400.00
12 个月价格区间	16.24/21.48 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.0	-4.07	3.69
绝对收益	16.53	-0.76	3.56

邓永康 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517050005
dengyk@essence.com.cn

陈乐 报告联系人
chenle1@essence.com.cn

吴用 报告联系人
wuyong1@essence.com.cn

相关报告

中材科技：风电叶片龙头多点开花，锂电隔膜放量可期/邓永康	2017-05-30
中材科技：玻纤业务持续发力，各业务线全面复苏/黄守宏	2017-04-19
中材科技：风电叶片玻纤业务发力，各业务线全面复苏/黄守宏	2017-03-16
中材科技：四大业务齐头并进蓄势待发，锂电隔膜重点期待/黄守宏	2016-10-21

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

下滑 18.59%和 41.36%。2016 年国内风电设备公开招标容量达 28.3GW，同比增长 51.3%，2017 年一季度国内公开招标容量为 7.4GW，仍维持较高水平。作为行业的前瞻性指标，招标量的大幅上升显示行业装机需求在回暖，行业景气度在提升，为今明两年的装机需求提供了重要支撑。另外，在弃风限电确定进入改善通道的背景下，风电运营的高收益率叠加 2018 年上网电价的大幅下调，风电基本面复苏的趋势十分明确，今明两年行业装机有望恢复平稳增长。公司作为风电叶片龙头企业，将显著受益行业需求回暖，销量及售价均有望止跌回升；其次，随着产品结构调整期的结束，大叶型叶片占比显著提升，规模效应逐步显现，毛利率有望企稳回升。

■**技术领先，锂电隔膜放量可期：**2016 年 3 月，公司投资 9.95 亿元建设年产 2.4 亿平米锂电池隔膜生产线，当前两条生产线设备安装基本完成并进入调试阶段。其中，1/2 线单线产能 6000 万平米合计 1.2 亿平米预计今年下半年建成投产，3/4 线单线产能 6000 万平米合计 1.2 亿平米预计 2018 年上半年建成投产。公司锂膜业务采用行业领先的湿法双向同步拉伸工艺且与国内外领先装备制造商组成联合体，利益绑定，装备制造商全程参与生产线建设和调试，隔膜良品率有望达到 75-80%。客户方面，公司对 CATL、比亚迪、亿纬锂能、沃特玛等主流电池厂商均有小批量供货，目前主要受限产能不足。随着新线产能逐步释放，公司有望迅速抢占市场份额，跻身一线隔膜企业，成为行业黑马。

■**气瓶业务轻装上阵，扭亏为盈可期：**受国际油价下降等因素影响，天然气气瓶产业市场需求持续疲软，销量持续下滑，气瓶业务出现连年亏损。2016 年，气瓶业务实现营业收入 2.91 亿元，同比下跌 27%，实现净利润-2.12 亿元，严重拖累公司整体业绩。2016 年公司对气瓶业务进行资产整合，将生产制造中心向低成本地区（成都）转移，整体产能规模减半，开拓长管拖车、氢气瓶等新业务，同时对气瓶业务计提了 1.37 亿元的固定资产减值准备，整体产业轻装上阵，同时，氢气瓶及长管拖车等新品开拓发展势头较好，订单逐步释放，我们认为，气瓶业务有望扭亏为盈。

■**投资建议：**公司已完成玻纤及复合材料领域价值链的整合，未来两大主业的盈利能力有望持续提升；同时，气瓶业务轻装上阵，锂电隔膜新线即将量产。业务多点开花，公司经营有望驶入新一轮发展快车道。预计公司 2017/18/19 年营收 99/113/127 亿元，增速 11%/14%/12%；归属母净利 7.52/9.56/12.07 亿元，增速 87%/27%/26%；EPS 0.93/1.19/1.50 元。维持公司买入-A 评级，维持公司目标价 24.78 元。

■**风险提示：**1）行业经营环境恶化，使得公司主要产品的出货量与盈

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

利能力承压；2）内部业务整合不力或者经营管理效率提升进展缓慢，主要产品盈利能力未能得到提升；3）锂电隔膜生产线达产低于预期或者良品率低于预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	5,827.6	8,968.9	9,937.7	11,347.6	12,654.0
净利润	300.3	401.4	751.6	956.3	1,206.5
每股收益(元)	0.37	0.50	0.93	1.19	1.50
每股净资产(元)	7.13	9.90	10.55	11.38	12.43

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	53.8	40.2	21.5	16.9	13.4
市净率(倍)	2.8	2.0	1.9	1.8	1.6
净利润率	5.2%	4.5%	7.6%	8.4%	9.5%
净资产收益率	5.2%	5.0%	8.8%	10.4%	12.0%
股息收益率	0.0%	1.3%	1.4%	1.8%	2.2%
ROIC	10.8%	4.4%	7.7%	9.0%	10.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,827.6	8,968.9	9,937.7	11,347.6	12,654.0
减:营业成本	4,567.8	6,669.5	7,177.1	8,138.4	9,006.1
营业税费	31.0	114.4	125.2	141.8	158.2
销售费用	246.7	401.7	437.3	493.6	537.8
管理费用	581.4	904.1	993.8	1,123.4	1,240.1
财务费用	67.3	272.7	239.6	209.7	136.3
资产减值损失	61.0	254.9	40.0	50.0	50.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	1.6	1.8	1.3	1.4	1.5
营业利润	273.9	353.4	926.1	1,192.0	1,527.1
加:营业外净收支	158.8	209.7	130.8	147.0	156.6
利润总额	432.7	563.1	1,056.9	1,338.9	1,683.6
减:所得税	95.9	139.6	228.0	294.3	377.0
净利润	300.3	401.4	751.6	956.3	1,206.5

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,641.1	2,230.4	1,291.9	1,475.2	1,645.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	2,500.4	2,324.1	2,952.2	3,011.5	3,713.7
应收票据	1,661.6	1,899.1	2,275.8	2,390.1	2,790.8
预付帐款	254.7	377.6	231.3	480.7	321.2
存货	1,576.8	1,492.2	1,856.7	1,791.5	2,336.3
其他流动资产	109.4	111.4	44.9	52.1	58.5
可供出售金融资产	9.9	9.9	8.9	9.6	9.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	30.4	35.9	35.9	35.9	35.9
投资性房地产	25.6	27.9	27.9	27.9	27.9
固定资产	8,145.3	9,592.0	9,815.6	9,584.8	9,016.8
在建工程	1,472.3	1,006.9	678.5	439.2	269.6
无形资产	979.3	1,123.6	1,047.9	972.1	896.3
其他非流动资产	293.6	346.0	343.7	373.0	358.8
资产总额	18,700.4	20,577.0	20,611.2	20,643.7	21,480.5
短期债务	3,029.3	2,751.0	3,783.5	2,885.8	1,964.8
应付帐款	2,339.1	2,022.8	2,435.7	2,518.3	2,637.0
应付票据	2,136.9	1,905.2	2,432.9	2,319.8	2,817.1
其他流动负债	2,404.2	2,500.6	2,312.8	2,402.0	2,505.2
长期借款	1,975.7	1,840.1	-	-	-
其他非流动负债	595.1	1,272.6	764.2	877.3	971.4
负债总额	12,480.3	12,292.3	11,729.1	11,003.2	10,895.6
少数股东权益	464.0	293.7	370.9	459.2	559.3
股本	400.0	806.8	806.8	806.8	806.8
留存收益	5,352.7	7,179.2	7,704.4	8,374.4	9,218.9
股东权益	6,220.1	8,284.8	8,882.0	9,640.4	10,585.0

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	31.7%	53.9%	10.8%	14.2%	11.5%
营业利润增长率	114.8%	29.0%	162.1%	28.7%	28.1%
净利润增长率	97.3%	33.7%	87.3%	27.2%	26.2%
EBITDA 增长率	35.6%	110.7%	49.9%	14.4%	12.5%
EBIT 增长率	60.9%	83.5%	86.2%	20.2%	18.7%
NOPLAT 增长率	65.4%	77.3%	93.4%	19.9%	18.3%
投资资本增长率	331.1%	11.9%	1.7%	-0.2%	-1.3%
净资产增长率	126.5%	33.2%	7.2%	8.5%	9.8%
利润率					
毛利率	21.6%	25.6%	27.8%	28.3%	28.8%
营业利润率	4.7%	3.9%	9.3%	10.5%	12.1%
净利润率	5.2%	4.5%	7.6%	8.4%	9.5%
EBITDA/营业收入	11.8%	16.1%	21.8%	21.9%	22.1%
EBIT/营业收入	5.9%	7.0%	11.7%	12.4%	13.1%
运营效率					
固定资产周转天数	320	356	352	308	265
流动营业资本周转天数	17	25	30	39	52
流动资产周转天数	391	325	310	283	285
应收帐款周转天数	121	97	96	95	96
存货周转天数	80	62	61	58	59
总资产周转天数	826	788	746	654	599
投资资本周转天数	404	452	434	383	341
投资回报率					
ROE	5.2%	5.0%	8.8%	10.4%	12.0%
ROA	1.8%	2.1%	4.0%	5.1%	6.1%
ROIC	10.8%	4.4%	7.7%	9.0%	10.7%
费用率					
销售费用率	4.2%	4.5%	4.4%	4.4%	4.3%
管理费用率	10.0%	10.1%	10.0%	9.9%	9.8%
财务费用率	1.2%	3.0%	2.4%	1.8%	1.1%
三费/营业收入	15.4%	17.6%	16.8%	16.1%	15.1%
偿债能力					
资产负债率	66.7%	59.7%	56.9%	53.3%	50.7%
负债权益比	200.6%	148.4%	132.1%	114.1%	102.9%
流动比率	0.78	0.92	0.79	0.91	1.09
速动比率	0.62	0.76	0.62	0.73	0.86
利息保障倍数	5.07	2.30	4.87	6.69	12.20
分红指标					
DPS(元)	-	0.26	0.28	0.36	0.45
分红比率	0.0%	52.5%	30.0%	30.0%	30.0%
股息收益率	0.0%	1.3%	1.4%	1.8%	2.2%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	336.8	423.5	751.6	956.3	1,206.5
加:折旧和摊销	346.9	846.7	1,005.6	1,083.3	1,132.1
资产减值准备	61.0	254.9	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	68.1	363.1	239.6	209.7	136.3
投资损失	-1.6	-1.8	-1.3	-1.4	-1.5
少数股东损益	36.5	22.1	77.2	88.3	100.1
营运资金的变动	-416.9	-378.2	-227.1	-528.4	-676.3
经营活动产生现金流量	823.0	1,082.3	1,845.7	1,807.8	1,897.2
投资活动产生现金流量	-329.0	-1,473.3	-864.0	-556.5	-304.8
融资活动产生现金流量	-390.3	871.8	-1,920.3	-1,068.0	-1,422.6

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.37	0.50	0.93	1.19	1.50
BVPS(元)	7.13	9.90	10.55	11.38	12.43
PE(X)	53.8	40.2	21.5	16.9	13.4
PB(X)	2.8	2.0	1.9	1.8	1.6
P/FCF	-8.1	-16.6	-18.0	39.8	36.5
P/S	2.8	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	22.6	12.5	9.1	7.7	6.5
CAGR(%)	45.8%	45.6%	68.7%	45.8%	45.6%
PEG	1.2	0.9	0.3	0.4	0.3
ROIC/WACC	1.2	0.5	0.8	1.0	1.1
REP	1.3	3.2	2.0	1.6	1.3

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

邓永康声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。