CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

中材科技 002080.SZ

目标估值：26-26 元
当前股价：20.69 元
2017 年 07 月 06 日

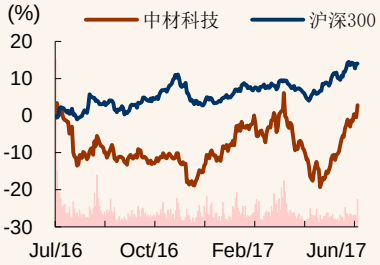
待发的锂膜新秀，高端湿法引领未来

基础数据

上证综指	3212
总股本（万股）	80679
已上市流通股（万股）	40000
总市值（亿元）	167
流通市值（亿元）	83
每股净资产（MRQ）	10.1
ROE（TTM）	6.3
资产负债率	59.3%
主要股东	中国中材股份有限公
主要股东持股比例	60.24%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	11	2
相对表现	12	3	-13



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《中材科技（002080）—玻纤新线投产降本增效，预告上调业绩增速区间》2017-07-05

2、《中材科技（002080）—Q1 风电略低于预期，全年表现仍值得期待》2017-04-19

3、《中材科技（002080）—16 业绩符合预期，17 业务回暖亮点多》2017-03-16

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：

据报道，近日，国家副主席李源潮来到中材锂膜滕州产业园，考察了“年产 2.4 亿平方米锂电池隔膜建设项目”现场，对锂膜公司的战略规划和产业布局表示肯定。

评论：

1、技术积淀深厚，已通过多家大型客户认证：（1）公司承继了原南玻院、北玻院和苏非院三个国家级科研院所四十多年的核心技术资源和人才优势，作为新材料平台，风电叶片、过滤材料业务位居业内第一，泰山玻纤业内领先。公司在 PTFE 膜技术开发基础上，研发了湿法锂膜技术，2011 年正式进入锂膜行业，目前年产能 2720 万平米。（2）客户壁垒高，产品认证周期长，公司已初步完成布局。经过 5 年多的技术开发和市场推广，公司锂膜产品已经通过了国内多家大型锂电池企业的认证，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，现有产能严重不足。

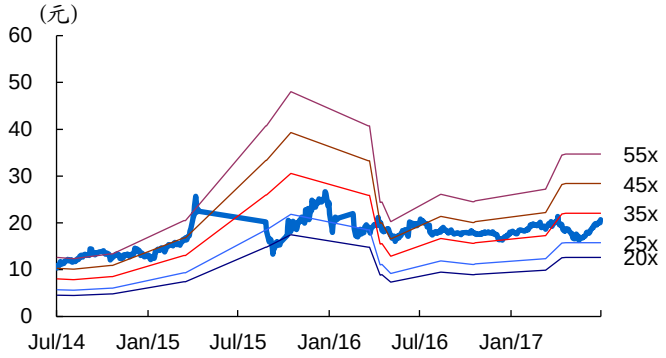
2、高端湿法工艺引领未来趋势：（1）锂离子电池隔膜，是锂电池四大关键组件中技术壁垒最高的组件。随着国内新能源汽车崛起，拉动隔膜需求，中高端产能供不应求，国产替代空间巨大。湿法隔膜的产品性能更优异，未来湿法+涂覆工艺对干法隔膜替代是大趋势。（2）公司投资新建 4 条单线产能 6000 万平米锂膜生产线，采用先进的湿法双向同步拉伸工艺，并与国内外领先装备制造商组成联合体，装备的提供速度和质量有保障。目前 2 条生产线设备进入调试阶段，预计下半年投产，另外 2 条预计明年上半年建成投产。

3、2020 年产能目标 10 亿平米，将跃进第一梯队：根据公司锂膜产业发展规划，“十三五”末，产能规模将达到 10 亿平米，实现销售收入超过 30 亿元。近期新能源汽车产业链的关注度很高，需要说明的是，当前市场对公司锂膜业务扩张力度和成效的认知，依然不足。

投资建议：泰山玻纤新线投产降本增效，气瓶业绩大幅改善，公司上调上半年业绩增速区间至 30%-40%，风电叶片和锂膜业务仍是中长期看点。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.01 元、1.26 元、1.49 元，给予公司对应 2017 年 26 倍估值，目标价 26 元，维持“强烈推荐-A”评级。

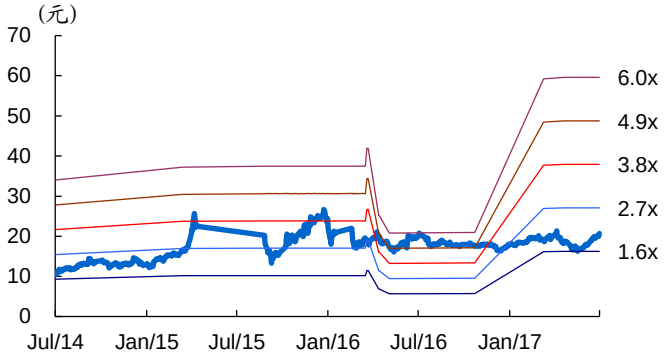
风险提示：风电装机大幅下滑，玻纤新增产能超预期，新业务不达预期等。

图 1: 中材科技历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2: 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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7744	8435	9678	10823	11949
现金	1641	2230	2321	2475	2568
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1662	1899	2271	2573	2902
应收款项	2375	2198	2605	2952	3329
其它应收款	126	126	151	171	193
存货	1577	1492	1751	1994	2222
其他	364	489	579	658	736
非流动资产	10956	12142	12721	12754	12786
长期股权投资	30	36	36	36	36
固定资产	8141	9589	10276	10405	10523
无形资产	939	1029	926	834	750
其他	1846	1488	1483	1480	1477
资产总计	**18700**	**20577**	**22399**	**23577**	**24735**
流动负债	9910	9180	10233	10506	10700
短期借款	3029	2751	3912	3389	2834
应付账款	1754	1843	2175	2476	2760
预收账款	108	174	205	234	260
其他	5018	4411	3940	4407	4846
长期负债	2571	3113	3113	3113	3113
长期借款	1976	1840	1840	1840	1840
其他	595	1273	1273	1273	1273
负债合计	**12480**	**12292**	**13346**	**13618**	**13812**
股本	400	807	807	807	807
资本公积金	3985	5528	5528	5528	5528
留存收益	1371	1656	2379	3229	4127
少数股东权益	464	294	338	394	460
归属于母公司所有者权益	5756	7991	8714	9565	10462
负债及权益合计	**18700**	**20577**	**22399**	**23577**	**24735**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	823	1082	1734	2056	2142
净利润	300	401	816	1014	1202
折旧摊销	347	847	920	967	968
财务费用	68	363	229	217	192
投资收益	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	91	(514)	(280)	(200)	(288)
其它	18	(13)	51	60	71
投资活动现金流	(329)	(1473)	(1498)	(998)	(998)
资本支出	(367)	(1305)	(1500)	(1000)	(1000)
其他投资	38	(168)	2	2	2
筹资活动现金流	(390)	872	(145)	(904)	(1051)
借款变动	(3026)	(1424)	176	(524)	(555)
普通股增加	0	407	0	0	0
资本公积增加	2591	1543	0	0	0
股利分配	(48)	(60)	(93)	(163)	(304)
其他	93	406	(229)	(217)	(192)
现金净增加额	104	481	91	154	93

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5828	8969	10725	12154	13706
营业成本	4568	6669	7870	8959	9984
营业税金及附加	31	114	137	155	175
营业费用	247	402	461	486	548
管理费用	581	904	1062	1130	1302
财务费用	67	273	229	217	192
资产减值损失	61	255	40	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	2	2	2	2
营业利润	274	353	928	1188	1487
营业外收入	168	227	239	251	220
营业外支出	9	18	22	16	20
利润总额	433	563	1145	1423	1687
所得税	96	140	284	353	419
净利润	337	423	861	1069	1268
少数股东损益	37	22	45	56	66
归属于母公司净利润	300	401	816	1014	1202
EPS（元）	0.75	0.50	1.01	1.26	1.49

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	32%	54%	20%	13%	13%
营业利润	115%	29%	163%	28%	25%
净利润	97%	34%	103%	24%	19%
获利能力					
毛利率	21.6%	25.6%	26.6%	26.3%	27.2%
净利率	5.2%	4.5%	7.6%	8.3%	8.8%
ROE	5.2%	5.0%	9.4%	10.6%	11.5%
ROIC	2.1%	3.4%	5.9%	7.0%	8.1%
偿债能力					
资产负债率	66.7%	59.7%	59.6%	57.8%	55.8%
净负债比率	34.1%	27.1%	25.7%	22.2%	18.9%
流动比率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.6	0.8	0.8	0.8	0.9
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
存货周转率	3.5	4.3	4.9	4.8	4.7
应收帐款周转率	3.1	3.9	4.5	4.4	4.4
应付帐款周转率	3.0	3.7	3.9	3.9	3.8
每股资料（元）					
每股收益	0.75	0.50	1.01	1.26	1.49
每股经营现金	2.06	1.34	2.15	2.55	2.66
每股净资产	14.39	9.90	10.80	11.86	12.97
每股股利	0.15	0.12	0.20	0.38	0.45
估值比率					
PE	27.6	41.6	20.5	16.5	13.9
PB	1.4	2.1	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	14.4	6.8	4.5	3.9	3.5

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。