

中材科技 (002080)
 增持/维持评级
 股价: RMB15.86

积极寻求突围, 短期尚难改观

分析师
 周煥
 SAC 执业证书编号:S1000510120036
 (0755)8249 2072
 zhouhuan@mail.htlhsc.com.cn

鲍雁辛
 SAC 执业证书编号:S1000511090001
 (0755)8249 2810
 baoyx@mail.htlhsc.com.cn

- 目前公司业绩主要由中材叶片子公司所贡献 (2010 年占比约 85%), 今年业绩的不尽如人意源自风电叶片市场价格的大幅下滑和销量的低于预期。
- 我们了解到 1.5MW 40.25 米风电叶片目前市场价格在 90 万元/套左右 (含税), 公司与中复联众、中航惠腾等主流供应商报价基本持平, 较之 2009 年 127 万/套 (不含税) 的出厂均价, 好光景不再。若按照行业平均 70 万元/套左右的制造成本估算, 扣除费用后目前每套净利润仅数万元。
- 销量方面, 初步预计今年和去年基本持平, 约 1600 套左右, 远低于年初规划的 2300 套, 除了今年信贷紧缩政策下风电场建设进度放缓外, 也有回款困难, 公司难以承受大量赊销的原故。
- 叶片市场短期难言反转, 未来 CNG 气瓶业务有望成长为支柱业务: 今年公司气瓶有效产能约 18 万只 (今年销量十余万只), 明年达 28 万只, 在建项目投产后 (2013 年) 产能 63 万只, 远期规划 100 万只, 占全球年需求量的 10% 左右。我们估算单只气瓶净利润约 200 余元, 目前尚难对业绩形成明显改善。
- 其他业务板块覆膜滤料、叶片模具、汽车发动机复合材料盈利状况尚不理想, 短期内快速打开市场还有一定难度。公司计划投资 7790 万元, 在原铅酸蓄电池隔膜的基础上开发锂电池隔膜, 但锂电池隔膜技术壁垒较高, 短期内难以产业化, 我们对此项业务的发展谨慎以待, 但母公司南京玻璃纤维研究院的技术实力较强, 未来仍值得重点关注。
- 由于今年风机叶片市场的急转直下而其他业务短期尚难带来业绩的改观, 我们下调对公司的盈利预测, 我们预计 2011-2012 年归属于母公司净利润 1.24 亿元、1.95 亿元, 对应 EPS 为 0.31、0.49 元, 同比增长-30.1%, 57.8%, 目前股价对应 2011-12 年 PE 为 51.16、32.36 倍。目前估值基本合理, 但考虑到长期来看公司气瓶业务规模的扩大及风机叶片市场的回暖和其他业务板块可能取得的突破, 我们仍维持对公司的“增持”评级。
- 风险提示: 叶片销量及价格可能进一步低于预期, 令公司业绩不及预测值。

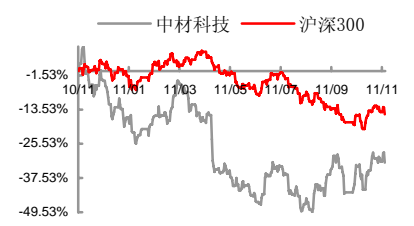
相关研究

《风电叶片承受量价双重压力 (增持)》
 20110818;
 《投资项目尚难带来业绩明显改善 (增持)》
 20110706;
 《警惕叶片价格可能的继续下滑 (增持)》
 20110320;

基础数据

总股本 (百万股)	400
流通 A 股 (百万股)	400
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	6,436

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

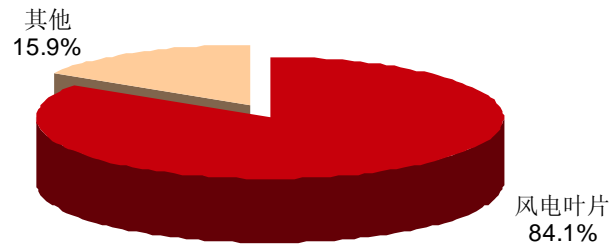
经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2573.5	2622.4	4158.2	5693.0
(+/-%)	59.6	1.9	58.6	36.9
归属母公司净利润(百万元)	177.0	123.7	195.2	275.0
(+/-%)	63.3	-30.1	57.8	40.9
EPS(元)	0.44	0.31	0.49	0.69
P/E(倍)	35.8	51.3	32.5	23.1

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

主业风电叶片仍在底部徘徊

目前公司业绩主要由中材叶片子公司所贡献(2010年净利润占比近85%),今年业绩的不尽如人意源自风电叶片价格的大幅下滑和信贷紧缩政策下回款困难导致的销量大幅低于预期。

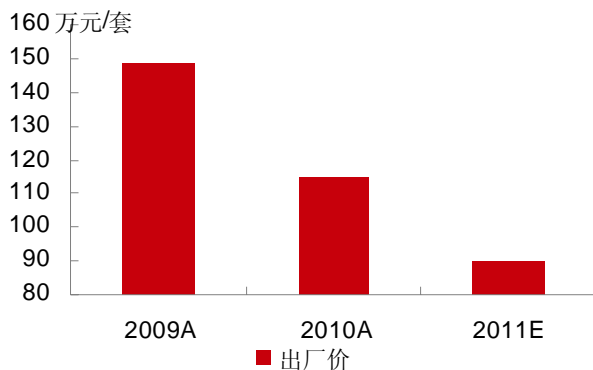
图 1: 2010 年风电叶片贡献归属母公司净利润占比为 84.1%



资料来源: 公司年报、华泰联合证券研究所

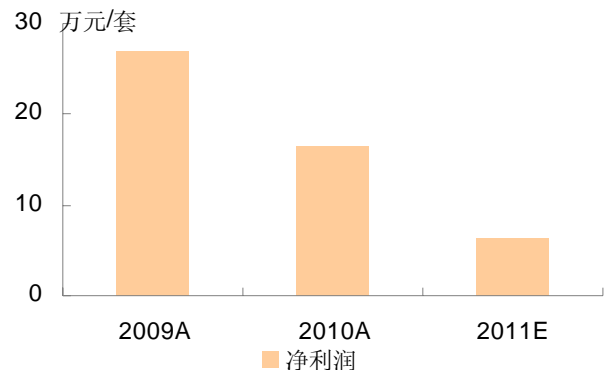
根据年报数据,我们测算2009年公司叶片销售单价为127元/套左右(不含税)对应净利润约27万/套,2010年跌至115万左右(含税)对应净利润约16.5万/套。我们了解到1.5MW 40.25米风电叶片目前市场价格在90万元/套左右(含税),公司与中复联众、中航惠腾等主流供应商报价基本持平,若按照行业平均70万元/套左右的制造成本估算,扣除费用后每套净利润仅数万元。

图 2: 风电叶片出厂价格(含税)近年出现较大跌幅



资料来源: 公司年报、华泰联合证券研究所

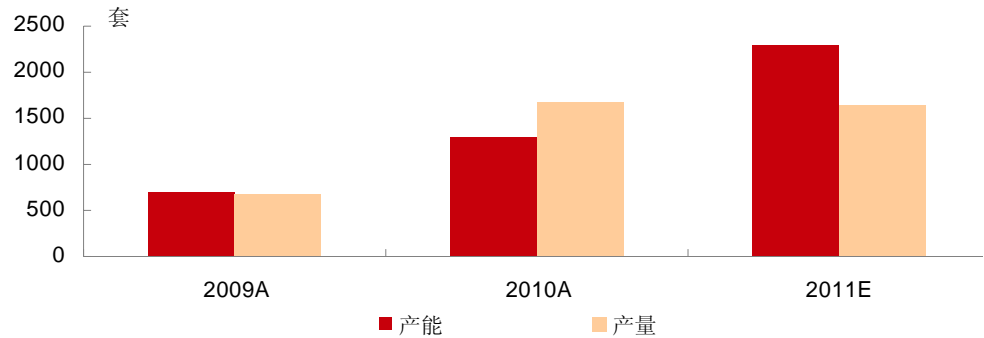
图 3: 单套叶片净利润急剧下滑



资料来源: 公司年报、华泰联合证券研究所

销量方面,初步预计今年和去年基本持平,约1600套左右,远低于年初规划的2300套,除了今年信贷紧缩政策下风电场建设进度放缓外,我们判断也有整机厂商资金紧张导致公司的贷款回收困难,而难以承受大量赊销的原故。

图 4: 公司风电叶片 2009-2011 年产能、产量



资料来源: 公司年报、华泰联合证券研究所

注: 2011 年产能包括 600 套 3MW 产能, 2009-2010 产能均为 1.5MW 产能

近年来我国 MW 级叶片产能增长较快, 目前整体过剩比较严重, 短期内风电叶片市场难言反转。

CNG 气瓶: 产能增长较快, 有望成为支柱业务

公司玻纤缠绕天然气高压气瓶 (CNG 气瓶) 主要用于天然气汽车, 采用无缝金属内衬外层玻纤缠绕, 近年来国内外需求呈平稳增长态势。到 2010 年底国内天然气汽车的保有量为 270 万辆左右, 全世界为 1250 万辆左右。

图 5: 车用玻纤缠绕 CNG 气瓶图示



资料来源: 华泰联合证券研究所

2009 年 4 月公司公告对原 15 万只气瓶生产线扩建, 形成共 28 万只的生产能力, 预计今年底至明年初可逐步达产, 2011 年 7 月 8 日公告投资 3.9 亿元建设 35 万只气瓶项目 (因土地问题实施地点由淄博调整至成都), 预计 2012 年底达产, 业绩贡献在 2013 年方可体现。若在建气瓶项目全部投产可形成约 63 万只的产能, 根据公司规模, 远期气瓶业务规模是 100 万只, 占到全球年需求量的约 10%。

我们估算去年公司 CNG 气瓶销量为 8 万只左右, 预计今年全年销量十余万只, 明年可将近 20 万只, 增长较快。但我们注意到目前国内车用 CNG 气瓶竞争激烈, 低端钢瓶价格仍具有较强的优势 (价格是玻纤缠绕瓶的一半左右)。我们根据公司投建成都 35 万只气瓶可研报告, 测算气瓶单价为 1585 元/只, 税前利润 229 元/只, 据此估算今年 CNG 气瓶业务可贡献净利润 2000-3000 万元, 目前占比尚小, 但未来有望成为继风电叶片业务的新的支柱产业。

其他业务板块

覆膜滤料

目前公司滤料产能为 200 万平米，该产品主要用于水泥窑除尘，我们测算去年全年实现销售约 100 万平米，今年可达 150 万平米，但水泥窑用滤料竞争激烈，且新型 P84 等化学滤料不断挤占市场，而适合玻纤滤料的高端的炭黑搜集领域（主要是炭黑搜集对滤料耐高温要求较高，化学滤料难以胜任）的市场仍较难打开，该业务盈利情况并不理想。

叶片模具

2011 年 7 月 8 日公司公告，拟投资 10332.96 万元在北京市八达岭经济技术开发区建设“年产 20 套高性能复合材料叶片模具生产线建设项目”建设期 8 个月，项目实施主体为北京玻璃钢院复合材料有限公司。我们认为，该项目主要是把原来分散在各自公司的模具开发业务归并，主要为内部服务，对业绩贡献不明显。

汽车发动机复合材料

汽车发动机复合材料目前有油底壳和阀盖罩两种产品，现已通过康明斯认证阶段，但这两种产品作为替代传统材料的市场开拓仍需时日，且这两种产品本身价值并不高（数百元），短期难以带来利润显著增长。

锂电池隔膜

公司近期计划投资 7790 万元，在原有的铅酸电池隔板的生产技术基础上，以南京玻璃纤维研究院为主体开发 720 万平米锂电池隔膜业务，主要用于手机电池等。目前锂电池隔膜仍处实验室研发阶段，锂电池隔膜技术壁垒较高，短期内难以产业化，我们对此项业务的发展谨慎以待，但南京玻璃纤维研究院的技术实力较强，未来仍值得重点关注。

盈利预测及估值

由于今年风机叶片市场的急转直下而其他业务短期尚难带来业绩的改观，我们下调对公司的盈利预测，我们预计 2011-2012 年归属于母公司净利润 1.24 亿元、1.95 亿元，对应 EPS 为 0.31、0.49 元，同比增长-30.1%，57.8%（公司已发布 2011 年业绩预告为-20%~-50%），目前股价 15.86 元对应 2011-12 年 PE 为 51.16、32.36 倍。目前估值基本合理，但考虑到长期来看公司气瓶业务规模的扩大及风机叶片市场的回暖和其他业务板块可能取得的突破，我们仍维持对公司的“增持”评级。

风险提示

紧缩政策下叶片销量及价格可能进一步低于我们预期，令公司业绩达不到预测。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3136	3372	4787	6008	营业收入	2573	2622	4158	5693
现金	1307	1569	1883	1883	营业成本	1826	2099	3287	4485
应收账款	687	692	1102	1521	营业税金及附加	14	17	26	37
其他应收款	6	20	19	28	营业费用	98	94	150	199
预付账款	75	203	225	308	管理费用	252	254	395	535
存货	712	692	1197	1706	财务费用	65	61	104	130
其他流动资产	348	195	361	563	资产减值损失	43	15	18	20
非流动资产	1390	2308	2407	2378	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	52	32	35	40	投资净收益	1	2	2	2
固定资产	968	1886	2007	2011	营业利润	277	84	180	288
无形资产	200	200	200	200	营业外收入	88	85	86	86
其他非流动资产	170	190	165	127	营业外支出	1	2	2	3
资产总计	4526	5680	7194	8386	利润总额	364	167	264	372
流动负债	1635	2751	4079	5000	所得税	53	27	42	59
短期借款	610	1779	2490	2888	净利润	311	140	222	312
应付账款	407	538	866	1111	少数股东损益	134	17	26	37
其他流动负债	618	434	723	1001	归属母公司净利	177	124	195	275
非流动负债	561	519	517	519	EBITDA	473	288	494	655
长期借款	445	445	445	445	EPS (元)	0.89	0.31	0.49	0.69
其他非流动负	117	74	72	75					
负债合计	2197	3270	4595	5520	主要财务比率				
少数股东权益	132	149	175	213	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	200	400	400	400	成长能力				
资本公积	1537	1337	1337	1337	营业收入	59.6%	1.9%	58.6%	36.9%
留存收益	460	524	686	916	营业利润	44.7%	-69.6%	113.8	59.9%
归属母公司股	2197	2261	2423	2653	归属母公司净利	63.3%	-30.1%	57.7%	40.9%
负债和股东权	4526	5680	7194	8386	获利能力				
					毛利率(%)	29.1%	20.0%	21.0%	21.2%
					净利率(%)	0.0%	10.8%	10.8%	6.9%
					ROE(%)	8.1%	5.5%	8.1%	10.4%
					ROIC(%)	14.0%	4.0%	6.6%	8.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	48.5%	57.6%	63.9%	65.8%
					净负债比率(%)	50.53	67.99	63.85	60.38
					流动比率	1.92	1.23	1.17	1.20
					速动比率	1.48	0.97	0.88	0.86
					营运能力				
					总资产周转率	0.72	0.51	0.65	0.73
					应收账款周转率	4	3	4	4
					应付账款周转率	4.85	4.44	4.68	4.54
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊	0.44	0.31	0.49	0.69
					每股经营现金流	0.20	0.86	0.11	-0.05
					每股净资产(最新	5.49	5.65	6.06	6.63
					估值比率				
					P/E	35.84	51.28	32.51	23.07
					P/B	2.89	2.81	2.62	2.39
					EV/EBITDA	13	22	13	10

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。