

风电叶片业务增长和国资改革预期 支撑公司股价上涨

调研目的：

- 了解公司各项业务 2014 年进展和未来发展设想。

调研结论：

- 公司风电叶片业务的较快增长是 2014、2015 年的盈利主要支撑。公司风电叶片产能约 3000 套左右，在国内多地有布点生产，产品类型近 30 种。公司风电叶片销售规模处于国内领先地位，市场占有率约 20%。鉴于目前风电叶片行业竞争较平衡以及公司主要客户业务发展稳定，我们预计公司 2014 年、2015 年风电叶片销量分别增长 50%、60%，市场占有率提高，依旧维持近年来稳定的价格和毛利率。
- 公司气瓶产品类型丰富，包括 CNG 气瓶、LNG 气瓶、工业气瓶等，其中 CNG 气瓶生产规模最大 2015 年上半年可达 60 万支以上。受累于国际石油价格下跌、石油化工企业天然气站建设延缓等，2014 年公司 CNG 气瓶销量和价格都有所下降。我们估计公司气瓶业务销量下降的情况短期内难以改变，加之产能利用率较低，固定资产折旧较高，拖累公司盈利能力。
- 公司膜材料业务规模较小、维持每年略增，我们预计 2014 年、2015 年膜材料业务的销量和营业收入的同比增长稳定，毛利率可能略有下降。预计 2015 年公司水务业务营收增长仍有限，固定资产折旧较大，影响公司盈利能力。
- 公司科研能力强，参与市场竞争能力有待加强，并购或投资新项目在资金和人员方面都存在较大局限。未来的国资改革值得期待。
- 风险提示：风电叶片业务增速不及预期，气瓶业务亏损进一步加大，国企改革进程不及预期。

公司财务数据及预测

项目	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	34	51	76.5	68.85
增长率(%)	21.47%	50%	50%	-10%
归属于母公司所有者的净利润(亿元)	1.08	1.62	2.35	2.12
增长率(%)	-13.13%	50%	45%	-10%
毛利率%	22%	22%	20%	20%
EPS(元)	0.27	0.40	0.58	0.52
1月21日收盘价14元对于的动态 P/E(倍)	51	35	24	27

数据来源：民族证券

中材科技 (002080.SZ)

分析师：马光耀

执业证书编号：S0050514110001

Tel：010-59355810

Email：magy@chinans.com.cn

联系人：吴帆

Tel：010-59355546

Email：wufan@chinans.com.cn

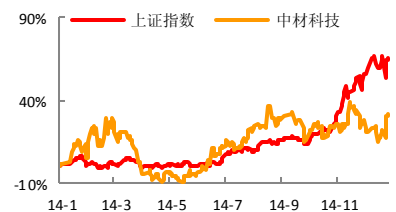
投资评级

调研日期：	2015年01月21日
本次评级：	买入
跟踪评级：	首次
目标价格：	18

市场数据

市价(元)	14.14
上市的流通 A 股(亿股)	4
总股本(亿股)	4
52 周股价最高最低(元)	14.99-9.45
上证指数/深证成指	3351.76/ 11436.29
2014 年股息率	0%

52 周相对市场表现



相关研究

正文目录

一、风电叶片业务	3
二、气瓶业务	3
三、膜材料业务	4
四、水务业务	4
五、汽车复合材料业务	4
六、国企改革和并购	4

一、风电叶片业务

公司风电叶片业务是公司盈利的主要贡献点。风电叶片产能约 3000 套左右，在国内多地有布点生产。风电叶片现在主流的产品还是 1.5 兆瓦、2.0 兆瓦主机所配套需要的叶片，公司产品类型近 30 种。风电叶片销售规模处于国内领先地位，市场占有率约 20%。风电叶片技术水平与国外先进企业的不相上下。国内的主要竞争对手是中复连众和中航会腾。公司最大的风电叶片客户为设备总装企业金风科技（市场占有率超过 20%），公司对金风科技的销量超过总销量的一半。

公司风电叶片销往国内市场，新装机所需风电叶片贡献销售量。近年来公司产品价格稳定，毛利率在 20% 左右。目前公司有海上风电项目的技术和产品储备。

支持公司风电叶片业务 2014 年下半年、以及 2015 年全年较快增长的因素：主要是国家对风电行业的规划（到 2020 年总计装机容量达到 200GW）以及国家下调风电上网电价相关政策。根据国家对风电行业到 2020 年的规划可以预计每年新装机量在 18GW 的规模（对应的约 1 万套叶片的需求量），2015 年总新装机容量更有望攀升至 25GW。

2013 年风电叶片销售 3100 兆瓦，鉴于目前风电叶片行业竞争较平衡以及公司主要客户业务发展稳定，我们预计公司 2014 年、2015 年风电叶片销量分别增长 50%、60%，市场占有率提高，价格和毛利率依旧维持稳定。

二、气瓶业务

石油价格下跌、石油化工企业天然气站建设延缓等事件对公司气瓶业务影响很大。公司气瓶产品类型丰富，包括 CNG 气瓶、LNG 气瓶、工业气瓶等，其中 CNG 气瓶生产规模最大。

公司 CNG 气瓶产能 2015 年上半年可达 60 万支以上（苏州建成约 28~30 万支规模的生产线、成都建成约 35 万支的生产线）。在行业景气度下滑的情况下，2014 年公司产品售价降低。2014 年公司 CNG 气瓶销量略降，其中 CNG 气瓶业务海外订单比去年大幅下滑，现在最大的客户是中国重汽、陕重汽等重卡整车企业，此外，还有一部分产品是卖给代理商进入零售市场。公司 LNG 气瓶产能 2015 年 1 季度有望达到 4 万支（现有一条 1 万支的中试线，在建一条 3 万支的生产线）。

LNG 气瓶国内主要的企业有富瑞特装，其产能规模在 5~6 万支。公司属于 LNG 气瓶产业的后进入者，目前市场占有率不可比。公司 LNG 气瓶技术水平不低于竞争对手。LNG 气瓶的售价大约 2 万元/支。

公司收购的工业气瓶小厂（九江），2014 年有望实现扭亏并实现微利，目前具备 40 万支以上产能，但与竞争对手天海 250 万支以上的产能规模相差较大。工业气瓶技术含量较低，售价不高，毛利率低，对利润贡献有限。

公司具备氢气瓶技术，公司曾经成功开发 863 项目的 35 兆帕氢气瓶项目（燃料电池汽车所需的是 70 兆帕氢气瓶），但公司目前对氢燃料电池车市场仍持观望态度。

我们估计公司气瓶业务销量下降的情况短期内难以改变，产能利用率较低，固定资产折旧较高，拖累公司盈利能力。

三、膜材料业务

公司膜材料业务总规模较小，虽然每年都略增，但各种产品一起合计约 4~5 个亿的营业收入规模，毛利率约为 30%。

铅酸蓄电池隔板：是最传统的材料，为市场上知名品牌，主要用在电动自行车电池业务方面，技术含量低，市场参与者众多，该项业务发展稳定。公司铅酸蓄电池隔板业务和滤纸业务的销售收入大约占膜材料业务销售收入的一半。

膜材料业务核心产品之覆膜滤料：是最大的一块膜材料业务，销售收入大约为膜材料业务销售收入的一半。产品主要是工业除尘方面使用；近期在山东滕州新收购的生产线可以做电力除尘的高端化纤针刺毡滤料，希望进军电力除尘市场。此项业务的竞争者是必达福、三维丝。此项业务受国家环保、监控政策的影响大。

锂电池隔膜产品：公司现 720 万平方米锂膜中试线，还在建一条 2000 万平方米的量产线，建成后未来总计可能达到 3000 万平米的产能，这个规模有望在 2015 年一季度达到。公司产品技术水平处于中高端，计划主攻的客户为消费类电池、电动工具用锂电池类生产厂商。目前公司占不考虑拓展电动汽车电池的生产企业客户。受客户拓展的进度的影响，2015 年此项业务尚无法贡献盈利，由于固定资产折旧，可能会拖累膜材料业务的整体毛利率水平。

我们认为 2014 年、2015 年膜材料业务的销量和营业收入的同比增长稳定，但毛利率可能略有下降。

四、水务业务

寿光滨海（羊口）经济开发区再生水回用工程 2014 年下半年开始供水，但 2015 年还贡献不了利润，该工业园区的用水总量在 20~30 万吨的量级，公司项目规划了两期（第一期是 5 万吨，正在开展二期项目启动前的相关工作）。考虑到水工程具有头两年亏损，但未来 20 年能提供稳定现金流，运营成本低的特点，我们预计 2016 年公司水务业务有望贡献盈利。

公司目前没有开展其他水务项目的计划。

五、汽车复合材料业务

汽车复合材料公司是公司汽车复合材料业务的平台，公司研发能力强，但受到汽车复合材料替换传统材料的进程较缓慢，以及公司本身市场开发能力的制约，公司汽车复合材料业务市场化进展不利。

我们认为扭转此项业务亏损的因素尚未形成。

六、国企改革和并购

国企改革重点可能还是在一些激励机制的出台上，但目前尚无相关政策。公司尚在寻找好的并购业务标的。

我们认为公司具有强的研发能力，未来如果能通过国企改革或并购加快研究成果商业化的步伐、加强公司市场竞争力、提高资本运营能力，对公司的发展具有重大意义。

分析师简介

马光耀，北京有色金属研究总院材料学硕士，2012年加入中国民族证券，从事电力设备及新能源行业研究。

联系人简介

吴帆，材料科学与工程本科，机械工程硕士学位，现于民族证券研究所从事行业与公司研究。拥有多年研究开发经历，成果发表于国际权威期刊。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)