

中材科技 (002080)

推荐

行业：玻纤

38.5 亿元收购泰山玻纤，成为中材集团玻纤平台

投资要点：

◇ **公司是国内玻纤复合材料领导者。**中材科技由科研院所改制而成，是中材集团旗下玻纤复合材料的代表企业。公司依靠强大的自主创新能力，将科研成果不断产业化并开发新产品，拥有叶片、高温复合气瓶与隔膜/滤料等业务。自2006年上市至2014年，收入与净利润由6.49亿与5716万元增至44.2亿与1.52亿元，年均增速27%与13%；受益14年以来风电高景气，15年上半年收入与利润增速18%与415%。风电叶片在总收入与净利中占比超过一半，是业绩主要来源；但风电叶片具有明显的周期性，造成公司业绩较大波动。

◇ **38.5 亿收购泰山玻纤 100%的股权并增发 31.8 亿元，收购估值与二级市场相当。**公司向中材股份增发2.4亿股购买泰玻股权，共38.5亿元；向盈科汇通等企业非公开发行1.71亿股募集31.8亿元，用于20万吨粗纱建设与补充流动资金。收购对应泰玻PB/14PE/15PE为1.48倍、48倍、14.35倍。目前泰玻对手中国巨石股价对应PB/14PE/15PE为3.91倍、37.09、16.3倍，收购价相对合理。中材股份持股在收购增发后由54.3%上升至56.4%，控股权不变。

◇ **收购泰山玻纤将完成玻纤全产业链的布局，业绩承诺保证收益。**公司业务涉及玻纤产业链的上游（工程与设计）、中游（特种玻纤制品）、下游（玻纤复合材料），独缺玻纤粗纱（为玻纤制品的原材料）。收购泰山玻纤后将完成全产业链布局。泰玻是国内第三大玻纤企业，产能约50万吨，未来几年将增至70万吨。玻纤纱近两年受益风电高景气，盈利回到较好的水平。但风电抢装潮过后行业需求可能趋缓，且已有企业扩产，明后年玻纤盈利将有所波动。中材股份承诺泰玻15-18年净利润为26,828万元、22,237万元、31,0421万元和46,248.54万元；该承诺利润对应单吨净利约400-650元/吨，相对合理。

◇ **风电与玻纤仍将贡献主要利润，复合材料前景值得期待。**风电行业在近两年持续抢装后需求可能有所放缓，但作为清洁能源前景仍看好，风电叶片与玻纤合理盈利分别在4-5及3亿元，为主要利润来源。复合材料更多依赖于公司进行产业化的进程与能力，其中滤料受益袋式除尘在电力行业的推广应用，盈利上升速度较快；而军工配套产品盈利高企且稳定，估计仍在供应。气瓶、隔板、汽车复材受制于行业与市场，短期内仍会拖累业绩。

◇ **受益国企改革，员工持股将激发内部活力。**公司将成为中材股份的玻纤业务平台，在未来将对庞贝捷中材金晶进行收购或注入。本次不超过153个管理层与核心骨干参与增发，出资不超过1.6亿元，其中董监高共14人出资不超过2452万元，价格18.58元/股，锁三年。内部激励制度加强有利未来公司发展。

◇ **推荐评级。**公司未来看点在于产业链一体化后的互补效应，以及股权激励后科研成果产业化的能力与进度。根据目前方案进展，估计明年泰玻并表概率较大。预计15-17年净利润为2.8、5.5、7.2亿元，对应未摊薄EPS为0.7、1.38、1.8元。目前股价低于增发价，具有安全边际，推荐评级。

◇ **风险提示：玻纤行业需求低于预期导致盈利明显下行。**

主要财务指标

| 单位：百万元 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 4424 | 5433 | 8419 | 9693 |
| 收入同比(%) | 29% | 23% | 55% | 15% |
| 归属母公司净利润 | 152 | 281 | 551 | 720 |
| 净利润同比(%) | 41% | 85% | 96% | 31% |
| 毛利率(%) | 21.1% | 20.0% | 24.0% | 25.2% |
| ROE(%) | 6.0% | 10.2% | 16.6% | 17.9% |
| 每股收益(元) | 0.38 | 0.70 | 1.38 | 1.80 |
| P/E | 41.11 | 22.23 | 11.36 | 8.69 |
| P/B | 2.48 | 2.27 | 1.89 | 1.55 |
| EV/EBITDA | 13 | 9 | 5 | 4 |

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@china-invs.cn

署名：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

6-12个月目标价： 20

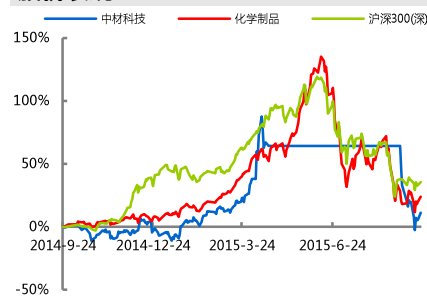
当前股价： 16.12

评级调整： 首次

基本资料

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 400 |
| 流通股本(百万股) | 400 |
| 总市值(亿元) | 64 |
| 流通市值(亿元) | 64 |
| 成交量(百万股) | 12.95 |
| 成交额(百万元) | 208.36 |

股价表现



相关报告

《南玻A-业绩触及底部，前海人寿入主提供未来资本运作空间》2015-07-12

《南玻A-超薄玻璃与多晶硅为长期亮点，股权变动与B转H提供短期催化剂》2015-04-30

《南玻A-浮法下行超预期，明年看点在光伏与超薄玻璃》2014-10-28

目 录

| | |
|--|-----------|
| 一、 中材科技是国内玻纤复合材料领导者 | 4 |
| 1. 公司由研究所改制而成，大股东为中材股份 | 4 |
| 2. 公司业务集中于特种纤维复合材料 | 4 |
| 2.1 公司主业为风电叶片、高压复合气瓶与膜材料 | 4 |
| 2.2 公司过去八年盈利波动偏大，但总体仍向上 | 5 |
| 2.3 风电叶片是最主要的业绩来源，也是波动的主因 | 5 |
| 二、 收购泰山玻纤后将完成玻纤全产业链布局 | 6 |
| 1. 收购泰山玻纤将补上产业链布局增加最后一环 | 6 |
| 2. 收购泰山玻纤的估值与二级市场水平相当 | 7 |
| 2.1 公司以 38.5 亿收购泰山玻纤并配套融资 31.8 亿元 | 7 |
| 2.2 本次收购价格对应 14 年 PB 与 PE 为 1.48 与 44 倍。 | 8 |
| 3. 泰山玻纤位居业内前三，业绩承诺保证未来收益 | 8 |
| 3.1 泰山玻纤为业内第三大企业，未来产能将增至 70 万吨以上 | 8 |
| 3.2 玻纤粗纱已回到盈利较好水平，未来两年确定性有所减小 | 10 |
| 4. 并购将提升盈利能力，补偿协议有望保障收益 | 11 |
| 4.1 泰山盈利能力强于中材科技，前 4 月净利润为中材科技 1.13 倍 | 11 |
| 4.2 业绩承诺相对合理，补偿协议将保障未来收益 | 12 |
| 三、 风电与玻纤为利润主要来源，复合材料前景值得期待 | 13 |
| 1. 风电叶片与玻纤未来仍将贡献主要利润 | 13 |
| 2. 复合材料发展广阔，但依赖于产业化的进程。 | 15 |
| 3. 军品配套产品的供应，印证技术实力 | 16 |
| 四、 受益国企改革，员工持股彰显信心 | 17 |
| 1. 公司将成为中材集团玻纤业务平台 | 17 |
| 2. 员工持股彰显未来发展信心 | 18 |
| 五、 盈利预测 | 18 |
| 六、 风险提示 | 19 |

图目录

| | |
|----------------------------|----|
| 图 1 公司子公司情况 | 5 |
| 图 2 中材科技收入增长情况 | 5 |
| 图 3 中材科技利润增长情况 | 5 |
| 图 4 中材科技各子公司收入 | 6 |
| 图 5 中材科技各子公司净利润 | 6 |
| 图 6 公司在产业链中的布局 | 7 |
| 图 7 泰山玻纤产量 | 9 |
| 图 8 全球玻纤行业竞争格局 | 9 |
| 图 9 全球玻纤行业需求情况 | 10 |
| 图 10 全球玻纤行业供给情况 | 10 |
| 图 11 我国玻璃纤维及制品的利润率 | 11 |
| 图 12 中国巨石单吨盈利水平 | 11 |
| 图 13 交易前后备考收入 | 12 |
| 图 14 交易前后备考净利润与毛利率 | 12 |
| 图 15 我国风电装机容量 | 13 |
| 图 16 公司风电叶片的盈利情况 | 14 |
| 图 17 泰山玻纤的盈利情况 | 14 |
| 图 18 袋式除尘行业产值 | 15 |
| 图 19 袋式除尘占除尘设备的比例 | 15 |
| 图 20 公司军工配套产品的收入与毛利 | 16 |
| 图 21 军工配套产品与北玻有限收入比较 | 16 |

表目录

| | |
|-----------------------------|----|
| 表 1 中材科技股东结构 | 4 |
| 表 2 增发前后中材科技的股东结构 | 7 |
| 表 3 中材科技配套融资资金用途 | 7 |
| 表 4 泰山玻纤与中国巨石估值情况 | 8 |
| 表 5 泰山玻纤产能表 | 9 |
| 表 4 泰山玻纤与中材科技经营情况比较 | 11 |
| 表 6 泰山玻纤业绩补偿方案 | 13 |
| 表 6 公司风电叶片产能 | 14 |
| 表 6 电力行业袋式除尘对滤料的需求测算 | 16 |
| 表 7 中材股份中与玻纤有关的子公司与业务 | 17 |
| 表 8 中材科技盈利预测 | 18 |

一、中材科技是国内玻纤复合材料领导者

1. 公司由科研院所改制而成，大股东为中材股份

中国科技是我国特种纤维复合材料的领导者，公司由研究院改制设立，继承了原南京玻璃纤维研究设计院（南玻院）、北京玻璃钢研究设计院（北玻院）和苏州非金属矿工业设计研究院（苏非院）的技术与人才，不仅是国内特种纤维复合材料的技术装备研发中心，也是国防工业最大的特种纤维复合材料配套研制基地。

基于科研院所强大的自主创新能力，公司不断将研发成果进行产业化，从而推出了风电叶片、气瓶、隔膜与滤料等一系列产品。公司多数产品占有率在国内排名前列。公司于 2006 年上市，于 2010 年进行过定向增发，并于近期公告发行股份购买泰山玻纤的方案。

公司实际控制人为中材集团，隶属国务院国资委；第一大股东为中国中材股份有限公司，后者持有公司 54.32% 的股权。中材集团是我国中央企业，在非金属材料业有核心技术与创新体系，其直属单位与控股企业 70 家。随着国有企业改革推进，中材集团及其子公司也在逐步推出改革方案。

表 1 中材科技股东结构

| 股东名称 | 占总股本比例 (%) |
|----------------|------------|
| 中国中材股份有限公司 | 54.3200 |
| 南京彤天科技实业有限责任公司 | 5.0800 |
| 中国三峡新能源公司 | 2.7700 |
| 其它 | 37.8300 |

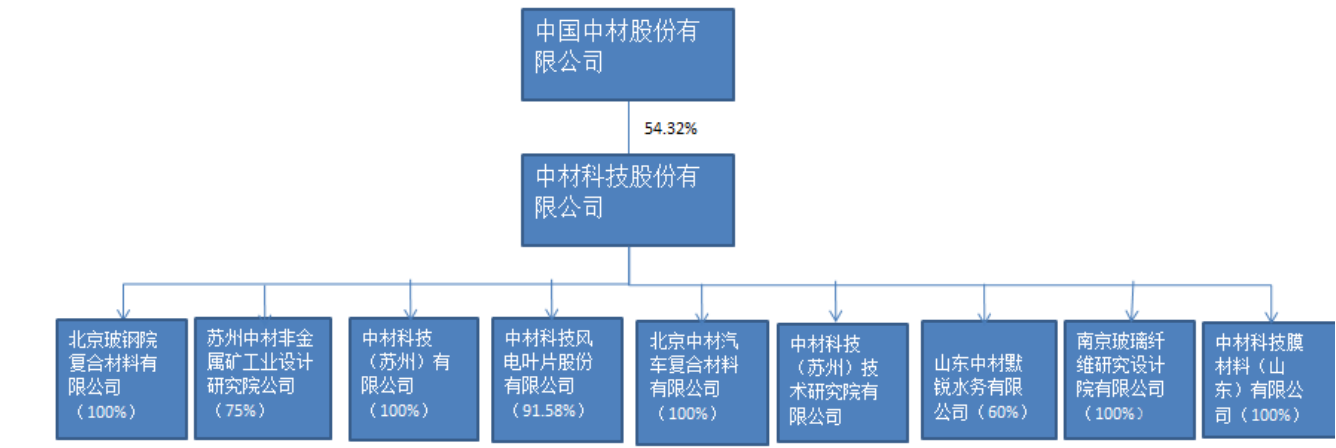
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2. 公司业务集中于特种纤维复合材料

2.1 公司主业为风电叶片、高压复合气瓶与膜材料

公司主业集中在特种纤维复合材料领域，公司下属共 9 个子分公司，三大主导产业分别为复合材料风电叶片、高压复合气瓶和膜材料。

图 1 公司子公司情况



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2.2 公司过去八年盈利波动偏大，但总体仍向上

从2006年至2014年，公司收入从6.49亿元上升至44.2亿元，年均复合增速27%；净利润由5716万元上升至1.52亿元，年均复合增速13%。但受益于近两年风电行业好转，2015年上半年公司收入与利润增速分别达到18%与415%，业绩向上弹性十足。

图 2 中材科技收入增长情况

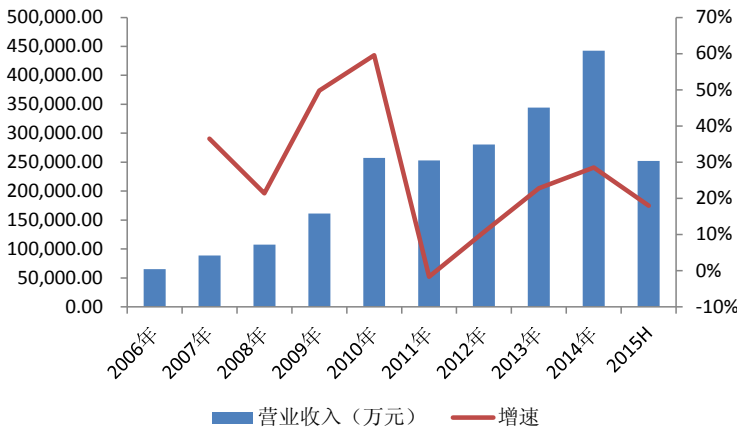
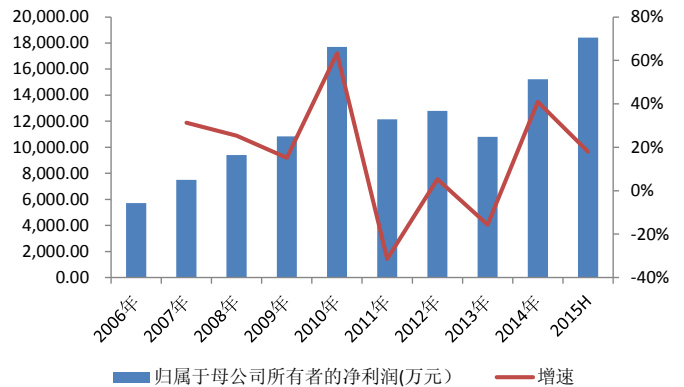


图 3 中材科技利润增长情况



资料来源：wind、中国中投证券研究总部

2.3 风电叶片是最主要的业绩来源，也是波动的主因

公司三大业务中，风电叶片是第一大业务，公司目前是国内第一大风电叶片供应商。风电叶片近五年在收入中的贡献在43.7%至65.7%之间，净利润贡献在50%与188%之间波动，后者说明在某些年份，风电叶片的利润被其它亏损的业务所拖累，使得总体利润降低。

风电在历史上受到政策影响较大，导致装机容量出现周期性的明显波动，这也是公司业绩波动的最大原因。2009-2010年，2014-2015年，均是风电装机容量大幅增长的阶段，风电叶片销售与盈利均出现大幅上升，带动公司利润也出现50%以上的增长。

公司另外两大业务主要是高压复合气瓶与复合材料,气瓶主要用作天然气汽车的燃料存储装置。LNG 气瓶刚建成时在 2011 年出现爆发性增长,之后由于国内各企业大幅增加产能带来的竞争激烈化、以及 2014 年以后石油价格大幅下跌抑制天然气的应用,气瓶业务开始大幅下滑,并在 2014-2015 年出现亏损。

公司复合材料包括了锂电池隔膜、覆膜滤料,前者主要应用于锂电池行业,后者应用于水泥行业除尘。公司在 2015 年初又新增了化纤毡滤料,主要用于电力行业,在投产半年内即实现盈利。相对来说,复合材料因应用广泛而分布在不同子行业中,盈利能力都较为稳定。但复合材料的研发与创新将是公司未来最值得关注的增长点。

图 4 中材科技各子公司收入

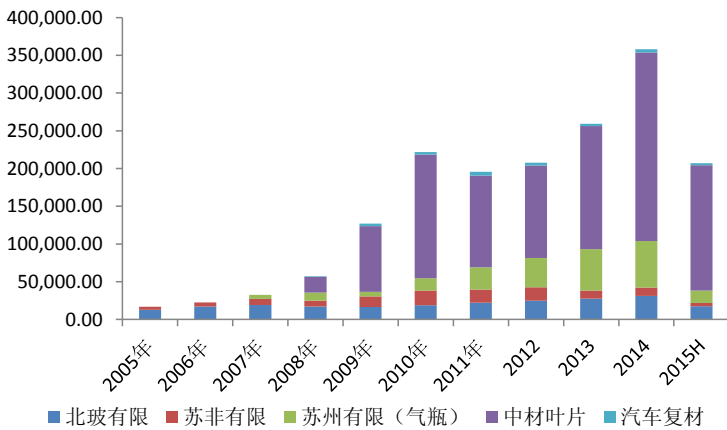
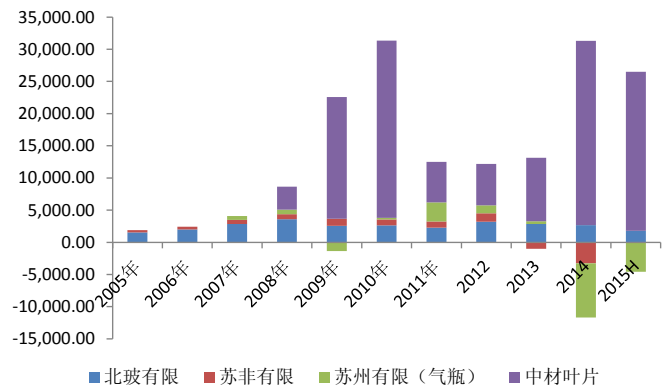


图 5 中材科技各子公司净利润



资料来源:公司公告、中国中投证券研究总部

二、收购泰山玻纤后将完成玻纤全产业链布局

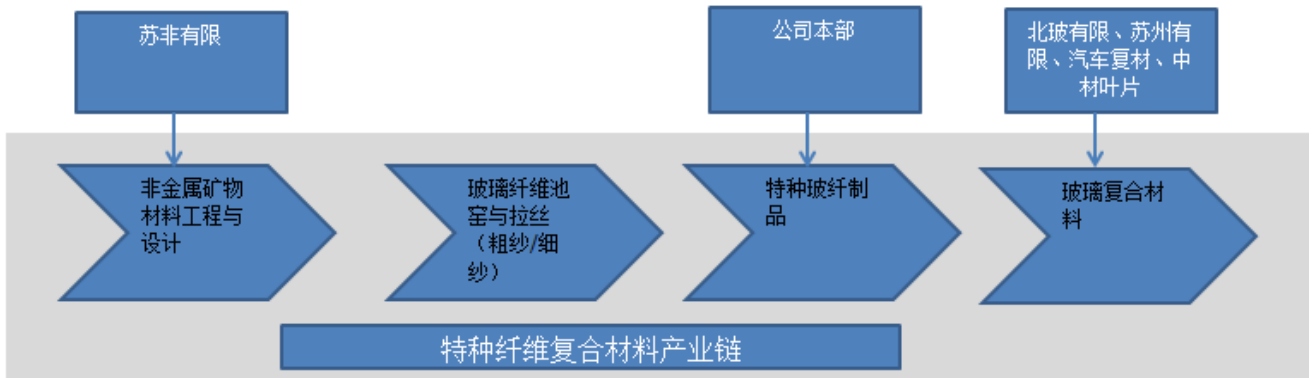
1. 收购泰山玻纤将补上产业链布局增加最后一环

公司目前的业务均集中于特种纤维复合材料,在产业链的布局中已较为完善。从公司总部与各子公司的业务看,苏非有限为非金属矿物工程与设计,属产业链的上游环节;公司本部主要是特种玻纤制品,属产业链的中游;北玻有限、苏州有限、汽车复材为纤维复合材料,属产业链的下游。

但作为玻纤制品与复合材料原材料的玻璃纤维池窑与拉丝环节,公司并未涉及。而此次拟收购的泰山玻纤主要业务就是玻纤纱;收购完成后,公司将实现在玻纤行业的全产业链布局。

中材科技作为中材集团旗下在玻纤及复合材料领域上下游一体化产业集群的唯一上市平台,收购泰山玻纤后,将形成风电叶片全国第一、玻纤全国前三的综合领军优势,实现玻纤及复合材料领域产业链及价值链的整合。

图 6 公司在产业链中的布局



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2. 收购泰山玻纤的估值与二级市场水平相当

2.1 公司以 38.5 亿收购泰山玻纤并配套融资 31.8 亿元

泰山玻纤的股东为中材股份，本次中材科技通过向股东发行股份的方式收购泰山玻纤 100% 的股权，实现对泰山玻纤的控股，标的价值为 385,045.84 万元。同时向拟向盈科汇通、宝瑞投资、国杰投资、君盛蓝湾、金风投资、珠海融嘉、国建易创拟设立的有限合伙企业、启航 1 号非公开发行股票募集配套资金总额不超过 318,081.89 万元，用于泰山玻纤后续年产 2×10 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线建设以及补充上市公司流动资金。

其中，向中材股份发行股份购买资产的发行价格不低于 16.11 元/股，发行数量为 240,804,152 股；向其它机构发行股票募集配套资金的价格不低于 18.58 元/股，发行数量不超过 171,195,848 股。这些股份锁定期均为三年。

本次发行前，中材科技股本共 4 亿股，中材股份持有比例为 54.32%。而购买资产并配套融资后，公司总股本将增加至 8.12 亿，其中中材股份持股比例为 56.42%，股权不但没有稀释反而提升。

表 2 增发前后中材科技的股东结构

| 股东名称 | 本次重组前 | | 购买资产后 | | 配套融资后 | |
|------|-------------|--------|-------------|--------|-------------|--------|
| | 持股数（股） | 比例（%） | 持股数（股） | 比例（%） | 持股数（股） | 比例（%） |
| 中材股份 | 217,298,286 | 54.32 | 458,102,438 | 71.49 | 458,102,438 | 56.42 |
| 其他股东 | 182,701,714 | 45.68 | 182,701,714 | 28.51 | 353,897,562 | 43.58 |
| 总股本 | 400,000,000 | 100.00 | 640,804,152 | 100.00 | 812,000,000 | 100.00 |

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 3 中材科技配套融资资金用途

| 项目 | 募集资金拟投入金额（万元） |
|-------------------------------|---------------|
| 泰山玻纤年产 2×10 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线建设 | 238,081.89 |

| | |
|------------|------------|
| 补充上市公司流动资金 | 80,000.00 |
| 合计 | 318,081.89 |

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2.2 本次收购价格对应 14 年 PB 与 PE 为 1.48 与 44 倍。

本次收购以收益法的评估值确定，总收购价为 3.85 亿元，相对于 2.59 亿的净资产账面值而言，PB 为 1.48 倍。2014 年泰山玻纤净利润 8019 万元，收购价对应 14 年净利润 PE 约 48 倍；以泰山玻纤 2015 年承诺业绩 2.68 亿元看，收购价对应 15 年 PE 为 14.35 倍。因为 2014 年刚刚是玻纤粗纱行业从周期底部开始好转的阶段，盈利仍不高，导致 PE 估值较高。

公司竞争对手中国巨石目前在二级市场的 PB 为 3.91 倍，14 与 15 年 PE 估值分别为 37.09 与 16.3 倍。相对来说，如果泰山玻纤的业绩承诺能够达到，其估值与二级市场比较，处在合理水平。

表 4 泰山玻纤与中国巨石估值情况

| | 母公司净资产账面值 (万元) | 评估值(万元) | 评估增值(万元) | 增值率 |
|--------------------------|-------------------|------------|------------|-----|
| 资产基础法评估法 | 259,657.26 | 294,481.27 | 34,824.01 | 13% |
| 收益法评估法 | 259,657.26 | 385,045.84 | 125,388.58 | 48% |
| 最终估值 | 385,045.84 | | | |
| | 净利润(万元) | PE | PB | |
| 2014 年 | 8,019.92 | 48.01 | 1.48 | |
| 2015 年 (E) | 26,828.95 | 14.35 | | |
| 竞争对手中国巨石最新估值 (市值 176 亿元) | | | | |
| | 净利润(万元) | PE | PB | |
| 2014 年 | 47,453.70 | 37.09 | 3.91 | |
| 2015 年 (E) | 107,984.79 | 16.30 | | |

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

3. 泰山玻纤位居业内前三，业绩承诺保证未来收益

3.1 泰山玻纤为业内第三大企业，未来产能将增至 70 万吨以上

玻纤纱属于玻纤产业链的上游，其市场竞争化程度高，市场呈现寡头竞争的格局，在全球与中国均如此。在全球，OCV、中国巨石、重庆国际、泰山玻纤、PPG 与 JM 占据全球 60-70% 左右的份额；在我国，中国巨石、重庆国际、泰山玻纤三者合计份额约 50-60%。

我国是全球玻纤第一大生产与出口国，而泰山玻纤为国内前三大企业。虽然过去几年玻纤行业景气度变动较大，但泰山玻纤产能与销售规模仍在不断增长。公司 2013 年

产量为 38.57 万吨，2014 年增至 42.58 万吨，预计今年将达到 52.16 万吨。

与行业其它企业类似，公司在上轮周期景气度较高的 2007 年至 2010 年期间产能进行快速扩张。因玻纤池窑需要在 6-8 年左右进行冷修技改，因而公司从 2015 年-2019 年间将对这些产能进行冷修，造成未来几年产能有所波动。结合公司厂地的变动，老厂的产能将于 2019 年之前全部关停，未来技改与新增的产能将集中于本部新区与邹城。预计公司未来总产能将超过 70 万吨。

图 7 泰山玻纤产量

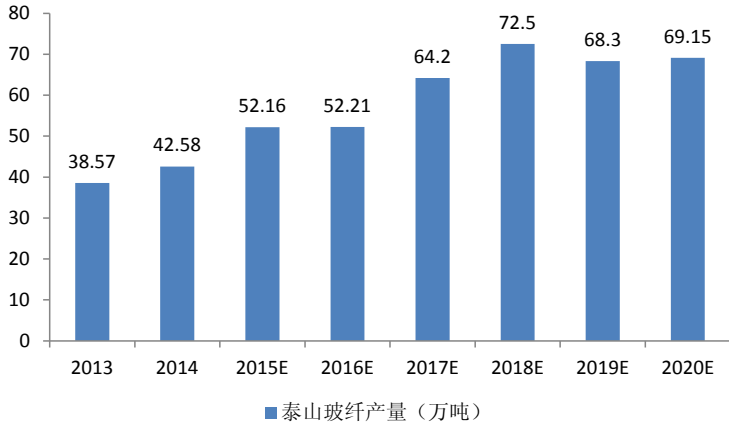
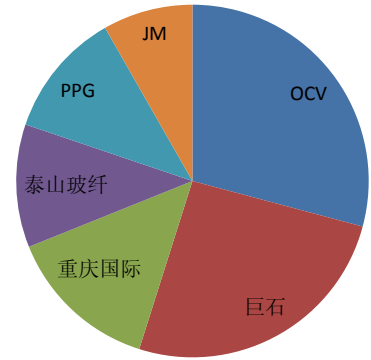


图 8 全球玻纤行业竞争格局



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 5 泰山玻纤产能表

| 区域 | 生产线 | 目前产能(万吨) | 未来产能(万吨) | 点火时间 | 关停时间 | 冷修点火 | 备注 |
|----------|-------------|----------|----------|---------|---------|---------|------|
| 本部 老区 | 1 线(耐碱) | 1.5 | 0 | 2014.1 | 2019.12 | | |
| | 2 线 | 3 | 0 | 2009.7 | 2016.12 | | |
| | 3 线 | 4.2 | 0 | 2010.5 | 2017.12 | | |
| | 7 线 | 5.6 | 5.6 | 2007.7 | 2015.12 | 2016.5 | |
| | 9 线 | | 0 | 2007.12 | 2016.12 | | |
| 本部 新区 | 新区 2#线 | 9 | 9 | 2013.7 | | | |
| | F02-T2 试验窑 | 1 | 1 | 2014.9 | | | |
| | 新区 1#线 | 9 | 9 | 2014.12 | | | |
| | F01-T1 试验线 | 1.8 | 1.8 | 2015.4 | | | |
| | 新区 3#线 | | 10 | 2016.10 | | | 募集资金 |
| | 新区 4#线 | | 10 | 2017.7 | | | 募集资金 |
| | 耐碱纤维生产线 | | ? | 2018.12 | | | |
| 邹城 | 邹城 1#线(细纱) | 1.68 | ? | 2010.9 | 2018.12 | 2019.12 | |
| | 邹城 2#线(细纱) | 2 | 0 | 2005.3 | 2015.12 | | |
| | 邹城 3#线 | 6 | 9 | 2008.4 | 2015.12 | 2016.6 | 技改 |
| | 邹城 4#线 | 6 | 9 | 2010.1 | 2017.1 | 2017.6 | 技改 |
| | 邹城 5#线(电子纱) | 0 | 5 | 2017.5 | | | |

| | | | |
|--------|---------|---------|---------|
| 电子布生产线 | 8400 万米 | 8400 万米 | 2012.10 |
| 合计(万吨) | 50.78 | 69.4 | |

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

3.2 玻纤粗纱已回到盈利较好水平，未来两年确定性有所减小

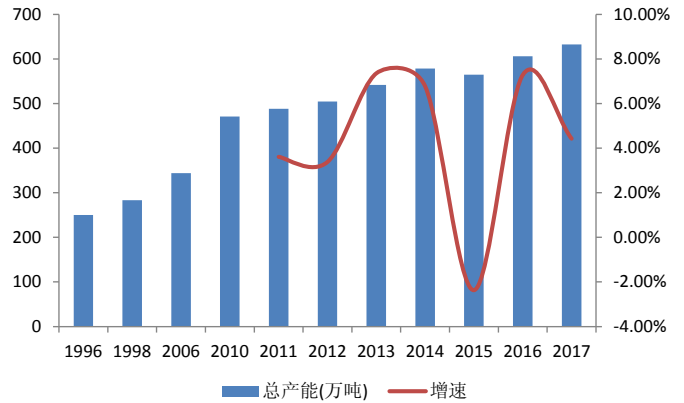
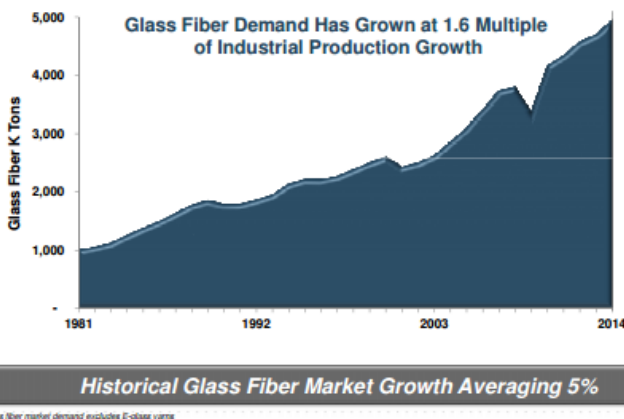
玻纤作为增强材料，与其它产品结合而成不同的复合材料，在多个领域替代传统材料。统计数据显示，全球玻纤行业需求的增长速度约为 GDP 增速的 1.6 倍。但玻纤行业是典型的重资产行业，生产线的产能刚性导致在需求变动较大时，供给端变动较慢，使得盈利出现明显的周期性波动。

上一轮的行业周期景气高点出现于 2007 年左右，当时全球各大玻纤企业均在 07-08 年进行大幅扩张的计划，这些产能基本在 07-10 年间投产；而当时全球因金融危机需求端放缓，玻纤行业进入盈利下滑阶段，并开始持续的产能消化。2014 年行业因风电带动而出现需求回升，加上产能消化进入尾声，玻纤价格与盈利持续回升，2015 年行业已回到较好的盈利水平。

行业在 07-10 年投产的产能基本已运行了 6-8 年 将于 15-17 年进入冷修的高峰。我们估算这几年间每年需冷修的产能约为 30 万吨（减少行业实际产能 10 万吨），但因行业盈利回到较好水平，已陆续有企业选择新扩产能，或者是在技改的同时增加产能。这些产能绝大部分将于 2016 年下半年开始释放，将成为 16-17 年行业盈利的重要影响因素。据我们初步统计，2015-2017 年行业实际运行产能增速分别为-2.37%、7.28% 与 4.42%。

图 9 全球玻纤行业需求情况

图 10 全球玻纤行业供给情况



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

从国家统计局数据也可看出，我国玻璃纤维及制品在 2008 年之后盈利快速下降，然后在 2009 年国家刺激后盈利回升，之后进入较长时间的逐步回落。但行业自 2013 年 2 月盈利触底，在 2014 年下半年后利润率不断回升，最新的销售利润率已达到 6.62%，与历史均值 6.64% 基本持平。

从行业龙头中国巨石披露的数据看，其单吨盈利已接近于 700 元/吨，较 2013 年 300 多元/吨的水平，已基本翻番，明显高于历史水平。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

大企业的盈利回升之所以明显好于行业，与本轮周期是受风电、热塑类产品拉动有关，小企业受益较大企业小。因目前风电已有放缓的迹象，加上国内经济较为低迷，我们预计未来两年的需求端可能出现反复。

图 11 我国玻璃纤维及制品的利润率

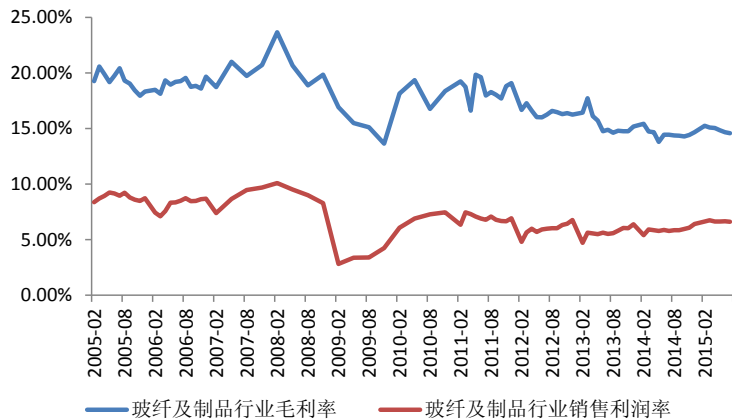
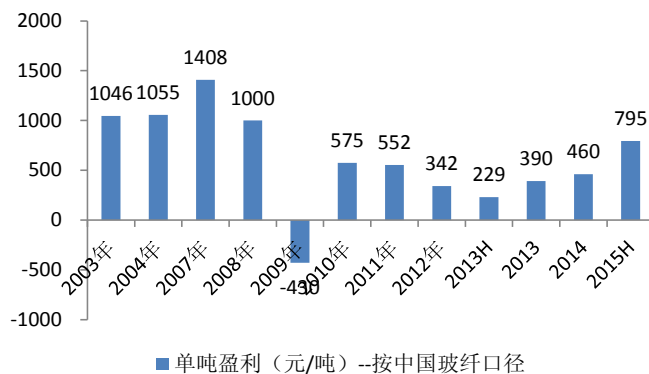


图 12 中国巨石单吨盈利水平



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

4. 并购将提升盈利能力，补偿协议有望保障收益

4.1 泰山盈利能力强于中材科技，前 4 月净利润为中材科技 1.13 倍

与行业走势类似，泰山玻纤的盈利能力也在 2014 年与 2015 年上半年出现大幅度的提升，今年前 4 月净利润率已回到 10.2% 的较高水平。虽然风电目前形势较好，但在三季度已有需求放缓的迹象；加上未来两年玻纤产能的变动，行业盈利有可能结束持续上行的走势。

根据中材科技在 2014 与 2015 年 1-4 月的报表来看，泰山玻纤的总资产与净资产均大于中材科技，这主要与玻纤粗纱为重资产行业相关。虽然泰山玻纤两报告期的收入仅为中材科技的 70% 与 72%，但净利润分别为 53% 与 107%，表明在行业好转时，泰山玻纤盈利大幅好转的幅度更大。两报告期泰山玻纤的毛利率均高出中材科技约 5.5% 与 9.8% 个百分点，而 14 年泰山净利润差于中材科技，主要与泰山玻纤高企的财务费用有关。

随着并购与增发完成，泰山的负债率有望下降，且两公司内部互补效果增强，也将有利于提升盈利能力。

表 6 泰山玻纤与中材科技经营情况比较

| | 2015 年 1-4 月 | | | 2014 年 | | |
|-----------|--------------|------------|---------|-----------|------------|---------|
| | 中材科技 | 泰山玻纤 | 泰玻/中材科技 | 中材科技 | 泰山玻纤 | 泰玻/中材科技 |
| 总资产 (万元) | 831489.67 | 985,034.59 | 118% | 805525.98 | 914,632.35 | 114% |
| 营业收入 (万元) | 154841.26 | 110,936.4 | 72% | 442445.24 | 307,848 | 70% |

| | | | | | | |
|--------------------|----------|-----------|------|----------|----------|------|
| | | 4 | | | .48 | |
| 营业利润 (万元) | 8775.45 | 9,261.44 | 106% | 12752.46 | 8,746.85 | 69% |
| 利润总额 (万元) | 13842.5 | 9,751.61 | 70% | 22804.59 | 9,757.66 | 43% |
| 净利润 (万元) | 11212.53 | 11,989.18 | 107% | 17275.68 | 9,187.49 | 53% |
| 归属于母公司所有者的净利润 (万元) | 10034.16 | 11,316.89 | 113% | 15219.48 | 8,019.92 | 53% |
| 毛利率 (%) | 21.1% | 30.9% | 9.8% | 21.1% | 26.6% | 5.5% |

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

因此，从近两年业绩来看，本次交易将明显提升公司业绩与财务指标。

交易后，14年与15年前4月的备考收入为72.1亿元与25.2亿，比交易前增加63.1%与63.5%；交易后净利润为2.56亿与2.07亿元，比交易前增加48%与107%。14年交易前后的毛利率由21.1%提至24.17%，15年前4月交易前后的毛利率由21.09%提至26.17%。

图 13 交易前后备考收入

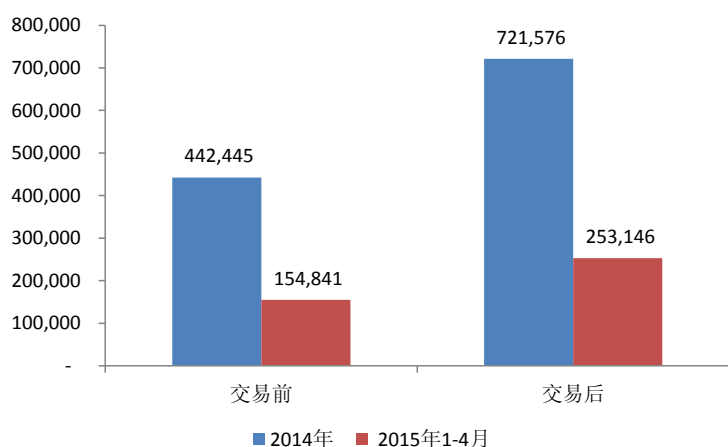
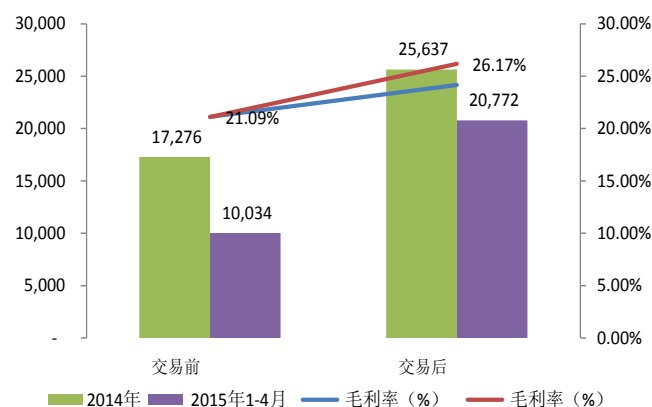


图 14 交易前后备考净利润与毛利率



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

4.2 业绩承诺相对合理，补偿协议将保障未来收益

公司在收购泰山玻纤的股权时，与中材股份签署了《利润补偿协议》。预计2015年至2018年度，泰山玻纤在补偿期内预测归属母公司净利润分别为26,828.95万元、22,237.84万元、31,042.71万元和46,248.54万元。其中15-17年为利润补偿期，若收购进展延后，则为收购完成后的三个年度。

若泰山玻纤在补偿期内未达到预测利润，中材股份将补偿实际净利润数与承诺净利润数的差额。具体是通过计算每年应补偿股份数，由中材科技以一元的价格进行回购并予以注销。

公司对于 15-18 年的利润预测是基于近三年行业供给有所加大，盈利略有回调的假设，对应的单吨净利在 400-650 元/吨之间，较今年的 514 元/吨有所变动，相对合理。

表 7 泰山玻纤业绩补偿方案

| | 业绩补偿阶段 | | | | | | |
|------------|---------|---------|--------------|----------|----------|----------|----------|
| | 2013 | 2014 | 2015 年 1-4 月 | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
| 泰山玻纤产量（万吨） | 38.57 | 42.58 | | 52.16 | 52.21 | 64.2 | 72.5 |
| 收入（万元） | 261,212 | 307,848 | 110,936 | 312,758 | 287,820 | 349,266 | 390,885 |
| 净利润（万元） | -743 | 8,020 | 11,317 | 26,829 | 22,238 | 31,043 | 46,249 |
| 单吨收入 | 6,772 | 7,229 | | 5,996.13 | 5,512.73 | 5,440.29 | 5,391.52 |
| 单吨净利润 | -19.27 | 188.35 | | 514.36 | 425.93 | 483.53 | 637.91 |
| 净利率 | -0.3% | 2.6% | 10.2% | 8.6% | 7.7% | 8.9% | 11.8% |

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

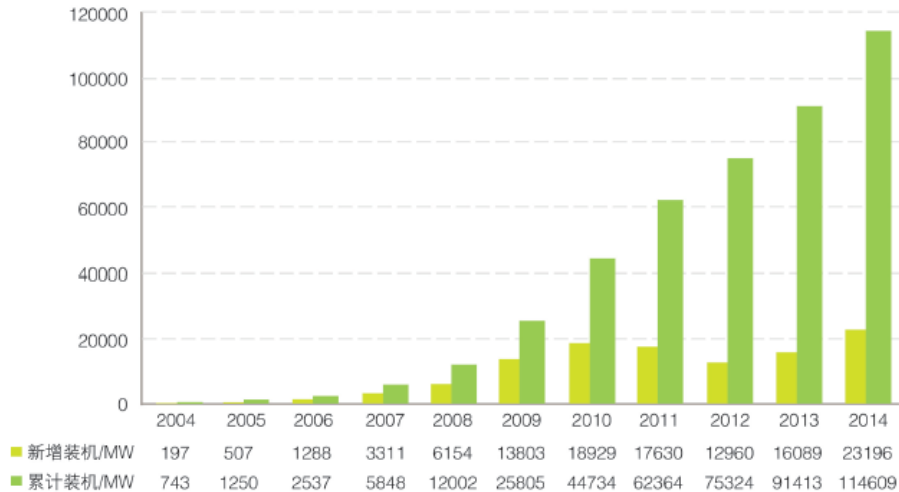
三、 风电与玻纤为利润主要来源，复合材料前景值得期待

1. 风电叶片与玻纤未来仍将贡献主要利润

作为清洁能源行业之一，风电行业近两年增长迅速。根据中国可再生能源学会风能专业委员会统计，2014 年我国新增风电装机容量为 23GW，同比增长 44.2%。受国家 2016 年下调风电上网电价的政策影响，2015 年上半年风电抢装行情持续，上半年新增风电装机共 9.1GW，同比大幅涨 50.9%。因近期部分企业认为难以在年底前并网，风电抢装行情有所减弱。我们认为近两年的抢装行情一定程度上透支了未来的装机需求。

但即便如此，按国家能源局原有计划，十三五期间将每年新增装机容量最低目标定在 2000 万千瓦，到 2020 年累计装机容量达到 2 亿千瓦。虽然国家对 2015 年已不设具体目标，但可作参考。我们认为如无政策太大的变动，未来两年风电的装机容量增速将会有所放缓。

图 15 我国风电装机容量



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

公司风电叶片业务为全国第一大业务。目前公司总产能在 3000 万套左右，我们预计今年总体销量将大幅增长。2014 年与 2015 年上半年叶片的净利润达到 2.86 亿元与 2.46 亿元，我们估计全年叶片净利润将在 4-5 亿元左右。

而玻纤粗纱方面，因未来两年公司搬迁与技改后预计成本将有较明显的下降，因此我们预计实现盈利预测的概率仍偏大。在供需相对平衡的状态下，玻纤粗纱每年提供 3 亿元左右的利润是相对合理的。

图 16 公司风电叶片的盈利情况

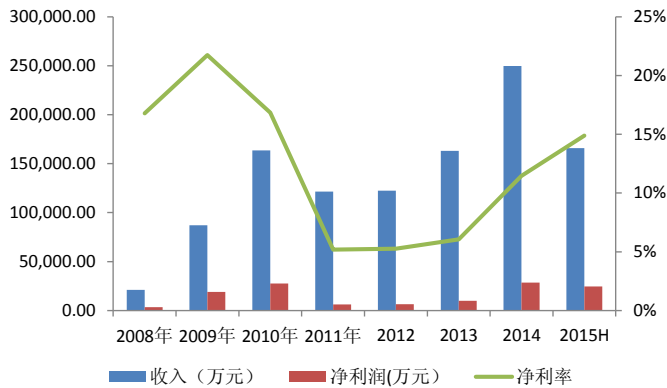
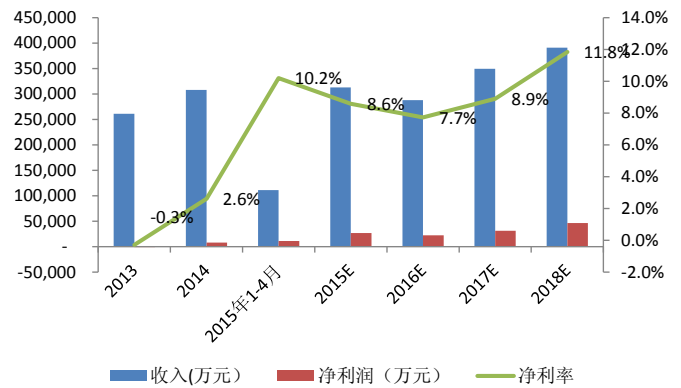


图 17 泰山玻纤的盈利情况



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 8 公司风电叶片产能

| 公司 | 生产线 | 产能 | 竣工时间 |
|--------|-----------------------------|-------|------------|
| 中材叶片 | 200 套叶片项目 | 200 套 | 2009 年 2 月 |
| | MW 级叶片项目 | 100 套 | 2010 年 3 月 |
| | 年产 500 套 1.5MW 级叶片项目(八达岭康庄) | 500 套 | 2009 年 6 月 |
| | 3MW 复合材料风电叶片产业化建设项目(八达岭) | 200 套 | |
| | 中部地区风电叶片产业基地基础条件建设项目(江西萍乡) | 400 套 | 2015 年 2 月 |
| 甘肃酒泉叶片 | 年产 500 套 MW 级叶片项目 | 500 套 | 2010 年 5 月 |

| | | |
|---------------------|--------------------|-----------|
| 年产 300 套 3MW 级叶片项目 | 300 套 | 2011 年上半年 |
| 吉林白城叶片 年产 500 套叶片项目 | 400 套 MW+100 套 3MW | 2011 年上半年 |

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2. 复合材料发展广阔，但依赖于产业化的进程。

公司依靠强大的研发能力不断开发复合材料，目前较为成熟的包括除尘设备所用的滤料、动力电池所用的隔板、汽车复合材料。其中滤料原来应用于水泥行业，今年成功进入发电行业并实现盈利；隔板在中试后进行产能扩大，主要应用作铅酸电池隔板与锂电池隔膜。而汽车复合材料也在拓展中。我们认为公司科研院的背景实力强，复合材料虽然应用分散，但前景广阔，后续发展更多取决于公司将技术进行产业化、以及市场推广的能力。

除尘设备主要用于水泥、钢铁、电力、有色、化工、垃圾焚烧等产生较多粉尘污染的行业。因国家对环保要求不断提高，具有更高效率的袋式除尘逐步替代静电除尘并占据主流，其在整体除尘设备的市场份额从 2005 年的 46.4% 上升至 2012 年的 55.3%。虽然近年受到下游行业产能过剩后盈利下滑影响，除尘行业产值也有所波动；但预计未来排放要求提升，对除尘设备及滤料的需求仍将增加。

袋式除尘中滤料是核心部件，具备较高的技术门槛。一般滤料的寿命约 3-4 年，不仅新增市场，而且存量市场也有更换需求，从而保证了未来滤料市场需求的快速增长。

图 18 袋式除尘行业产值

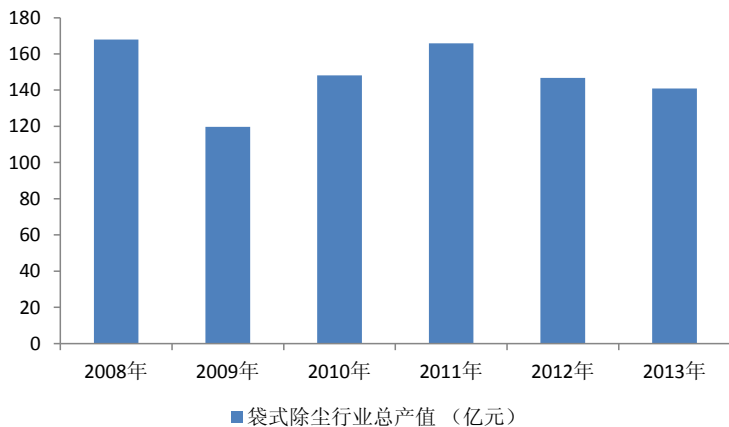
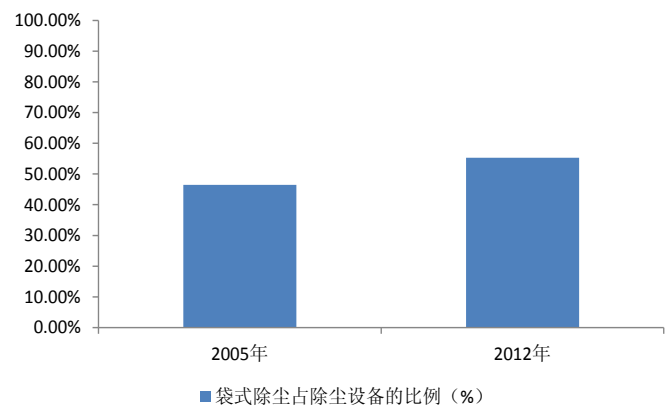


图 19 袋式除尘占除尘设备的比例



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

在火电行业，因发电以煤炭为原材料，排放烟尘为主要的的大气污染源。国家近几年收缩烟尘排放值，提高排放标准。这使得原有的静电除尘设备被袋式除尘器所取代，包括新增装机以及原有机组均加大袋式除尘的使用比例。我们预计 2016 年国内电力市场对滤料行业的需求将超过 1600 万平米，并保持年均 10% 左右的增速。

公司滤料为玻纤复合材料，早期主要应用于水泥行业，在水泥市场应用比例已大幅提升后，公司开始开拓电力应用市场。为此在山东滕州收购两条 UTEFA (原纽马格) 进口制毡生产线及辅助设备，通过技改实现 500 万平米的产能。生产线于今年 4 月份

请务必阅读正文之后的免责条款部分

投产，两个月内就实现了 1938 万元的收入以及 57.7 万元净利润，盈利兑现快速。预计后续盈利空间较广。

表 9 电力行业袋式除尘对滤料的需求测算

| | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|-----------|--------|--------|-------|--------|-----------|----------|
| 火电机组装机容量 | 82350 | 86000 | 91600 | 96180 | 100989 | 106038.45 | 111340.4 |
| 新增火电机组装机 | | 3650 | 5600 | 4580 | 4809 | 5049.45 | 5301.923 |
| 增速 (%) | | | 6.5% | 5% | 5% | 5% | 5% |
| 应用比例 | | 5% | 10% | 20.0% | 30.0% | 40.0% | 50.0% |
| 每千瓦用滤料 (平方米) | | 0.15 | 0.15 | 0.15 | 0.15 | 0.15 | 0.15 |
| 增量市场的需求 (万平米) | | 27 | 84 | 137 | 216 | 303 | 398 |
| 存量市场的需求 (万平米) | | 1,235 | 1,290 | 1,374 | 1,443 | 1,515 | 1,591 |
| 合计 | | 1,263 | 1,374 | 1,511 | 1,659 | 1,818 | 1,988 |
| 增速 (%) | | | 8.8% | 10.0% | 9.8% | 9.6% | 9.4% |

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

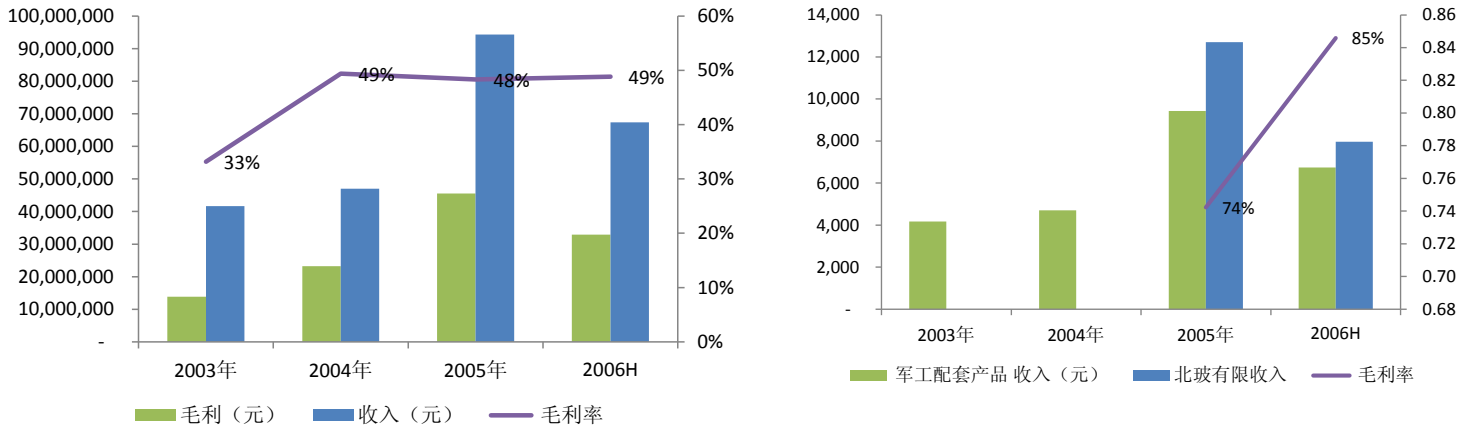
3. 军品配套产品的供应，印证技术实力

特种纤维复合材料可应用于军品，国家加大现代武器装备投入力度，对特种纤维复合材料的需求增加所致。公司在上市之初就进行军工配套产品的生产，公司在设立时，中材总公司将民用复合材料、通用玻璃纤维以及定型的批量订货的军工配套先进复合材料产品资产业务投入本公司，主要在北玻有限公司子公司中。

公司近年并未对军工配套产品数据进行披露，但公司在上市之初的数据显示，军工产品增长稳定，盈利能力非常强。从 2003 年至 2005 年，军工配套产品的收入从 4168 万元增至 9429 万元，增长迅速；且毛利率基本保持在 49% 左右。我们将北玻有限公司与公司军品收入比较，发现北玻有限 74-85% 的收入源于军品配套。

虽然现在军品的经营数据无披露，但从北玻有限历年的经营情况看，业绩较为稳定。我们估计军工配套产品仍在生产，北玻有限每年净利润基本保持在 2500-3000 万元之间，净利率也保持在 10%-15% 之间。

图 20 公司军工配套产品的收入与毛利
图 21 军工配套产品与北玻有限收入比较



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

四、 受益国企改革，员工持股彰显信心

1. 公司将成为中材集团玻纤业务平台

中材科技将作为中材集团整合及发展下属玻纤业务的平台，玻纤将成为中材科技新业务。

目前中材股份旗中的玻纤相关公司有中材金晶、庞贝捷中材金晶、北京玻璃钢研究院，其中仅有庞贝捷中材金晶有玻璃纤维业务，与中材科技业务存在重合。但庞贝捷中材金晶目前处在亏损，其股东中材金晶与 PPG 公司未来将对其进行重组。在重组完成后三年内，将在审批要求的条件内，可由中材科技对其收购或注入。不存在同业竞争问题。

表 10 中材股份中与玻纤有关的子公司与业务

| 序号 | 企业名称 | 股权情况(中材集团持股) | 业务 | 结论 | 未来安排 |
|----|----------------|------------------|-----------------|----------------------|---|
| 1 | 中材金晶玻纤有限公司 | 中材股份持股 50.01% | 玻璃纤维湿法薄毡和高压玻璃钢管 | 与中材科技/泰山玻纤不存在实质性同业竞争 | |
| 2 | 庞贝捷中材金晶玻纤有限公司 | 中材金晶玻纤有限公司持股 50% | 玻璃纤维 | 产品与泰山玻纤重合 | 中材金晶与 PPG 公司对庞贝捷的股权重组完成后的三年内，在符合国家行业政策及审批要求的条件下，由中材科技对中材金晶（包括庞贝捷）实施收购或采取其他可行的方式注入中材科技 |
| 3 | 北京玻璃钢研究设计院有限公司 | 本公司持股 100% | 为综合服务(包括物业管理和 | 与中材科技/泰山玻纤不存在同业竞争 | |

| | | | | | |
|--|--|--|-------|--|--|
| | | | 检测服务) | | |
|--|--|--|-------|--|--|

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2. 员工持股彰显未来发展信心

本次发行，上市公司及泰山玻纤主要高管及核心员工（通过资管计划“长江中材启航1号定向资产管理产品”）认购非公开发行的资金。参与对象为管理层与核心骨干参与认购了非公开发行，合计不超过153人；其中董事、监事与高级管理人员共14人。

本次股权投资计划金额不超过16063.12万元，认购不超过864万股；其中董监高合计认购不低于2452万元。认购价格为18.58元/股，存续期为48个月，其中前36个月为锁定期，后12个月为解锁期。

员工参与非公开发行将有利于激励员工，也体现了管理层对上市公司信心。

五、 盈利预测

表 11 中材科技盈利预测

| | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------------|------------|------------|------------|------------|
| 泰山玻纤 | | | | |
| 产量（万吨） | 43 | 52 | 52 | 64 |
| 单价（元/吨） | 7,230 | 5,996 | 5,513 | 5,440 |
| 收入（万元） | 307,848.48 | 312,758.05 | 287,819.69 | 349,266.31 |
| 净利润（万元） | 8,019.92 | 26,828.95 | 22,237.84 | 31,042.71 |
| 单位利润（万元/套） | 188.35 | 514.36 | 425.93 | 483.53 |
| 风电叶片-中材叶片 | | | | |
| 销量（套） | 1700 | 2700 | 2800 | 2800 |
| 单价（万元/套） | 100 | 122 | 110 | 120 |
| 收入（万元） | 249,609.02 | 330,000.00 | 308,000.00 | 336,000.00 |
| 净利润（万元） | 28,621.10 | 45,000.00 | 42,000.00 | 47,600.00 |
| 单位利润（万元/套） | 5.00 | 16.67 | 15.00 | 17.00 |
| 产能（万只） | | | | |
| 产能（万只） | 48 | 63 | 63 | 63 |
| 销量（万只） | 40.00 | 30.00 | 35.00 | 35.00 |
| 单价（元/只） | 1,544.71 | 1,100.00 | 1,100.00 | 1,200.00 |
| 收入（万元） | 61,788.38 | 33,000.00 | 38,500.00 | 42,000.00 |
| 净利润（万元） | -8,405.69 | -13,000.00 | -10,000.00 | -7,000.00 |
| 单位利润（元/只） | -210.14 | -433.33 | | |
| 收入（万元） | | | | |
| 收入（万元） | 31,208.08 | 40,000.00 | 44,000.00 | 49,280.00 |

| | | | | |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 增速 (%) | 12.91% | 28.17% | 10.00% | 12.00% |
| 净利润 (万元) | 2,683.04 | 3,000.00 | 3,960.00 | 4,533.76 |
| 净利率 (%) | 8.60% | 7.50% | 9.00% | 9.20% |
| 收入 (万元) | 10,989.91 | 9,000.00 | 10,000.00 | 11,000.00 |
| 增速 (%) | 4.19% | -18.11% | 11.11% | 10.00% |
| 净利润 (万元) | -3,276.91 | -100.00 | 200.00 | 200.00 |
| 增速 (%) | 226.23% | -96.95% | -300.00% | 0.00% |
| 净利率 (%) | -29.82% | -1.11% | 2.00% | 1.82% |
| 汽车复合材料 | | | | |
| 收入 (万元) | 4,239.97 | 6,200.00 | 8,000.00 | 10,000.00 |
| 净利润 (万元) | -2,740.71 | -120.00 | 200.00 | 400.00 |
| 中材默锐(60%) | | | | |
| 收入 (万元) | 97 | 1,000 | 1,500 | 1,500 |
| 净利润 (万元) | -298 | -1,500 | -1,000 | -500 |
| 净利润率 (%) | -307.5% | -150.0% | -66.7% | -33.3% |
| 滤料 (山东) | | | | |
| 产能 (万平米) | | 500 | 500 | 500 |
| 收入 (万元) | | 4,000.00 | 12,000.00 | 25,000.00 |
| 净利润 (万元) | | 150.00 | 800.00 | 1,400.00 |
| 南玻院收入 (万元) | 100,059.63 | 120,071.56 | 132,078.72 | 145,286.59 |
| 增速 (%) | -1.25% | 20.00% | 10.00% | 10.00% |
| 净利润 (万元) | 0.00 | -2,500.00 | -1,500.00 | -550.00 |
| 净利率 (%) | 0.00% | -2.08% | -1.14% | -0.38% |
| 收入合计 (万元) | 457,895.00 | 543,271.56 | 841,898.41 | 969,332.90 |
| 增速 (%) | 16.49% | 86.92% | 91.97% | 36.42% |

资料来源：中国中投证券研究总部

六、风险提示

我们对公司的业务进行的判断相对中性,但以下几方面若不达预期,可能存在风险。

1. 玻纤行业下游需求放缓导致价格与盈利下跌。近两年风电与热塑材料的需求增加,带动玻纤粗纱、风电叶片的价格与盈利明显上升。在2016年国家风电的上网电价下调后,若风电装机明显下滑,可能导致玻纤需求放缓超出

预期。则公司玻纤粗纱、风电叶片的利润可能不达预期。

2. 公司定增进展慢于预期，导致后续项目进展慢于预期。泰山玻纤因搬迁以及产能到期需冷修技改及新建。若资金到位较晚，可能影响公司扩产的进度，从而影响公司规模，以及对成本的控制。

附：财务预测表
资产负债表

| 会计年度 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 4903 | 5900 | 8591 | 9779 |
| 现金 | 532 | 800 | 900 | 930 |
| 应收账款 | 1408 | 1859 | 2815 | 3266 |
| 其它应收款 | 22 | 29 | 44 | 52 |
| 预付账款 | 124 | 217 | 320 | 363 |
| 存货 | 1018 | 1365 | 1987 | 2260 |
| 其他 | 1800 | 1630 | 2526 | 2908 |
| 非流动资产 | 3152 | 3209 | 3880 | 4674 |
| 长期投资 | 24 | 25 | 25 | 25 |
| 固定资产 | 2212 | 2347 | 2730 | 3279 |
| 无形资产 | 365 | 369 | 361 | 352 |
| 其他 | 551 | 467 | 763 | 1018 |
| 资产总计 | 8055 | 9109 | 12471 | 14453 |
| 流动负债 | 4662 | 5422 | 8018 | 9040 |
| 短期借款 | 215 | 1742 | 2664 | 3029 |
| 应付账款 | 1272 | 1521 | 2239 | 2538 |
| 其他 | 3175 | 2158 | 3115 | 3473 |
| 非流动负债 | 647 | 671 | 812 | 956 |
| 长期借款 | 223 | 323 | 423 | 573 |
| 其他 | 425 | 348 | 389 | 384 |
| 负债合计 | 5309 | 6092 | 8830 | 9996 |
| 少数股东权益 | 221 | 258 | 331 | 426 |
| 股本 | 400 | 400 | 400 | 400 |
| 资本公积 | 1395 | 1395 | 1395 | 1395 |
| 留存收益 | 731 | 964 | 1515 | 2235 |
| 归属母公司股东权益 | 2525 | 2759 | 3310 | 4030 |
| 负债和股东权益 | 8055 | 9109 | 12471 | 14453 |

现金流量表

| 会计年度 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 382 | -766 | 230 | 905 |
| 净利润 | 173 | 319 | 625 | 815 |
| 折旧摊销 | 296 | 281 | 341 | 428 |
| 财务费用 | 84 | 60 | 130 | 172 |
| 投资损失 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -229 | -1379 | -1005 | -542 |
| 其它 | 59 | -47 | 140 | 33 |
| 投资活动现金流 | -395 | -468 | -1021 | -1219 |
| 资本支出 | 366 | 499 | 1000 | 1200 |
| 长期投资 | -168 | -31 | 0 | 0 |
| 其他 | -198 | 0 | -21 | -19 |
| 筹资活动现金流 | 209 | 1503 | 892 | 344 |
| 短期借款 | -314 | 1527 | 921 | 366 |
| 长期借款 | -31 | 100 | 100 | 150 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 107 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 448 | -124 | -130 | -172 |
| 现金净增加额 | 195 | 268 | 100 | 30 |

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

| 会计年度 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 4424 | 5433 | 8419 | 9693 |
| 营业成本 | 3490 | 4346 | 6398 | 7251 |
| 营业税金及附加 | 22 | 26 | 42 | 48 |
| 营业费用 | 199 | 244 | 387 | 446 |
| 管理费用 | 439 | 413 | 716 | 795 |
| 财务费用 | 84 | 60 | 130 | 172 |
| 资产减值损失 | 64 | 10 | 30 | 40 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 128 | 334 | 716 | 942 |
| 营业外收入 | 106 | 80 | 90 | 100 |
| 营业外支出 | 6 | 5 | 5 | 10 |
| 利润总额 | 228 | 409 | 801 | 1032 |
| 所得税 | 55 | 90 | 176 | 217 |
| 净利润 | 173 | 319 | 625 | 815 |
| 少数股东损益 | 21 | 37 | 74 | 95 |
| 归属母公司净利润 | 152 | 281 | 551 | 720 |
| EBITDA | 508 | 675 | 1186 | 1541 |
| EPS (元) | 0.38 | 0.70 | 1.38 | 1.80 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 28.5% | 22.8% | 55.0% | 15.1% |
| 营业利润 | 2526.4 | 161.5% | 114.6% | 31.5% |
| 归属于母公司净利润 | 41.0% | 84.9% | 95.7% | 30.7% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 21.1% | 20.0% | 24.0% | 25.2% |
| 净利率 | 3.4% | 5.2% | 6.5% | 7.4% |
| ROE | 6.0% | 10.2% | 16.6% | 17.9% |
| ROIC | 5.6% | 6.9% | 10.9% | 12.0% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 65.9% | 66.9% | 70.8% | 69.2% |
| 净负债比率 | 9.56% | 35.04% | 35.75% | 36.73% |
| 流动比率 | 1.05 | 1.09 | 1.07 | 1.08 |
| 速动比率 | 0.82 | 0.83 | 0.82 | 0.83 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.61 | 0.63 | 0.78 | 0.72 |
| 应收账款周转率 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 应付账款周转率 | 3.17 | 3.11 | 3.40 | 3.04 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.38 | 0.70 | 1.38 | 1.80 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.95 | -1.92 | 0.57 | 2.26 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 6.31 | 6.90 | 8.27 | 10.07 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 41.11 | 22.23 | 11.36 | 8.69 |
| P/B | 2.48 | 2.27 | 1.89 | 1.55 |
| EV/EBITDA | 13 | 9 | 5 | 4 |

相关报告

| 报告日期 | 报告标题 |
|------------|--|
| 2015-07-12 | 《南玻 A-业绩触及底部，前海人寿入主提供未来资本运作空间》 |
| 2015-04-30 | 《南玻 A-超薄玻璃与多晶硅为长期亮点，股权变动与 B 转 H 提供短期催化剂》 |
| 2014-10-28 | 《南玻 A-浮法下行超预期，明年看点在光伏与超薄玻璃》 |
| 2014-08-05 | 《南玻 A-浮法已处底部，关注光伏向上与电子玻璃扩张》 |
| 2014-07-07 | 《南玻 A—浮法拖累业绩，太阳能回升》 |
| 2014-04-22 | 《南玻 A-光伏与工程是亮点，浮法与精细下行》 |
| 2014-03-25 | 《南玻 A-盈利回升，股权激励行权条件苛刻》 |
| 2014-01-13 | 《南玻 A-13 年主业经营基本符合预期，14 年弹性减弱》 |
| 2013-10-21 | 《南玻 A-周期性、成长性业务将相继发力》 |
| 2013-10-08 | 《南玻 A-业绩增速将逐季抬升，关注多晶硅盈利回归》 |
| 2013-10-06 | 《南玻 A—出售低盈利资产轻装前进，多晶硅底部已现》 |
| 2013-08-21 | 《南玻 A-出售显示器件 19%股权对未来成长性影响不大》 |
| 2013-08-06 | 《南玻 A -浮法与光伏靓丽，高端超薄再添增长点》 |
| 2013-04-25 | 《南玻 A-上行趋势显现，一季度主业利润增 7.5 倍》 |
| 2013-03-26 | 《南玻 A-周期开始向上，超薄玻璃添亮点》 |
| 2013-03-26 | 《12 年为本轮周期底部》 |
| 2012-10-29 | 《南玻 A - 最佳长期买入时机到来》 |
| 2012-08-20 | 《南玻 A - 盈利能力见底》 |
| 2012-07-19 | 《南玻 A - 大比例回购 B 股彰显管理层对公司投资价值信心》 |
| 2012-04-23 | 《南玻 A - 困难的时刻即将过去》 |
| 2012-04-07 | 《南玻 A - 预减不足惧，等待抄底时》 |
| 2012-03-27 | 《南玻 A - 盈利谷底来临,曙光就在前方》 |
| 2011-10-26 | 《南玻 A-悲观预期反应之日是买入股票之时》 |
| 2011-08-08 | 《南玻 A-穿越周期的成长性品种》 |
| 2011-05-15 | 《南玻 A-4.03 亿元转让广州浮法股权》 |
| 2011-04-22 | 《南玻 A-1 季度盈利增长主要依靠太阳能领域》 |
| 2011-01-31 | 《南玻 A-出售陶瓷科技，发展战略进一步清晰》 |
| 2011-01-18 | 《南玻 A-2011 年第一次股东大会会议纪要》 |
| 2011-01-11 | 《南玻 A-公司正值盈利高峰期》 |
| 2010-10-24 | 《南玻 A-短期景气促业绩回升，关注明后年企业转型》 |
| 2010-04-21 | 《南玻 A-正逐步完成制造型公司向创新性公司的转型》 |
| 2010-03-18 | 《公司点评_20100318_李凡》 |
| 2009-12-09 | 《南玻 A-住宅节能玻璃市场争夺战拉开序幕》 |
| 2009-10-20 | 《南玻 A-短期景气提升季度业绩，新设浮法线完善全国布局》 |
| 2009-10-14 | 《南玻 A-浮法价格上涨带动盈利回升，仍需关注行业复产进度》 |
| 2009-08-04 | 《南玻 A-浮法改善明显，太阳能领域等待需求回暖》 |
| 2009-07-13 | 《南玻 A-2 季度公司浮法玻璃业务改善明显》 |
| 2009-04-22 | 《南玻 A-盈利底部已现，业绩环比回升》 |
| 2009-03-31 | 《南玻 A-长期太阳能前景广阔，短期业绩不尽人意》 |
| 2009-03-27 | 《南玻 A-可能成为财政部补贴太阳能领域政策受益程度最大的公司》 |

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

王海青,中投证券研究所建材行业分析师,金融学硕士。

李凡,中投证券研究所建材行业首席分析师,管理学硕士,4 年行业从业经验,10 年证券行业从业经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也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。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434