



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2016-01-28

公司调研报告

增持/首次

中材科技(002080)

目标价: 25.00

昨收盘: 21.33

化工 化学制品

定增收购泰山玻纤，整合上下游产业链

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	400/400
总市值/流通(百万元)	8,532/8,532
12 个月最高/最低(元)	27.05/13.51

证券分析师: 姚鑫

电话: 010-88321661

E-MAIL: yaox@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190210080004

证券分析师助理: 杨林

电话: 010-88321817

E-MAIL: yangl@tpyzq.com

执业资格证书编码: S11901150080040

证券分析师助理: 张文臣

E-MAIL: zhangwc@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190116010005

证券分析师助理: 方杰

E-MAIL: fangj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115120003

事件: 近日我们赴中材科技进行了调研, 与公司管理层就公司业务开展与未来规划进行了深入交流与沟通。

公司央企背景, 科研实力突出。 中材科技大股东为央企中材集团旗下 H 股公司中材股份。中材集团是国内唯一在非金属材料业拥有科研、设计、制造、工程建设、国际贸易等完备产业体系的大型央企集团, 业务领域涵盖了括水泥技术装备及工程服务、水泥制造、新材料、地质勘查、矿产、环保等业务。中材科技由三家国家级科研院所改制而来, 继承了北京玻璃钢研究院(北玻院)、南京玻璃纤维研究院(南玻院)、苏州非金属矿工业研究院(苏非院) 40 余年的国防航天配套的技术、资源和人才优势, 是国内特种纤维复合材料的技术装备研发中心, 形成了从非金属矿物材料提纯、煅烧、到特种玻纤拉丝、表面处理, 再到纤维与树脂体系复合成型、工艺设计, 完整的产业链。

定增收购泰山玻纤, 筑造全产业链平台。 公司计划向母公司中材股份定向发行 268,699,120 股, 合计募集资金 38.50 亿元用于收购泰山玻纤 100% 股权; 同时拟向盈科汇通、宝瑞投资、国杰投资、君盛蓝湾、金风投资、上海易创、启航 1 号非公开发行不超过 151,300,880 股, 募集资金不超过 21.68 亿元, 用于建设泰山玻纤年产 2*10 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线及补充营运资金; 泰山玻纤承诺 2015-2018 年归母净利润分别为 2.68 亿元、2.22 亿元、3.10 亿元及 4.62 亿元, 公司收购价格对应 15 年 PE 为 14.4X, 其估值与预案公布时的二级市场水平相当, 处在合理水平。泰山玻纤是世界第五大、国内第三大玻纤厂商, 当前产能达到 53.7 万吨/年, 约占全球的 10%。此前泰山玻纤就是公司风电叶片等产品的上游供应商, 本次收购在上市平台内将产业链补强最后一环后, 依托核心的技术研发优势, 打造全产业链平台, 且玻纤行业景气度较高, 未来下游市场空间巨大, 合并后将进一步增厚公司业绩。

风电叶片国内行业龙头地位显著。 风电叶片是公司目前最主要的盈利业务, 受国家 2016 年下调风电上网标杆电价的政策影响, 2014 年下半年开始出现风电抢装潮, 并在 2015 年得到持续, 公司 2015 年叶片收入呈现井喷式增长。根据中国新能源“十三五”规划的初步方案, 到 2020 年风电将实现累计并网装机容量 250-280GW, 这与之前的“十二五”规划展望的 2020 年目标 200GW 提高了 25%-40%, 未来五年年均新增装机容量约为 26GW。同时, 随着风电整机招标价回升企稳后, 降低叶片成本将是提升盈利水平的关键。目前玻纤复合材料是叶片使用

的主流材料，公司此次收购主要供应商泰山玻纤，实现了上游产业链的整合，加上领先的产能规模（3900套/年产），以及与风电整机龙头金风科技的强强合作关系（公司产品占金风科技叶片采购比例约50%），成本优势将更加突出。我们预计公司2016年风电叶片收入可能较2015年出现小幅下滑，但长期来看，仍具备较大增长空间。

覆膜滤料与锂电池隔膜，膜材料业务发展方向。公司的滤材事业部从事使用在袋式除尘中的过滤材料的研究开发和生产，自主研发的“玻璃纤维覆膜滤料”顺利通过了美国环保局(EPA)环境技术认证(ETV)，具有排放浓度低、过滤效率高、使用寿命长等优点，目前主要应用在水泥行业，具备700万平方米的年产能，年收入约2-3亿元，市场占有率约20%。与水泥市场相比，火电厂含硫量较高，公司的玻纤滤料的特点是耐高温耐酸耐碱，公司正大力向火电等领域拓展，设立山东膜材料有限公司，建设年产500万平米化纤毡过滤材料生产线，打造公司未来面向电力行业的过滤材料生产制造平台。2014年1月公告，公司“新能源汽车动力锂电池用隔膜产业化项目”获得中央国有资本经营预算产业升级与发展支出1亿元拨款，项目包括建设10条年产1,000万平方米/条锂电池隔膜生产线，应用于电动汽车及消费类锂电池等产品，采用先进的PE湿法双向拉伸工艺，目前良品率已经接近50%，并实现单月盈亏平衡。公司现具备约2,700万平方米的产能，产品现处于向比亚迪、ATL、松下等锂电池制造商少量供货实验阶段。公司下一步将逐步提升产能规模并加大市场开拓力度，预计未来锂电池隔膜将成为公司主要业绩增长点。

油气价差缩小拖累，高压气瓶业务承压。子公司中材科技(苏州)有限公司具备压缩天然气气瓶(CNG)、正压自给式呼吸器气瓶(SCBA)、液化天然气气瓶(LNG)及工业气瓶四大类高压复合气瓶产品，主要下游客户包括天然气运输车、天然气汽车整车厂商及改装汽车市场。受国际油价持续走低引起的油气价格倒影响，2015年上半年公司气瓶实现收入1.66亿元，同比下降47.73%，亏损0.45亿元，同比下降328.64%。公司在业内产能规模领先，成都年产35万只CNG气瓶产线已经部分投产，目前产能合计达到63万支，在重点整车市场产品份额超过50%；LNG气瓶自2013年正式投放市场后，产能逐步释放，增长势头良好。长期来看，天然气是国内重点推广的清洁能源，《能源发展战略行动计划(2014-2020年)》中明确提出，到2020年天然气占一次消费能源比重达到10%以上，利用量达到3,600亿立方米，未来继续推广使用是大势所趋；2015年11月18日，发改委下调非居民用天然气价格0.7元/立方米，随着油气价格改革的深入及清洁能源的持续推进使用，公司复合气瓶业务依然具备高增长潜力。

“央企改革”提升公司想象空间。2016年1月25日公司公告，实际控制人中国中材集团有限公司与中国建筑材料集团有限公司正在筹划战略重组事宜。目前中国建材集团和中材集团旗下拥有12家A股上市

公司，且很多上市公司市值规模都不大，业务重叠度高，两家央企整合会带来重叠业务层面的协同，且A股上市公司为解决同业竞争问题，存在较大规模的资产注入预期，如公司计划定增并购的泰山玻纤与中国巨石为国内第三和第一大玻纤制造商，合计产能达到约170万吨，约占全球产能的30%；公司目前具备3,900套风电叶片产能，中国建材旗下的中复连众具备约3,000套产能，是国内风电叶片领域的龙头与旗舰，合计约占国内市场份额的40%-45%左右；公司旗下的碳纤维复合材料业务与中国建材旗下的中复神鹰也存在一定程度的关联。未来随着中材集团与中国建材战略性重组方案的落地与持续改革推进，集团内部同业业务存在整合的高度可能性。

估值与评级。我们预计公司定向增发收购泰山玻纤将于2016年一季度完成，预计2015和2016年EPS分别为0.75元和0.69元(摊薄后)，对应1月25日收盘价21.33元PE为28.4X和30.9X。公司2016年完成增发后，由于泰山玻纤当年为池窖冷修高峰，业绩承诺下滑，同时2015年风电行业抢装潮透支2016年装机容量，因此公司2016年EPS较2015年有所下滑，但锂电池隔膜业务存在较大增长空间，同时国企改革给予较大想象空间，我们给予“增持”评级。给予“增持”评级。

风险提示。非公开发行股票收购泰山玻纤进度不及预期的风险；风电装机容量增速下滑的风险。

■ 主要财务指标

	2013	2014	2015E	2016E
净利润(百万元)	107.95	152.19	300.00	342.00
摊薄每股收益(元)	0.27	0.38	0.75	0.69

资料来源: Wind, 太平洋证券

图表 1、业绩预测假设 单位: 亿元

归母净利润	2014	2015E	2016E
中材科技	1.52	3.00	3.42
泰山玻纤(业绩承诺)	0.80	2.68	2.22
合并净利润	N/A	N/A	5.64
稀释每股收益	N/A	0.75	0.69

资料来源: 太平洋研究院整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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询价。我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。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。