

## 多业务表现靓丽, 看好公司下半年业绩

### 投资要点

- **事件:** 公司发布半年报, 2017年H1实现营业收入44.8亿元, 同比增长18.1%, 实现归母净利润3.7亿元, 同比增长37.1%, 实现扣非净利润3.5亿元, 同比增长49.6%。同时, 公司公布2017年1-9月份业绩预告, 预计实现归母净利润变动区间是5.08亿至6.77亿, 同比增长50%-100%。
- **业绩大幅增长的原因主要有两个。**1) 特种纤维复合材料业务表现亮眼, 其中特种纤维复合材料制品实现营收31.4亿元, 同比增长37.12%, 特种纤维复合材料技术与装备实现营收2.20亿元, 同比增长388.53%。2) 公司在2016年对气瓶产业实行去产能, 消除业绩拖累, 实现经营业绩改善。
- **一期1.2亿平米锂电隔膜即将投产, 下半年有望放量。**7月份新能源汽车产销量分别为5.9和5.6万辆, 同比增速分别为52.6%和55.2%, 景气度明显回升, 新能源汽车的高速增长将带来锂电隔膜的需求大幅提升。目前高端湿法隔膜产品供不应求且被国外巨头主导, 国产替代在途, 公司2.4亿平方米产能将逐步投产, 其中一期1.2亿平方米将于今年下半年投产, 二期1.2亿平方米将于18年上半年投产, 届时公司将成为湿法锂电隔膜龙头之一, 规模优势明显。同时, 公司已初步完成客户布局, 产品已得到比亚迪、CATL、亿纬锂能等主流电池厂商认证, 产品下半年开始有望迅速放量, 成为公司新的利润增长点。
- **玻璃纤维景气度有望持续, 新产能投产成本降低。**受益于玻纤防水材料的应用不断拓展、汽车轻量化和风电需求有望改善, 未来几年需求预计维持5%左右增速。而供给端由于产能释放低于检修产能, 产能增加带来的冲击影响有限, 我们预计玻纤行业将维持高景气。公司作为我国玻纤行业领先企业, 共拥有68万吨产能, 其中低成本产能占比高达60%。公司上半年玻纤表现亮眼, 实现销量高达34万吨, 营收产品毛利率35.39%, 同比增长0.56%。
- **滤料业务实现突破, 风电业务景气度有望改善。**公司于今年上半年实现滤料业务突破, 中标大唐集团全部标段1亿元, 并成功拓展到电力行业。上半年实现销量258万平米, 同比增长52.7%, 实现营业收入1.5亿元, 同比增长30.9%。随着环保趋严对于产品的需求进一步提升, 同时公司市占率和产品认可度逐步提升带来的“马太效应”, 滤料业务有望成为公司重要盈利点。由于2015年风电行业“抢装”行情, 提前透支了需求, 造成行业出现低迷, 但公司2017年H1风电营收同比下滑12%, 较2016年下滑趋势趋缓。同时公司2017年Q2风电叶片出货量环比改善, 随着下半年需求的回暖, 风电业务有望业绩改善。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计2017-2019年EPS分别为0.96元、1.19元、1.32元, 对应动态PE分别为23倍、19倍和17倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 新能源车产销量低于预期的风险、玻纤和风电叶片产品价格大幅下行的风险、在建项目投产不达预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8968.93	10190.00	11203.26	11924.51
增长率	53.90%	13.61%	9.94%	6.44%
归属母公司净利润(百万元)	401.40	778.41	962.88	1067.15
增长率	33.67%	93.92%	23.70%	10.83%
每股收益EPS(元)	0.50	0.96	1.19	1.32
净资产收益率ROE	5.11%	9.04%	10.29%	10.55%
PE	44	23	19	17
PB	2.16	2.00	1.85	1.72

数据来源: Wind, 西南证券

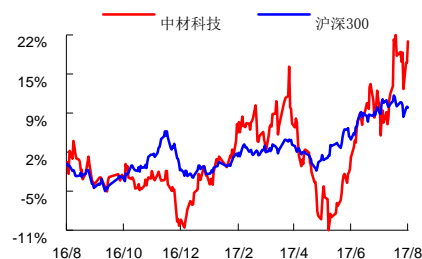
### 西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 021-50755259  
邮箱: shah@swsc.com.cn

联系人: 余尊宝  
电话: 023-63786519  
邮箱: yzbaos@swsc.com.cn

联系人: 李海勇  
电话: 0755-23605349  
邮箱: lihay@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	8.07
流通A股(亿股)	4.00
52周内股价区间(元)	16.24-22.33
总市值(亿元)	178.54
总资产(亿元)	217.16
每股净资产(元)	10.25

### 相关研究

1. 中材科技(002080): 玻璃纤维量价齐升, 锂电隔膜有望放量 (2017-07-30)

**关键假设：**

假设 1：今年三季度新能源车销售走强，带动锂电池隔膜销量增长；行业湿法隔膜产能扩张较快，但考虑实际可释放产量有限，且产品有一定认证周期，预计 17 年锂电池隔膜下半年价格将相对平稳；

假设 2：玻纤持续高景气，供需情况持续改善，预计价格大概率上行，同时叠加公司低成本产能高达 60%，带来公司产品毛利率提升。

假设 3：预计三费保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	8,968.93	10190.00	11,203.26	11,924.51
	增速	53.9%	13.6%	9.9%	6.4%
	成本	6,669.46	7,468.00	8,086.62	8,539.04
	毛利率	25.64%	26.71%	27.82%	28.39%
玻璃纤维及其制品	收入	3791.19	4123.30	4411.93	4367.81
	增速		8.76%	7.00%	-1.00%
	成本	2633.00	2845.08	3000.11	2970.11
	毛利率	30.55%	31.00%	32.00%	32.00%
锂离子电池隔膜	收入	29.21	285.00	532.00	777.00
	增速	194.2%	875.86%	86.67%	46.05%
	成本	36.48	213.75	372.40	505.05
	毛利率	-24.91%	25.00%	30.00%	35.00%
风电叶片	收入	3233.53	3770.94	4148.03	4562.84
	增速	-19.0%	16.6%	10.0%	10.0%
	成本	2600.00	2941.33	3193.99	3467.76
	毛利率	19.59%	22.00%	23.00%	24.00%
其他主营业务	收入	1914.99	2010.74	2111.28	2216.84
	增速	5.0%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	1399.9798	1467.84	1520.12	1596.13
	毛利率	26.89%	27.00%	28.00%	28.00%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	8968.93	10190.00	11203.26	11924.51	净利润	423.47	808.41	992.88	1097.15
营业成本	6669.46	7468.01	8086.63	8539.06	折旧与摊销	846.67	856.48	909.18	922.24
营业税金及附加	114.43	92.15	122.12	118.91	财务费用	272.68	141.64	120.47	123.05
销售费用	401.71	509.50	571.37	620.07	资产减值损失	254.92	20.00	5.00	5.00
管理费用	904.14	1069.95	1176.34	1252.07	经营营运资本变动	-153.75	-465.26	-271.93	75.70
财务费用	272.68	141.64	120.47	123.05	其他	-561.70	-75.65	1.83	-1.58
资产减值损失	254.92	20.00	5.00	5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1082.29</b>	<b>1285.62</b>	<b>1757.43</b>	<b>2221.55</b>
投资收益	1.78	2.00	2.00	2.00	资本支出	-1102.10	-495.00	-495.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-371.22	39.56	-38.00	-38.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1473.31</b>	<b>-455.44</b>	<b>-533.00</b>	<b>-38.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>353.37</b>	<b>890.75</b>	<b>1123.32</b>	<b>1268.35</b>	短期借款	-278.27	-51.00	0.00	0.00
其他非经营损益	209.72	184.26	196.99	190.63	长期借款	-135.66	20.00	20.00	40.00
<b>利润总额</b>	<b>563.10</b>	<b>1075.01</b>	<b>1320.32</b>	<b>1458.97</b>	股权融资	1949.70	0.00	0.00	0.00
所得税	139.63	266.60	327.44	361.83	支付股利	-117.79	-142.02	-290.37	-349.93
净利润	423.47	808.41	992.88	1097.15	其他	-546.14	-232.05	-220.47	-223.05
少数股东损益	22.06	30.00	30.00	30.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>871.84</b>	<b>-405.07</b>	<b>-490.84</b>	<b>-532.98</b>
归属母公司股东净利润	401.40	778.41	962.88	1067.15	<b>现金流量净额</b>	<b>502.26</b>	<b>425.11</b>	<b>733.59</b>	<b>1650.57</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2230.44	2655.55	3389.14	5039.71	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	4600.78	6457.54	6685.49	7112.41	销售收入增长率	53.90%	13.61%	9.94%	6.44%
存货	1492.15	2199.75	2128.74	2378.33	营业利润增长率	29.01%	152.07%	26.11%	12.91%
其他流动资产	111.44	86.94	68.95	119.25	净利润增长率	25.73%	90.90%	22.82%	10.50%
长期股权投资	35.85	35.85	35.85	35.85	EBITDA 增长率	114.03%	28.26%	13.98%	7.46%
投资性房地产	27.94	27.94	27.94	27.94	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	10596.17	10300.25	9951.63	9094.95	毛利率	25.64%	26.71%	27.82%	28.39%
无形资产和开发支出	1146.50	1083.22	1019.94	956.65	三费率	17.60%	16.89%	16.68%	16.73%
其他非流动资产	335.78	373.50	411.22	448.94	净利率	4.72%	7.93%	8.86%	9.20%
<b>资产总计</b>	<b>20577.05</b>	<b>23220.53</b>	<b>23718.90</b>	<b>25214.04</b>	ROE	5.11%	9.04%	10.29%	10.55%
短期借款	2751.00	2700.00	2700.00	2700.00	ROA	2.06%	3.48%	4.19%	4.35%
应付和预收款项	4304.47	5926.34	5852.62	6475.71	ROIC	3.93%	6.01%	7.18%	8.34%
长期借款	1840.07	1860.07	1880.07	1920.07	EBITDA/销售收入	16.42%	18.54%	19.22%	19.40%
其他负债	3396.75	3788.10	3637.68	3722.51	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>12292.28</b>	<b>14274.50</b>	<b>14070.36</b>	<b>14818.28</b>	总资产周转率	0.46	0.47	0.48	0.49
股本	806.79	806.79	806.79	806.79	固定资产周转率	1.01	1.02	1.11	1.25
资本公积	5528.38	5528.38	5528.38	5528.38	应收账款周转率	3.92	3.69	3.30	3.38
留存收益	1650.82	2287.20	2959.71	3676.93	存货周转率	4.07	3.86	3.62	3.67
归属母公司股东权益	7991.12	8622.37	9294.88	10012.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.45%	—	—	—
少数股东权益	293.65	323.65	353.65	383.65	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>8284.77</b>	<b>8946.03</b>	<b>9648.54</b>	<b>10395.75</b>	资产负债率	59.74%	61.47%	59.32%	58.77%
负债和股东权益合计	20577.05	23220.53	23718.90	25214.04	带息债务/总负债	43.01%	36.82%	37.50%	35.88%
					流动比率	0.92	1.02	1.12	1.26
					速动比率	0.76	0.83	0.93	1.06
					股利支付率	29.34%	18.25%	30.16%	32.79%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1472.72	1888.87	2152.97	2313.64	每股收益	0.50	0.96	1.19	1.32
PE	44.48	22.94	18.54	16.73	每股净资产	10.27	11.09	11.96	12.89
PB	2.16	2.00	1.85	1.72	每股经营现金	1.34	1.59	2.18	2.75
PS	1.99	1.75	1.59	1.50	每股股利	0.15	0.18	0.36	0.43
EV/EBITDA	14.60	11.07	9.32	7.92					
股息率	0.66%	0.80%	1.63%	1.96%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn