

中材科技 (002080.SZ)

其它非金属行业

评级：买入 维持评级

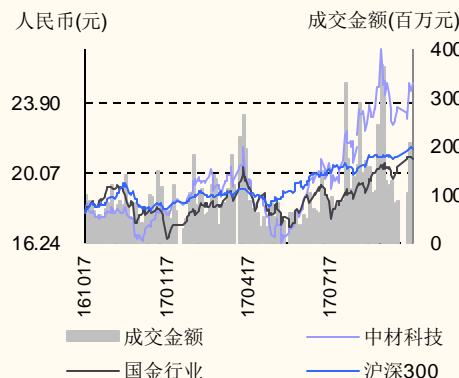
公司点评

市场价格(人民币): 24.98元
 目标价格(人民币): 29.00-30.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	400.00
总市值(百万元)	20,153.62
年内股价最高最低(元)	26.83/16.24
沪深300指数	3913.45
深证成指	11271.20



相关报告

- 《业绩符合预期，静待新产品绽放-中材科技公司点评》，2017.8.15
- 《玻纤产销良好，一季度业绩亮眼-中材科技公司点评》，2017.4.19
- 《百花齐放，业绩增长重回加速通道-中材科技公司深度研究》，2017.4.12

闰广

联系人
(8621)60230241
yanguang@gjzq.com.cn

黄俊伟

分析师 SAC 执业编号: S1130517050001
(8621)60230241
huangjunwei@gjzq.com.cn

Q3 业绩维持高增长，各项业务稳步推进

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.751	0.498	0.997	1.218	1.534
每股净资产(元)	7.07	9.90	10.95	11.96	13.28
每股经营性现金流(元)	2.06	1.31	2.80	2.95	3.29
市盈率(倍)	35.46	35.21	25.06	20.50	16.28
行业优化市盈率(倍)	25.43	25.43	25.43	25.43	25.43
净利润增长率(%)	97.31%	33.67%	100.38%	22.20%	25.95%
净资产收益率(%)	10.62%	5.02%	9.10%	10.18%	11.56%
总股本(百万股)	400.00	806.79	806.79	806.79	806.79

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10月16日，公司发布2017年三季报，前三季度公司实现营收72.31亿元(+15.96%)，归母净利润6亿元(+77.16%)，扣非归母净利润5.73亿元(+173.7%)，从单季度看，Q3实现营收27.52亿元(+12.67%)，归母净利润2.26亿元(+242.46%)，扣非归母净利润2.19亿元(+309.75%)。

经营分析

- **玻纤量价齐升，业绩维持高速增长。**随着2016年4月及17年2月两条10万吨池窑生产线陆续建成投产，公司玻纤产能规模及生产效率不断提升，前三季度公司共销售玻纤及其制品53.6万吨，同比增长29.8%，产品均价较去年同期上涨约10%，量价齐升带来业绩高速增长。我们认为，当前玻纤行业处于景气周期，公司产能达到78万吨左右，规模优势明显，其中高端产品占比约60%，竞争力十足，未来随着老旧生产线冷修技改，生产成本有望进一步下降，毛利率仍有提升空间。
- **风电装机增速趋缓，下半年或有抢装潮。**受今年2月份能源局发布《关于2017年度风电投资监测预警结果的通知》影响，包括甘肃、新疆在内的六大省份被勒令暂停2017年项目的新增核准和并网，此举对公司叶片出货量造成一定影响，Q1-Q3公司风电叶片共销售3267MW，同比下滑14.5%。在国内风电装机增速趋缓的阶段，公司通过积极调整产品结构，加强市场拓展力度，全面进入国内前10大整机商供应商体系，市占率进一步提升，同时，公司积极拓展海外市场，已成为某国际知名主机厂商的合格供应商，并为其批量供货。我们认为，风电作为清洁能源，未来为全球大力发展的产业，而公司作为行业龙头，将充分受益行业发展带来的红利。
- **锂电隔膜首条线全面进入试生产，技术与规模优势明显：**公司“年产2.4亿平方米锂电池隔膜生产线项目”首条生产线已全面进入试生产阶段，产品已送主要目标客户试装测试，同时也在积极开展其余3条生产线的设备安装及调试，预计一期项目共1.2亿平方米生产线下半年将建成投产，剩余1.2亿平方米于明年上半年建成，届时公司总产能将达到2.7亿平方米，规模优势明显。公司引入最新湿法双向拉伸技术，产品性能更好，在高端锂电隔膜供不应求的阶段，公司有望凭借技术与规模优势成为行业黑马。
- **轻装上阵，气瓶业务实现扭亏为盈：**16年公司对气瓶业务进行计提减值，17年轻装上阵，有效降低运营成本，实现扭亏为盈，前三季度共销售11.9万只CNG气瓶，同比增长21.9%，整车市场占有率进一步提高，目前公司

只保留与市场需求相匹配的产能，经营状况持续向好，同时向天然气储运、储氢瓶等业务方向积极拓展，目前以实现小批量销售。

- **综合毛利率稳定，费用控制能力持续提升。**前三季度，公司产品综合毛利率为 28.19%，同比提升 2.7 个百分点，其中 Q3 毛利率 27%，环比下滑 3 个百分点，我们认为，Q3 毛利率下滑可能是由于玻纤原材料上涨导致成本提升；公司 Q1-Q3 期间费用率为 16.85%，同比下降 1.18 个百分点，其中管理费用下降 1 个百分点，通过精细化管理，公司努力提升管理水平。

投资建议

- 我们认为，公司玻纤业务增长平稳，持续提供业绩支撑；风电叶片积极调整结构，拓展海外市场；锂电隔膜将迎来产能释放期，技术与规模兼具黑马潜质，其他业务百花齐放，公司业绩将迎来新的爆发，建议重点关注。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.0、1.2 和 1.5 元，对应 PE 分别为 25、20 和 16 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 风电业务持续低迷，锂电产能释放低于预期，玻纤行业景气度下行

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	4,424	5,828	8,969	10,468	11,867	13,405	货币资金	532	703	2,230	2,240	2,250	3,261
增长率		31.7%	53.9%	16.7%	13.4%	13.0%	应收款项	3,166	2,853	4,223	4,607	5,200	5,847
主营业务成本	-3,490	-4,568	-6,669	-7,523	-8,397	-9,343	存货	1,018	1,006	1,492	1,402	1,562	1,735
%销售收入	78.9%	78.4%	74.4%	71.9%	70.8%	69.7%	其他流动资产	187	185	489	557	630	710
毛利	935	1,260	2,299	2,945	3,470	4,062	流动资产	4,903	4,747	8,435	8,806	9,641	11,554
%销售收入	21.1%	21.6%	25.6%	28.1%	29.2%	30.3%	%总资产	60.9%	59.4%	41.0%	43.5%	47.4%	54.6%
营业税金及附加	-22	-31	-114	-134	-151	-170	长期投资	197	166	121	132	142	152
%销售收入	0.5%	0.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	2,495	2,568	10,599	10,169	9,483	8,459
营业费用	-199	-247	-402	-471	-534	-603	%总资产	31.0%	32.1%	51.5%	50.2%	46.6%	40.0%
%销售收入	4.5%	4.2%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	无形资产	399	437	1,169	1,138	1,058	987
管理费用	-439	-581	-904	-1,054	-1,194	-1,351	非流动资产	3,152	3,251	12,142	11,625	10,874	9,794
%销售收入	9.9%	10.0%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	%总资产	39.1%	40.6%	59.0%	56.5%	52.6%	45.4%
息税前利润 (EBIT)	275	401	879	1,286	1,591	1,937	资产总计	8,055	7,998	20,577	20,257	20,342	21,174
%销售收入	6.2%	6.9%	9.8%	12.3%	13.4%	14.5%	短期借款	285	817	3,736	2,643	1,140	0
财务费用	-84	-67	-273	-360	-445	-428	应付款项	2,938	2,830	4,102	4,440	5,004	5,623
%销售收入	1.9%	1.2%	3.0%	3.4%	3.7%	3.2%	其他流动负债	1,439	690	1,341	431	492	638
资产减值损失	-64	-61	-255	-23	-3	-3	流动负债	4,662	4,337	9,180	7,513	6,636	6,261
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	223	123	1,840	1,840	1,840	1,841
投资收益	1	2	2	2	2	2	其他长期负债	425	451	1,273	1,743	1,859	1,970
%税前利润	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	负债	5,309	4,910	12,292	11,096	10,335	10,072
营业利润	128	274	353	905	1,146	1,508	普通股股东权益	2,525	2,829	7,991	8,838	9,651	10,712
营业利润率	2.9%	4.7%	3.9%	8.6%	9.7%	11.3%	少数股东权益	221	259	294	324	356	391
营业外收支	101	159	210	200	198	180	负债股东权益合计	8,055	7,998	20,577	20,257	20,342	21,174
税前利润	228	433	563	1,105	1,344	1,688							
利润率	5.2%	7.4%	6.3%	10.6%	11.3%	12.6%							
所得税	-55	-96	-140	-271	-329	-415							
所得税率	24.2%	22.2%	24.8%	24.5%	24.5%	24.6%							
净利润	173	337	423	834	1,015	1,273							
少数股东损益	21	37	22	30	32	35							
归属于母公司的净利润	152	300	401	804	983	1,238							
净利率	3.4%	5.2%	4.5%	7.7%	8.3%	9.2%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	173	337	423	834	1,015	1,273	每股指标						
非现金支出	359	407	1,077	1,346	1,374	1,405	每股收益	0.380	0.751	0.498	0.997	1.218	1.534
非经营收益	78	51	337	114	78	9	每股净资产	6.314	7.072	9.905	10.954	11.962	13.277
营运资金变动	-229	28	-780	-37	-86	-29	每股经营现金净流	0.951	2.055	1.311	2.798	2.952	3.295
经营活动现金净流	381	822	1,058	2,257	2,382	2,658	每股股利	0.120	0.120	0.115	0.200	0.210	0.220
资本开支	-365	-363	-1,302	-592	-407	-127	回报率						
投资	-168	-8	-233	-11	-11	-10	净资产收益率	6.03%	10.62%	5.02%	9.10%	10.18%	11.56%
其他	137	43	62	2	2	2	总资产收益率	1.89%	3.75%	1.95%	3.97%	4.83%	5.85%
投资活动现金净流	-395	-329	-1,473	-601	-416	-135	投入资本收益率	6.39%	7.73%	4.54%	6.77%	8.78%	10.71%
股权募资	0	17	1,960	0	0	0	增长率						
债权募资	333	-328	231	-1,520	-1,503	-1,139	主营业务收入增长率	28.50%	31.71%	53.90%	16.71%	13.36%	12.96%
其他	-124	-79	-1,297	-301	-453	-374	EBIT 增长率	68.16%	45.65%	119.49%	46.25%	23.77%	21.73%
筹资活动现金净流	208	-390	893	-1,820	-1,955	-1,512	净利润增长率	40.99%	97.31%	33.67%	100.38%	22.20%	25.95%
现金净流量	193	103	478	10	10	1,011	总资产增长率	24.06%	-0.72%	157.29%	-1.55%	0.42%	4.09%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	113.3	96.2	78.6	80.0	79.0	78.0
							存货周转天数	98.2	80.9	68.4	68.0	67.9	67.8
							应付账款周转天数	115.0	104.9	87.5	92.0	94.0	96.0
							固定资产周转天数	182.5	145.5	390.2	308.9	245.2	186.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-0.88%	7.69%	48.79%	32.08%	14.25%	-6.52%
							EBIT 利息保障倍数	3.3	6.0	3.2	3.6	3.6	4.5
							资产负债率	65.91%	61.40%	59.74%	54.78%	50.81%	47.57%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	11	14	15
增持	0	2	9	11	11
中性	0	0	2	2	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.67	1.59	1.56	1.59

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

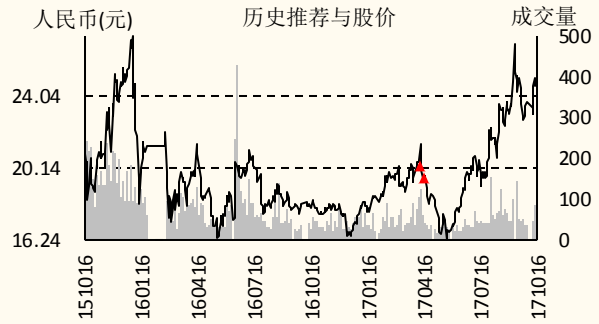
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-03-27	买入	19.39	N/A
2	2017-04-12	买入	21.48	25.00~27.00
3	2017-04-19	买入	19.85	25.00~27.00
4	2017-08-15	买入	21.46	25.00~27.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH