

日期: 2019年03月22日

行业: 电气设备和新能源



玻纤盈利能力持续向上, 风电需求复苏助推公司业绩

分析师: 洪麟翔
Tel: 021-53686178
E-mail: honglinxiang@shzq.com
SAC 证书编号: S0870518070001
研究助理: 孙克遥
Tel: 021-53686135
E-mail: sunkeyao@shzq.com
SAC 证书编号: S0870118050004

基本数据 (截至 2019 年 03 月 19 日)

报告日股价 (元)	14.07
12mth A 股价格区间 (元)	6.61-23.47
总股本 (百万股)	1291
无限售 A 股/总股本	49.58%
流通市值 (百万元)	9005
每股净资产 (元)	7.39

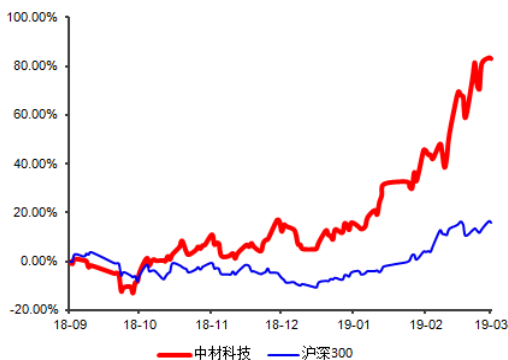
主要股东 (2018A)

中国中材股份有限公司	60.24%
------------	--------

收入结构 (2018A)

无碱玻璃纤维及制品	50%
风电叶片	29%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: SKY19-ZCKJ01

首次报告日期:

■ 公司动态事项

公司发布2018年年报。2018年公司实现营业总收入114.47亿元,同比增长11.48%,实现归属于上市公司股东的净利润9.34亿元,同比增长21.75%。实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润93,528.01万元,同比增长25.67%。

■ 事项点评

受巴拿马项目仲裁影响, Q4 净利润环比大幅下降

公司 2018 年 Q4 实现营业收入 36.46 亿元, 环比上涨 19.35%; 实现净利润 1.89 亿元, 环比下降 47.79%。主要受巴拿马项目二期仲裁的影响, 公司与金风科技达成和解, 共同承担赔偿金额, 公司子公司中材叶片因此计入本年营业外支出 2.19 亿元。目前看来, 全球风电整机龙头企业金风科技依旧是公司重要的战略客户, 双方一直保持并将继续保持高度战略合作关系。

行业复苏, 公司风电叶片市场份额继续领跑

公司从事风电叶片的研发、制造及销售, 产品下游客户为风电机组整机商。公司目前风电叶片产能8.35GW, 覆盖了国内所有目标客户市场。公司2018年全年销售风电叶片5,587MW, 同比增长14.99%; 实现销售收入33.8亿元, 市场占有率上升至25%以上, 继续领跑国内风电叶片市场。公司大功率叶片产品占比持续提升, 2MW及以上产品占比93%, 平均功率由去年的2MW提升至2.4MW, 引领行业技术创新。

2018年国内风电消纳比例稳步提升, 弃风率持续下降。国家能源局数据显示, 2018年风电发电量3660亿千瓦时, 占全部发电量的5.2%, 比2017年提高0.4个百分点。全年弃风电量277亿千瓦时, 同比减少142亿千瓦时, 平均弃风率7%, 同比下降5个百分点, 弃风限电状况明显缓解, “三北”地区装机需求也将逐步恢复。同时, 海上风电项目核准提速, 我们预计19-20年海上风电市场空间将快速释放。

玻纤业务稳步推进, 盈利能力持续提升

公司从事玻璃纤维及其制品的研发、制造及销售, 产品包括无捻粗纱、电子纱、缝编织物、短切纤维、耐碱纤维等类别, 广泛应用于交通运输、电子电器、风力发电、建筑、管道、航空航天等领域。

公司全资子公司泰山玻纤为全国前三、全球前五的玻璃纤维制造企业, 产品结构优势明显。公司2018年全年销售玻璃纤维及其制品84.5万吨, 同比上涨14.43%; 玻纤业务实现营业收入58.8亿元, 净利润9.6亿元, 同比上涨38.13%; 净利率达16.3%, 较2017年上涨3.2个百分点, 盈利能力显著提升。随着年底F06线点火投入运行, 再增产能12万吨,

目前公司玻璃纤维实际产能已超90万吨，规模效应明显。公司中高端产品如热塑材料、风电纱、电子纱等比例持续提升，占比超过50%，产品结构不断优化。未来随着汽车轻量化、电子、风电、热塑等下游市场的持续升温，公司玻纤的盈利能力将进一步提升。

加码锂电隔膜业务，开拓新的利润增长点

公司大力发展锂电池隔膜业务。锂电池隔膜是新能源电池生产的关键材料，应用于数码产品、动力能源、储能三大领域。2018年公司锂电隔膜出货3952万平米，同比增长91.29%；实现营业收入0.54亿元，同比增长83.81%。

公司投资9.9亿元在山东滕州建设“2.4亿平米锂电池隔膜生产线项目”。目前4条年产6,000万平米生产线已全部建成，产品性能优越。公司自2018年开始向亿纬锂能批量供应动力及储能电池用隔膜，成为亿纬锂能在隔膜供应体系的唯一“战略合作伙伴”。随着产能逐步释放及市场开发取得突破，公司隔膜产品有望为公司带来新的利润增长点。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司2019、2020和2021年营业收入分别为133.42亿、151.45亿元和169.67亿元，增速分别为16.55%、13.51%和12.03%；归属于母公司股东净利润分别为13.33亿、16.34亿元和20.29亿元，增速分别为42.70%、22.59%和24.15%；全面摊薄每股EPS分别为1.03、1.27和1.57元，对应PE为13.62、11.11和8.95倍。公司玻纤业务稳步推进，高端产能扩张，盈利能力或将提升；公司风电叶片市占率第一，将受益于下游需求复苏；公司锂电隔膜业务高速发展，有望成为新的增长点。首次覆盖，我们给予公司“增持”评级。

■ 风险提示

玻纤价格大幅波动，风电需求复苏不达预期，新增产能释放不及预期等。

■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11446.87	13341.54	15144.63	16967.08
增长率(%)	11.48%	16.55%	13.51%	12.03%
归属母公司股东净利润	934.14	1333.04	1634.23	2028.95
增长率(%)	21.75%	42.70%	22.59%	24.15%
每股收益(元)	0.72	1.03	1.27	1.57
市盈率(X)	19.54	13.62	11.11	8.95

数据来源：Wind 上海证券研究所 (2019年03月19日收盘价)

■ 附表

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	632	1334	1514	1697
应收和预付款项	6065	7444	7890	9281
存货	1708	2629	2290	3181
其他流动资产	303	303	303	303
长期股权投资	170	170	170	170
投资性房地产	119	100	80	61
固定资产和在建工程	12689	11908	10968	9735
无形资产和开发支出	1420	1237	1054	871
其他非流动资产	158	135	111	111
资产总计	23265	25259	24380	25409
短期借款	3000	3641	3693	1286
应付和预收款项	4783	6623	6250	8019
长期借款	3481	1900	0	0
其他负债	983	983	983	983
负债合计	12246	13146	10925	10288
股本	1291	1291	1291	1291
资本公积	5225	5225	5225	5225
留存收益	4119	5130	6369	7908
归属母公司股东权益	10635	11646	12885	14424
少数股东权益	383	467	570	697
股东权益合计	11018	12113	13455	15121
负债和股东权益合计	23265	25259	24380	25409

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动产生现金流量	1597	3456	3789	4149
投资活动产生现金流量	-1732	-1173	-1135	-958
融资活动产生现金流量	15	-1581	-2473	-3008
现金流量净额	-115	702	180	182

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11447	13342	15145	16967
营业成本	8364	9785	11098	12344
营业税金及附加	151	176	200	224
营业费用	418	488	553	620
管理费用	696	811	920	1031
财务费用	345	330	243	125
资产减值损失	25	117	117	117
投资收益	29	0	0	0
其他收益	158	0	0	0
营业利润	1290	1635	2012	2505
营业外收支净额	-112	0	0	0
利润总额	1178	1635	2012	2505
所得税	187	219	275	349
净利润	992	1417	1737	2156
少数股东损益	57	84	103	127
归属母公司股东净利润	934	1333	1634	2029

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	26.93%	26.66%	26.72%	27.25%
EBIT/销售收入	11.67%	14.64%	14.81%	15.42%
销售净利率	7.66%	10.62%	11.47%	12.71%
ROE	7.70%	11.45%	12.68%	14.07%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	1.04	1.08	1.14	1.46
速动比率	0.80	0.81	0.89	1.11
总资产周转率	0.49	0.53	0.62	0.67
应收账款周转率	2.02	2.03	2.07	2.06
存货周转率	4.90	3.72	4.85	3.88

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

洪麟翔 孙克遥

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。