

风电叶片持续高景气, 锂电隔膜未来可期

中材科技 (002080)

事件

公司发布 2019 年半年度报告, 报告期内实现营收 60.63 亿元, 同比增长 27.74%; 归母净利润 6.52 亿元, 同比增长 69.70%; 扣非归母净利润 6.14 亿元, 同比增长 73.11%。业绩高增长系风电叶片持续高景气、锂电隔膜业务客户开拓顺利所致。

简评

叶片销量高增长, 风电景气持续

报告期内公司风电叶片业务实现销售 3,201MW, 同比增长 139%, 市占率提高约 5 pct; 实现营业收入 19.61 亿元, 同比增长 134.53%; 平均单价 618 元/kW, 环比回升; 毛利率 19.12%, 与上年同期相比提高 7.95 pct; 报告期内子公司中材叶片净利润 1.8 亿元, 单位净利润 56 元/kW。公司叶片业务业绩高增长系多方因素所致: 1) 行业维持高景气度, 需求强劲, 出货高增长; 2) 公司前期积极推动产能与产品结构升级, 前瞻新品引领行业技术进步, 产销量与盈利能力大幅提升, 毛利率回升至合理水平; 3) 生产效率持续提高。预计未来风电景气将持续, 看好叶片销量同比持续高增长, 毛利率保持在合理水平。

叶片业务基本持平

报告期内公司玻纤业务实现销售 41.9 万吨, 同比增长 5%; 实现营业收入 27.02 亿元, 同比微降 2.03%; 平均单价 6,659 元/吨, 环比小幅下滑; 毛利率 33.3%, 与上年同期相比降低 2.32 pct; 泰山玻纤净利润 3.9 亿元, 单位净利润 931 元/吨。报告期内玻纤行业整体景气下降, 在此情况下公司持续优化产能及产品结构, 降低生产成本, 主要产品细纱、风电纱、热塑纱保持较高的盈利水平。

锂电隔膜蓄势待发, 自建与收购产能放量值得期待

报告期内公司实现隔膜业务收入 4775 万元, 同比增长 331.58%。报告期内公司 2.4 亿平米隔膜产线已建成投产, 已形成对主流电池企业的批量供货。公司二期项目已启动, 计划建设 6 条 6800 万平米的隔膜产线, 配套 2 亿平米涂覆隔膜。同时公司增资湖南中锂取得其 60% 股权, 使公司隔膜产能达 7.2 亿平米, 预计年底公司隔膜产能将达 9.6 亿平米。此轮扩张后公司将成为隔膜行业重要企业, 产能放量值得期待。

气瓶业务爆发, 氢燃料气瓶布局领先

报告期内气瓶业务实现营业收入 2.38 亿元, 同比增长超过 100%; 实现净利润 0.40 亿元, 同比增长超过 1,000%, 盈利能力提升系公司新品板式拉伸 260L 碳纤维全缠气瓶实现批量销售所致。公司率先研发完成国内最大容积 165L 和 320L 燃料电池氢气瓶, 并投入市场形成效率, 开发取证燃料电池车用及无人机用 35MPa 氢气瓶 23 种规格, 领

维持
买入
王革

wanggezgs@csc.com.cn

010-86451496

执业证书编号: S1440518090003

研究助理 刘烁

liushuo@csc.com.cn

010-86451012

研究助理 张鹏

zhangpengyf@csc.com.cn

010-86451496

发布日期: 2019 年 08 月 22 日

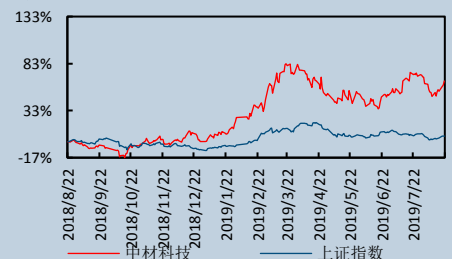
当前股价: 10.0 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-5.3/-3.8	6.65/7.53	62.99/57.63
12 月最高/最低价 (元)			15.27/6.61
总股本 (万股)			167,812.36
流通 A 股 (万股)			167,812.36
总市值 (亿元)			167.81
流通市值 (亿元)			167.81
近 3 月日均成交量 (万)			1,173.69
主要股东			
中国中材股份有限公司			60.24%

股价表现



相关研究报告

19.04.24	中材科技(002080):一季度业绩靓丽符合预期, 风电叶片高增长逻辑验证
19.03.20	中材科技(002080):业绩符合预期, 看好风电叶片高增长
18.10.22	中材科技(002080):三季报符合预期, 风电叶片单季销量同比回正

先布局有望受益于行业成长。

管理费用率、财务费用率摊薄明显

报告期内公司销售费用率、管理费用率（加研发费用率）、财务费用率分别为 3.67%、8.78%、2.85%，与去年同期相比分别变动-0.12 pct、-1.69 pct、-0.81 pct。销售费用率基本持平，销售费用金额与营收增长基本同步；财务费用率降低较多，财务费用金额（1.73 亿元）与去年同期（1.74 亿元）基本相当，营收增长（27.74%）使得财务费用率摊薄；管理费用金额 3.39 亿元，去年同期 3.05 亿元，增幅 11%，低于营收增速，因而管理费用率摊薄；研发费用金额 1.94 亿元，去年同期 1.92 亿元，基本持平，因而研发费用率被摊薄。预计全年管理费用率与财务费用率将保持摊薄趋势。

盈利预测

预计公司 19-21 年营收分别为 140.12/162.95/180.12 亿元，归母净利润为 13.68/16.23/20.17 亿元，对应 EPS 为 0.82/0.97/1.20 元，对应 PE 为 12.3/10.3/8.3 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1) 风电回暖不及预期；
- 2) 玻纤竞争格局恶化；
- 3) 隔膜业务放量不及预期。

指标分析

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
业绩表现					
收入增长率	14.5%	11.5%	22.4%	16.3%	10.5%
净利增长率	91.2%	21.7%	46.5%	18.6%	24.3%
EBITDA 增长率	46.9%	23.7%	5.3%	10.0%	13.7%
EBIT 增长率	98.9%	46.3%	8.2%	14.1%	18.5%
营业利润率	188.3%	26.7%	31.6%	18.9%	24.6%
EBITDA Margin (%)	20.7%	23.0%	19.8%	18.7%	19.2%
ROE	8.7%	8.8%	12.6%	13.6%	15.2%
ROIC	9.6%	9.3%	10.2%	12.4%	13.9%
ROIC - WACC	1.1	1.0	1.1	1.4	1.5
价值评估					
P / E	21.9	18.0	12.3	10.3	8.3
EV / 收入	1.4	1.6	1.5	1.3	1.0
EV / EBITDA	6.6	7.0	7.7	6.9	5.3
EV / EBIT	11.3	10.1	10.8	9.3	6.9
EV / NOPLAT	12.4	13.4	12.8	11.1	8.2
EV / IC	1.0	1.1	1.4	1.3	1.2
P / B	1.9	1.6	1.6	1.4	1.3
Dividend Yield (%)	1.4%	1.9%	2.8%	3.2%	4.0%
每股指标					
报表 EPS	0.46	0.56	0.82	0.97	1.20
经常性 EPS	5.23	6.34	6.45	7.10	7.90
每股红利	21.9	18.0	12.3	10.3	8.3
每股经营现金流	1.9	1.6	1.6	1.4	1.3
每股净资产	1.6	1.5	1.2	1.0	0.9
流动性					
净负债 / 权益	145.9%	118.2%	122.8%	108.6%	86.9%
总负债 / 总资产	59.3%	54.2%	55.1%	52.1%	46.5%
流动比率	0.95	1.04	0.90	1.06	1.27
速动比率	0.76	0.85	0.70	0.85	1.00

报表预测

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
利润表（百万元）							
营业收入	11,446.9	14,011.9	22.4%	16,295.1	16.3%	18,011.6	10.5%
营业成本	8,364.2	10,102.4	20.8%	11,762.3	16.4%	13,016.4	10.7%
营业税金及附加	151.1	186.3	23.3%	219.6	17.9%	240.0	9.3%
营业费用	418.3	514.2	22.9%	634.3	23.4%	673.5	6.2%
管理费用	695.7	1,205.0	73.2%	1,401.4	16.3%	1,397.6	-0.3%
财务费用	344.5	272.7	-20.9%	229.2	-15.9%	147.7	-35.6%
资产减值损失	24.7	48.6	96.9%	48.6	0.0%	40.7	-16.4%
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	-	-
投资净收益	29.4	15.7	-46.7%	20.3	29.5%	21.8	7.3%
营业利润	1,290.3	1,698.3	31.6%	2,019.9	18.9%	2,517.6	24.6%
营业外收入	127.5	131.2	2.9%	131.2	0.0%	131.2	0.0%
营业外支出	239.5	110.1	-54.0%	110.1	0.0%	110.1	0.0%
利润总额	1,178.3	1,719.3	45.9%	2,040.9	18.7%	2,538.6	24.4%
所得税	186.7	272.4	45.9%	323.4	18.7%	402.2	24.4%
净利润	991.6	1,446.9	45.9%	1,717.6	18.7%	2,136.4	24.4%
少数股东损益	57.5	78.8	37.1%	94.9	20.4%	119.4	25.8%
归属母公司净利润	934.1	1,368.1	46.5%	1,622.7	18.6%	2,017.0	24.3%
EBITDA	2,631.4	2,769.6	5.3%	3,047.8	10.0%	3,463.9	13.7%
EPS（摊薄）	0.56	0.82	46.5%	0.97	18.6%	1.20	24.3%
资产负债表（百万元）							
流动资产	9,286.8	11,243.8	21.1%	12,906.1	14.8%	13,729.6	6.4%
现金	1,208.6	1,121.0	-7.3%	1,303.6	16.3%	1,440.9	10.5%
应收账款	2,992.1	3,877.1	29.6%	4,349.6	12.2%	4,717.5	8.5%
其它应收款	2,672.3	2,958.7	10.7%	3,911.7	32.2%	3,696.2	-5.5%
预付账款	318.4	582.2	82.8%	531.4	-8.7%	647.4	21.8%
存货	1,707.8	2,486.9	45.6%	2,556.4	2.8%	2,941.3	15.1%
其他	387.6	217.9	-43.8%	253.5	16.3%	286.3	13.0%
非流动资产	14,755.6	13,886.5	-5.9%	13,088.6	-5.7%	12,293.1	-6.1%
长期投资	170.2	170.2	0.0%	170.2	0.0%	170.2	0.0%
固定资产	11,451.5	10,725.8	-6.3%	10,000.1	-6.8%	9,274.5	-7.3%
无形资产	1,224.0	1,151.0	-6.0%	1,078.0	-6.3%	1,005.0	-6.8%
其他	1,909.9	1,839.5	-3.7%	1,840.3	0.0%	1,843.4	0.2%
资产总计	24,042.4	25,130.3	4.5%	25,994.7	3.4%	26,022.7	0.1%
流动负债	8,905.5	12,470.4	40.0%	12,212.5	-2.1%	10,775.2	-11.8%
短期借款	3,000.3	4,328.2	44.3%	4,272.3	-1.3%	1,603.5	-62.5%
应付账款	2,609.5	2,873.1	10.1%	3,758.5	30.8%	3,595.7	-4.3%
其他	3,295.7	5,269.0	59.9%	4,181.7	-20.6%	5,576.1	33.3%
非流动负债	4,118.8	1,380.6	-66.5%	1,318.5	-4.5%	1,320.9	0.2%
长期借款	2,781.7	73.6	-97.4%	-	-100.0%	-	-

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
其他	1,337.1	1,307.0	-2.2%	1,318.5	0.9%	1,320.9	0.2%
负债合计	13,024.2	13,851.0	6.3%	13,531.0	-2.3%	12,096.1	-10.6%
少数股东权益	383.4	462.2	20.6%	557.1	20.5%	676.6	21.4%
归属母公司股东权益	11,018.2	11,279.3	2.4%	12,463.8	10.5%	13,926.6	11.7%
负债和股东权益	24,042.4	25,130.3	4.5%	25,994.7	3.4%	26,022.7	0.1%
现金流量表（百万元）							
经营活动现金流	1,578.7	2,622.4	66.1%	1,144.1	-56.4%	3,583.3	213.2%
净利润	991.6	1,368.1	38.0%	1,622.7	18.6%	2,017.0	24.3%
折旧摊销	833.4	798.7	-4.2%	798.7	0.0%	798.7	0.0%
财务费用	344.3	272.7	-20.8%	229.2	-15.9%	147.7	-35.6%
投资损失	-29.4	-15.7	-46.7%	-20.3	29.5%	-21.8	7.3%
营运资金变动	-619.0	119.7	-119.3%	-1,581.1	-1420.5%	522.3	-133.0%
其它	57.6	78.8	36.7%	94.9	20.4%	119.4	25.8%
投资活动现金流	-1,732.4	-1.9	-99.9%	25.4	-1428.6%	24.2	-4.6%
资本支出	-10.0	8.1	-181.3%	-2.1	-125.7%	-1.3	-36.9%
长期投资	-108.1	-0.0	-100.0%	-0.0	0.0%	-0.0	0.0%
其他	-1,614.3	-10.0	-99.4%	27.5	-373.6%	25.5	-7.0%
筹资活动现金流	15.5	-2,708.1	-17580.0%	-986.8	-63.6%	-3,470.2	251.7%
短期借款	-933.6	1,328.0	-242.2%	-56.0	-104.2%	-2,668.8	4668.9%
长期借款	351.6	-2,708.1	-870.3%	-73.6	-97.3%	-	-100.0%
其他	597.5	-1,328.0	-322.3%	-857.3	-35.4%	-801.5	-6.5%
现金净增加额	-138.2	-87.6	-36.6%	182.7	-308.4%	137.3	-24.8%

资料来源：公司公告，中信建投证券

分析师介绍

王革：电力设备与新能源团队负责人。中科院电气工程硕士，国内第一批单晶 HIT 电池产业化团队核心成员，4 年光伏电池研发和产业化经验，1 年公司管理经验，3 年证券行业研究经验。2018 年加入中信建投证券研究发展部。wanggezgs@csc.com.cn

研究助理 刘烁：北京大学理学博士，电力设备与新能源行业研究员，2017 年加入中信建投证券研究部。liushuo@csc.com.cn

研究助理 张鹏：清华大学工学博士，电力设备与新能源行业研究员，2018 年加入中信建投证券研究部。zhangpengyf@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859