

增持

——维持

中材科技 (002080)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期: 2019年08月22日

行业: 电气设备和新能源



# 风电叶片量利齐升，锂电隔膜持续加码

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

## ■ 公司动态事项

公司发布2019年半年报。2019年上半年，公司实现营业收入60.63亿元，同比增长27.74%；实现归母净利润6.52亿元，同比增长69.70%；实现扣非后净利润6.14亿元，同比增长73.11%。

## ■ 事项点评

### Q2 业绩高速增长，费用率持续优化

2019年Q2公司实现营业收入34.07亿元，同环比均增长28%；实现归母净利润4.37亿元，同比增长85%，环比增长103%。二季度大幅增长或因国内风电政策落地，公司风电叶片需求旺盛所致。公司2019年上半年费用合计9.27亿元，营收占比15.29%，同比减少2.65个百分点，其中Q2整体费用率优化至12.86%。

### 风电市场景气度回升，公司风电叶片迎量利齐升

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。受益于风电市场景气度回升，2019年上半年公司风电叶片出货3201MW，同比大幅增长139%，总营收占比提升至31%，同比上升1个百分点，叶片业务实现营收19.8亿元，净利润1.8亿元。公司产品结构不断优化，大功率大叶型叶片占比提升，产品单价较18年全年有所上升。同时，受益于上游原材料降价及公司的规模效应，叶片业务整体毛利率达19.12%，同比上升7.95个百分点。公司市场占有率进一步攀升约5个百分点，继续领跑国内风电叶片市场。

### 玻纤业务整体平稳，产品结构持续优化

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，现有产能突破90万吨。2019年上半年公司玻纤产品销量41.9万吨 (YoY+4.75%)，业务收入27.9亿元 (YoY-1.06%)。公司玻纤业务毛利率33.30%，同比下滑2.32个百分点。上半年玻璃纤维行业整体供过于求，价格下滑明显，中低端市场竞争激烈。公司玻纤业务中高端产能占比超50%，产品结构优势、差异化竞争优势明显，盈利能力维持在较高水平。

### 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。2019年上半年，公司“2.4亿平方米锂电池隔膜生产线项目”建成投产，良品率逐步提升，已实现对主流企业的批量供货。公司锂电隔膜版图继续扩张，投资15.5亿元启动二期项目，新建6条年产6,800万平方米锂电池隔膜生产线 (合计4.08

## 基本数据 (截至2019年08月21日)

|                   |            |
|-------------------|------------|
| 报告日股价 (元)         | 10.00      |
| 12mth A 股价格区间 (元) | 6.61-15.27 |
| 总股本 (百万股)         | 1678.12    |
| 无限售 A 股/总股本       | 100%       |
| 流通市值 (百万元)        | 16781.24   |
| 每股净资产 (元)         | 5.89       |

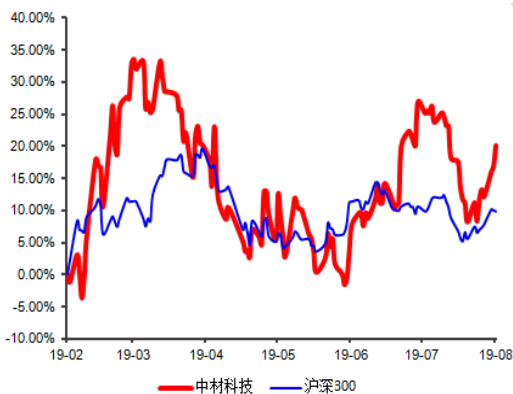
## 主要股东 (2019H1)

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

## 收入结构 (2019H1)

|            |        |
|------------|--------|
| 特种纤维复合材料制品 | 61.32% |
| 风电叶片       | 32.35% |

## 最近6个月股票与沪深300比较



报告编号: SKY19-ZCKJ02

首次报告日期:

亿平米)项目,配套2亿平米涂覆隔膜。2019年8月,公司向湖南中锂增资9.97亿元取得其60%股权,后者拥有三个制造基地。截至2018年底已投产12条线,2019年将新投产4条线,产能达到7.2亿平米;2020年拟再建成4条线,产能达到9.6亿平米。

### ■ 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140.11、156.50和169.54亿元,增速分别为22.40%、11.70%和8.33%;归属于母公司股东净利润分别为13.82、16.89和20.48亿元,增速分别为47.98%、22.20%和21.23%;全面摊薄每股EPS分别为0.82、1.01和1.22元,对应PE为12.14、9.93和8.19倍。受益于行业复苏,公司风电叶片产品量利齐升;玻纤业务结构优化、盈利能力稳定;同时,公司积极加码锂电隔膜,拓展新的增长点。我们维持公司“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 | 14010.50 | 15649.66 | 16953.92 |
| 增长率(%)     | 11.48%   | 22.40%   | 11.70%   | 8.33%    |
| 归属母公司股东净利润 | 934.14   | 1382.31  | 1689.20  | 2047.79  |
| 增长率(%)     | 21.75%   | 47.98%   | 22.20%   | 21.23%   |
| 每股收益(元)    | 0.72     | 0.82     | 1.01     | 1.22     |
| 市盈率(X)     | 13.89    | 12.14    | 9.93     | 8.19     |

数据来源: Wind 上海证券研究所 (2019年08月21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             | 1209         | 1401         | 1565         | 1695         |
| 应收和预付款项          | 6065         | 7440         | 7345         | 8361         |
| 存货               | 1708         | 1809         | 2530         | 2417         |
| 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        | 12483        | 11978        | 10766        |
| 无形资产和开发支出        | 1397         | 1237         | 1054         | 871          |
| 其他非流动资产          | 87           | 135          | 111          | 111          |
| <b>资产总计</b>      | <b>24042</b> | <b>25078</b> | <b>25137</b> | <b>24755</b> |
| 短期借款             | 3000         | 3632         | 4276         | 516          |
| 应付和预收款项          | 4783         | 7090         | 6000         | 8034         |
| 长期借款             | 3481         | 1218         | 337          | 0            |
| 其他负债             | 983          | 983          | 983          | 983          |
| <b>负债合计</b>      | <b>13024</b> | <b>12924</b> | <b>11596</b> | <b>9533</b>  |
| 股本               | 1291         | 1291         | 1291         | 1291         |
| 资本公积             | 5225         | 5225         | 5225         | 5225         |
| 留存收益             | 4119         | 5167         | 6448         | 8001         |
| 归属母公司股东权益        | 10635        | 11683        | 12964        | 14517        |
| 少数股东权益           | 383          | 470          | 576          | 705          |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>11018</b> | <b>12153</b> | <b>13540</b> | <b>15222</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>24042</b> | <b>25078</b> | <b>25137</b> | <b>24755</b> |

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    | 1579        | 4666       | 2549       | 5790       |
| 投资活动产生现金流量    | -1732       | -1635      | -1504      | -952       |
| 融资活动产生现金流量    | 15          | -2262      | -881       | -4707      |
| <b>现金流量净额</b> | <b>-133</b> | <b>769</b> | <b>164</b> | <b>130</b> |

利润表 (单位: 百万元)

| 指标                | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>11447</b> | <b>14011</b> | <b>15650</b> | <b>16954</b> |
| 营业成本              | 8364         | 10200        | 11283        | 12122        |
| 营业税金及附加           | 151          | 185          | 207          | 224          |
| 营业费用              | 418          | 499          | 548          | 593          |
| 管理费用              | 696          | 1121         | 1283         | 1356         |
| 财务费用              | 345          | 310          | 249          | 130          |
| 资产减值损失            | 25           | 25           | 25           | 25           |
| 投资收益              | 29           | 0            | 0            | 0            |
| 其他收益              | 158          | 0            | 0            | 0            |
| <b>营业利润</b>       | <b>1290</b>  | <b>1672</b>  | <b>2055</b>  | <b>2504</b>  |
| 营业外收支净额           | -112         | 25           | 25           | 25           |
| <b>利润总额</b>       | <b>1178</b>  | <b>1697</b>  | <b>2081</b>  | <b>2529</b>  |
| 所得税               | 187          | 228          | 285          | 353          |
| 净利润               | 992          | 1469         | 1795         | 2176         |
| 少数股东损益            | 57           | 87           | 106          | 129          |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>934</b>   | <b>1382</b>  | <b>1689</b>  | <b>2048</b>  |

财务比率分析

| 指标        | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率       | 26.93% | 27.20% | 27.90% | 28.50% |
| EBIT/销售收入 | 11.67% | 14.24% | 14.80% | 15.60% |
| 销售净利率     | 7.66%  | 10.49% | 11.47% | 12.84% |
| ROE       | 7.70%  | 11.83% | 13.03% | 14.11% |
| 资产负债率     | 62%    | 64%    | 63%    | 66%    |
| 流动比率      | 1.04   | 0.97   | 1.08   | 1.40   |
| 速动比率      | 0.80   | 0.78   | 0.82   | 1.10   |
| 总资产周转率    | 0.49   | 0.56   | 0.62   | 0.68   |
| 应收账款周转率   | 2.02   | 2.15   | 2.30   | 2.31   |
| 存货周转率     | 4.90   | 5.64   | 4.46   | 5.01   |

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。