

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 10.00
合理价格区间(元): 10.84~12.55

张雪蓉 执业证书编号: S0570517120003
研究员 021-38476737
zhangxuerong@htsc.com

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

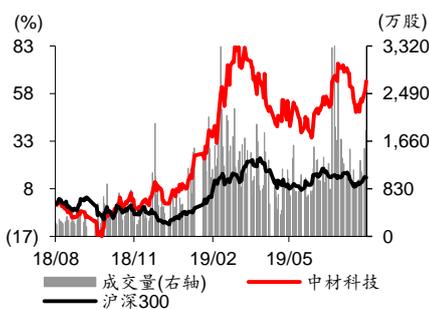
方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

陈亚龙 执业证书编号: S0570517070005
研究员 021-28972238
chenyalong@htsc.com

相关研究

- 1《中材科技(002080,买入): 业绩超预期, 叶片龙头再起航》2019.07
- 2《中材科技(002080,买入): 业绩超预期, 叶片/玻纤龙头再起航》2019.03
- 3《中材科技(002080,增持): 仲裁案利空出尽, 贸易摩擦缓解利好玻纤》2018.12

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,678
流通 A 股 (百万股)	1,678
52 周内股价区间 (元)	6.70-14.75
总市值 (百万元)	16,781
总资产 (百万元)	25,519
每股净资产 (元)	6.54

资料来源: 公司公告

19H1 业绩高增长, 叶片龙头再起航

中材科技(002080)

19H1 业绩高增长, 叶片龙头再起航

公司 19 年 H1 实现收入/归母净利润 60.6/6.5 亿, 同比+27.7%/69.7%, 扣非归母净利润 6.1 亿, 同比+73%; 其中 19Q2 实现收入/归母净利润 34.07/4.37 亿, 同比+28%/85.1%, 业绩符合预期。上半年公司所有业务均实现盈利, 风电叶片业务及锂膜业务实现扭亏为盈, 玻纤业务维持稳定, 气瓶业务大幅增长。我们看好 19 年风电叶片业务高景气, 20-21 年玻纤行业回暖带动业绩稳定增长, 维持 19-21 年 EPS 预测为 0.85/0.99/1.14 元, 参考可比公司估值, 采用分部估值法, 给予公司玻纤及其他业务 12~14xPE, 风电叶片业务 14~16xPE, 目标价 10.84~12.55 元/股, 维持“买入”评级。

风电抢装需求释放带动销量增长, 风电叶片业绩大幅提升

公司 19H1 风电业务实现收入 19.6 亿元, YoY+134.5%, 净利润 1.8 亿元 (18H1 亏 0.29 亿)。系风电 19-20 年存在抢装需求, 带动风电叶片需求增长, 公司上半年销售风电叶片 3201MW, 同比增长 139%。公司上半年风电业务毛利率同比提升 7.95pct 至 19.1%, 主要系公司产能利用率提升, 单位成本下降。公司产品结构和产能布局调整效果显著, 上半年市占率较年底提升 5pct, 同时公司持续进行产品创新, 目前公司风电叶片排产已经恢复到 15 年水平, 我们预计全年利润有望接近 15 年景气度高点(5 亿元)。

受益产品结构优异及降本增效, 玻纤业务维持稳定

公司玻纤业务上半年实现 3.95 亿元净利润, 同比下滑 1.3%, 显著好于行业, 因: 1) 玻纤及制品收入上半年同比下滑 2%: 公司上半年实现销量 41.9 万吨, 同比增长 5%, 价格下跌 6% (因中高端产品占比高, 价格下滑幅度低于行业平均, 行业平均价格同比下跌约 10%); 2) 吨成本: 我们计算吨成本同比下降约 140 元, 因 18 年底 F06 线点火投入运行, 新增产能 12 万吨 (占比 13%), 降低单吨成本; 3) 单吨费用降低: 19H1 玻纤及制品单吨净利 932 元, 较 18H1 下降 5.7%, 公司玻纤及制品单吨费用明显下降, 公司预计主要是来自单吨财务费用和管理费用下降。

锂膜业务扭亏为盈, 未来市占率有望进一步提升

锂膜业务 19 年上半年实现净利润 33.3 万 (18H1 亏损 1711 万), 滕州新生产线运转情况良好, 良品率不断提升, 国内外主流客户开拓顺利, 实现批量销售, 公司已启动建设二期项目“年产 4.08 亿平方米动力锂电池隔膜生产线”, 后期仍有 3 期规划, 预计到 21-22 年建成 10 亿平米产能; 公司于 19 年 8 月向湖南中锂增资 9.97 亿元取得其 60% 股权, 湖南中锂 20 年产能预计达 9.6 亿平米, 我们预计中材科技 2021-2022 年有望实现 20 亿以上产能, 远期市占率将进一步提升, 公司有望成为国内湿法隔膜龙头。

维持盈利预测, 维持“买入”评级

维持 19/20/21 年 EPS 预测为 0.85/0.99/1.14 元, 根据分部估值法并参考可比公司 2019 年 PE 估值均值, 给予公司玻纤及其他业务 12~14xPE, 风电叶片业务 14~16xPE, 对应目标价 10.84~12.55 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 风电新增装机容量不达预期; 中美贸易摩擦加剧。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	10,268	11,447	13,817	14,861	15,278
+/-%	14.48	11.48	20.71	7.55	2.81
归属母公司净利润 (百万元)	767.28	934.14	1,433	1,666	1,920
+/-%	91.15	21.75	53.40	16.26	15.23
EPS (元, 最新摊薄)	0.46	0.56	0.85	0.99	1.14
PE (倍)	21.85	17.95	11.70	10.06	8.73

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值表 (采取2019年8月21日收盘价)

公司名称	市值 股价 (百万元)	每股收益 (元/股)			P/E (x)			每股净资产 (元/股)			P/B (x)			ROE (%)			
		18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	
金风科技	12.16	47,869	0.90	0.83	1.07	13.5	14.7	11.4	6.46	7.15	8.07	1.9	1.7	1.5	13%	12%	13%
天顺风能	6.01	10,692	0.62	0.77	0.91	9.7	7.8	6.6	5.83	3.31	3.75	1.0	1.8	1.6	9%	12%	14%
叶片行业平均值						11.6	11.2	9.0				1.5	1.8	1.6	11%	12%	14%
中国巨石	8.72	30,540	0.68	0.74	0.82	12.8	11.8	10.6	4.07	4.81	5.63	2.1	1.8	1.5	18%	17%	16%
长海股份	9.04	3,837	0.62	0.77	0.91	14.6	11.7	9.9	5.83	6.66	7.30	1.6	1.4	1.2	11%	12%	12%
玻纤行业平均值						13.7	11.8	10.3				1.8	1.6	1.4	14%	14%	14%
中材科技	10.00	16,781	0.56	0.85	0.99	18.0	11.7	10.1	10.10	7.00	7.71	1.0	1.4	1.3	10%	13%	13%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所 注: 中国巨石盈利预测来自华泰, 其他公司盈利预测来自Wind一致预期。

图表2: 近年公司单季度收入及同比增速趋势



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

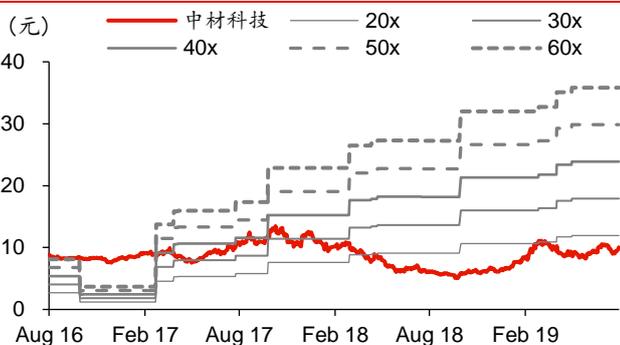
图表3: 近年公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

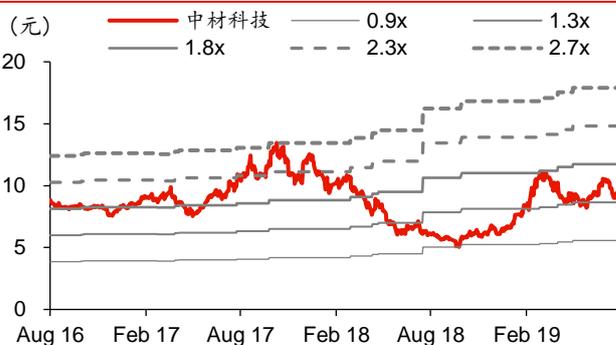
PE/PB - Bands

图表4: 中材科技历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 中材科技历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	9,087	9,287	11,134	12,750	14,022
现金	1,373	1,209	968.46	1,874	2,893
应收账款	2,756	2,992	3,710	3,990	4,102
其他应收账款	148.88	82.22	99.25	106.74	109.74
预付账款	416.34	318.44	377.59	401.57	406.95
存货	1,831	1,708	2,448	2,604	2,638
其他流动资产	2,561	2,978	3,531	3,775	3,872
非流动资产	13,353	14,756	15,275	15,832	16,366
长期投资	62.17	170.23	170.23	170.23	170.23
固定投资	11,005	11,451	11,907	12,264	12,604
无形资产	1,088	1,224	1,352	1,473	1,587
其他非流动资产	1,198	1,910	1,846	1,925	2,005
资产总计	22,440	24,042	26,409	28,582	30,388
流动负债	9,574	8,905	10,597	11,314	11,573
短期借款	3,934	3,000	3,622	3,895	4,004
应付账款	2,313	2,609	3,098	3,294	3,338
其他流动负债	3,327	3,296	3,878	4,124	4,230
非流动负债	3,741	4,119	3,586	3,756	3,824
长期借款	2,430	2,782	2,249	2,419	2,487
其他非流动负债	1,311	1,337	1,337	1,337	1,337
负债合计	13,315	13,024	14,183	15,070	15,397
少数股东权益	351.86	383.43	471.60	574.11	692.23
股本	806.79	1,291	1,678	1,678	1,678
资本公积	5,636	5,225	4,838	4,838	4,838
留存公积	2,325	3,016	5,238	6,423	7,783
归属母公司股东权益	8,773	10,635	11,754	12,939	14,299
负债和股东权益	22,440	24,042	26,409	28,583	30,388

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	770.23	1,579	2,090	2,813	3,314
净利润	767.28	934.14	1,433	1,666	1,920
折旧摊销	900.50	833.43	873.53	939.39	1,005
财务费用	356.30	344.51	344.75	360.55	362.66
投资损失	(15.84)	(29.36)	(29.36)	(29.36)	(29.36)
营运资金变动	(1,510)	(590.03)	(661.17)	(267.53)	(102.92)
其他经营现金	271.71	85.98	129.55	143.89	159.50
投资活动现金	(1,508)	(1,732)	(1,405)	(1,509)	(1,551)
资本支出	1,549	1,709	1,382	1,486	1,528
长期投资	47.61	(34.28)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(88.21)	57.63	22.84	22.84	22.84
筹资活动现金	74.78	15.49	(569.79)	(398.59)	(744.63)
短期借款	1,183	(933.58)	621.35	273.38	109.47
长期借款	590.03	351.57	(532.71)	169.76	67.98
普通股增加	0.00	484.07	387.26	0.00	0.00
资本公积增加	107.40	(410.57)	(387.26)	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,805)	523.99	(658.43)	(841.73)	(922.09)
现金净增加额	(662.97)	(138.23)	115.87	905.45	1,019

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,268	11,447	13,817	14,861	15,278
营业成本	7,419	8,364	9,918	10,548	10,689
营业税金及附加	143.08	151.13	182.43	196.20	201.72
营业费用	447.01	418.34	483.61	505.26	488.90
管理费用	957.03	1,052	1,244	1,323	1,329
财务费用	356.30	344.51	344.75	360.55	362.66
资产减值损失	72.55	24.70	138.17	148.61	122.23
公允价值变动收益	0.00	0.00	(1.37)	(0.76)	(0.76)
投资净收益	15.84	29.36	29.36	29.36	29.36
营业利润	1,019	1,290	1,748	2,041	2,361
营业外收入	38.73	127.51	80.00	80.00	80.00
营业外支出	73.28	239.52	20.00	20.00	20.00
利润总额	984.25	1,178	1,808	2,101	2,421
所得税	173.74	186.69	286.38	332.95	383.64
净利润	810.52	991.62	1,521	1,768	2,038
少数股东损益	43.23	57.48	88.17	102.51	118.12
归属母公司净利润	767.28	934.14	1,433	1,666	1,920
EBITDA	2,359	2,573	2,859	3,221	3,565
EPS (元, 基本)	2.99	5.38	0.85	0.99	1.14

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	14.48	11.48	20.71	7.55	2.81
营业利润	188.31	26.65	35.43	16.82	15.67
归属母公司净利润	91.15	21.75	53.40	16.26	15.23
获利能力 (%)					
毛利率	27.75	26.93	28.22	29.02	30.04
净利率	7.47	8.16	10.37	11.21	12.56
ROE	9.15	9.63	12.80	13.49	14.10
ROIC	9.11	8.58	10.41	11.15	11.96
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.34	54.17	53.71	52.72	50.67
净负债比率 (%)	51.89	48.79	45.43	45.70	45.88
流动比率	0.95	1.04	1.05	1.13	1.21
速动比率	0.76	0.85	0.82	0.90	0.98
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.49	0.55	0.54	0.52
应收账款周转率	5.51	5.40	4.12	3.86	3.78
应付账款周转率	5.13	4.72	3.48	3.30	3.22
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.56	0.85	0.99	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	0.94	1.25	1.68	1.97
每股净资产(最新摊薄)	9.31	10.10	7.00	7.71	8.52
估值比率					
PE (倍)	21.85	17.95	11.70	10.06	8.73
PB (倍)	1.07	0.99	1.43	1.30	1.17
EV_EBITDA (倍)	9.93	9.10	8.19	7.27	6.57

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com