

中材科技 (002080.SZ) 隔膜业绩超预期, 2020 年有望奠定龙头地位

2020 年 03 月 18 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

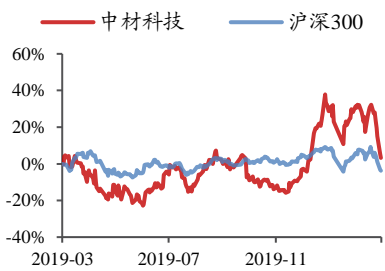
刘强 (分析师)

liuqiang@kysec.cn

证书编号: S0790520010001

日期	2020/3/17
当前股价(元)	10.98
一年最高最低(元)	15.27/8.10
总市值(亿元)	184.26
流通市值(亿元)	184.26
总股本(亿股)	16.78
流通股本(亿股)	16.78
近 3 个月换手率(%)	96.76

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-隔膜放量在即, 玻纤供需改善》-2020.3.2

《公司首次覆盖报告-未来锂电隔膜龙头, 多点共振向上》-2020.2.10

● 2019 年业绩高增长, 2020 年有望进一步向好

2019 年公司实现营收 135.9 亿元, 同比+18.6%; 归母净利润 13.8 亿元, 同比+48.4%。得益于隔膜出货量快速提升和国内风电高景气, 我们调整 2020-2022 年归母净利润预测至 16.69(+0.02)/19.18(+0.22)/21.17 亿元, EPS 0.99/1.14(+0.01)/1.26 元, 当前股价对应 2020-2022 年 P/E 为 11.0/9.6/8.7 倍, 维持“买入”评级。

● 锂电隔膜业绩超预期, 2020 年或是奠定公司未来隔膜龙头地位的关键一年

2019 年公司锂电隔膜业务实现营收 3.5 亿元, 净利润 0.6 亿元, 销量近 4 亿平米。2019 年 8 月, 公司向湖南中锂增资 9.97 亿元取得其 60% 股权, 并于 9 月起并表。2019 年 9-12 月湖南中锂实现营收 1.59 亿元, 净利润 3489 万元, 净利率 21.9%。2019 年中材锂电实现营收 1.88 亿元, 净利润 2542 万元, 净利率 13.5% (2019H1 中材锂电营收 4873 万元, 净利润 33.3 万元, 净利率 0.7%)。盈利能力的提升得益于其产能利用率和良品率的提升。目前中材锂电和湖南中锂已完成对国内核心客户的大批量供应, 海外市场正处于由向主要客户小批量供应向大批量供应的过渡期, 我们预计 2020 年将是公司隔膜业务由小到大的关键一年。

● 风电高景气延续, 叶片量价齐升增厚利润

2019 年中材叶片销售叶片 7.94GW, 同比+42.1%; 实现营收 51.70 亿元, 同比+52.7%; 净利润 4.03 亿元 (2018 年净利润 1159 万元); 均价 65.1 万元/MW, 同比+7.4%; 毛利率 18.6%, 同比+4.6pcts。我们预计 2020 年行业高景气有望延续, 叶片大型化趋势坚定, 公司将受益于市场份额提升以及盈利能力的进一步改善。

● 2020 年玻纤供需格局有望改善, 公司玻纤业务盈利能力修复可期

2019 年泰山玻纤销售玻纤 92.39 万吨, 同比+9.4%; 实现营收 59.39 亿元, 同比-1.0%; 净利润 8.35 亿元, 同比-13.2%; 均价 6428 元/吨, 同比-7.65%; 毛利率 32.1%, 同比-3.5pcts。我们预计 2020 年前三季度行业无大量新增供给, 得益于财政政策宽松, 玻纤需求或将触底回升, 公司玻纤盈利能力有望修复。

● **风险提示:** 隔膜出货量不及预期、叶片原材料价格上涨、玻纤价格持续走低。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,447	13,590	16,294	17,034	17,714
YOY(%)	11.5	18.6	19.9	4.5	4.0
净利润(百万元)	934	1,380	1,669	1,918	2,117
YOY(%)	21.7	48.4	21.0	14.9	10.3
毛利率(%)	26.9	26.9	26.5	27.7	28.3
净利率(%)	8.2	10.2	10.2	11.3	11.9
ROE(%)	9.0	11.2	12.6	12.8	12.6
EPS(摊薄/元)	0.56	0.82	0.99	1.14	1.26
P/E(倍)	19.7	13.4	11.0	9.6	8.7
P/B(倍)	1.9	1.7	1.6	1.4	1.2

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9287	10624	12639	12493	14858
现金	1209	1655	2215	2044	2688
应收票据及应收账款	5664	3431	3810	4113	4744
其他应收款	85	80	123	90	132
预付账款	318	184	420	211	445
存货	1708	2151	2637	2290	2791
其他流动资产	303	3122	3434	3746	4058
非流动资产	14756	18662	20247	20914	21083
长期投资	170	321	487	668	864
固定资产	11451	13670	14476	15305	15564
无形资产	1397	1559	1519	1496	1488
其他非流动资产	1737	3112	3765	3445	3167
资产总计	24042	29285	32886	33407	35941
流动负债	8905	11652	13991	13142	14318
短期借款	3000	3529	4058	4035	3458
应付票据及应付账款	4303	5208	6251	5539	6621
其他流动负债	1603	2915	3682	3568	4239
非流动负债	4119	4852	4772	4427	3923
长期借款	3481	4065	3972	3619	3106
其他非流动负债	638	787	799	808	817
负债合计	13024	16504	18763	17570	18241
少数股东权益	383	1061	1170	1274	1390
股本	1291	1678	1678	1678	1678
资本公积	5225	4908	4908	4908	4908
留存收益	3016	4031	5275	6691	8253
归属母公司股东权益	10635	11720	12953	14563	16310
负债和股东权益	24042	29285	32886	33407	35941

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1579	2970	3050	2271	3373
净利润	992	1428	1778	2023	2232
折旧摊销	833	1111	1056	1102	1160
财务费用	345	361	207	200	155
投资损失	-29	7	-8	-10	-11
营运资金变动	-601	-6	100	-1011	-129
其他经营现金流	40	68	-83	-33	-33
投资活动现金流	-1732	-3282	-2551	-1727	-1284
资本支出	1709	2177	1307	449	-60
长期投资	34	-184	-166	-0	-196
其他投资现金流	11	-1289	-1410	-1278	-1540
筹资活动现金流	15	719	61	-763	-1398
短期借款	-934	529	529	-71	-529
长期借款	353	585	-93	-353	-513
普通股增加	484	387	0	0	0
资本公积增加	-411	-317	0	0	0
其他筹资现金流	523	-464	-375	-339	-355
现金净增加额	-133	406	560	-219	691

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11447	13590	16294	17034	17714
营业成本	8364	9935	11971	12316	12701
营业税金及附加	151	147	183	211	218
营业费用	418	528	587	613	638
管理费用	696	734	864	903	939
研发费用	356	515	587	613	638
财务费用	345	361	207	200	155
资产减值损失	25	-108	0	0	0
其他收益	166	252	109	131	157
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	29	-7	8	10	11
资产处置收益	3	51	11	13	16
营业利润	1290	1558	2026	2333	2611
营业外收入	128	120	136	130	111
营业外支出	240	13	71	83	96
利润总额	1178	1666	2092	2380	2626
所得税	187	237	314	357	394
净利润	992	1428	1778	2023	2232
少数股东损益	57	49	109	105	115
归属母公司净利润	934	1380	1669	1918	2117
EBITDA	2366	3185	3436	3766	4029
EPS(元)	0.56	0.82	0.99	1.14	1.26

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	11.5	18.6	19.9	4.5	4.0
营业利润(%)	26.7	20.8	30.0	15.2	11.9
归属于母公司净利润(%)	21.7	48.4	21.0	14.9	10.3
获利能力					
毛利率(%)	26.9	26.9	26.5	27.7	28.3
净利率(%)	8.2	10.2	10.2	11.3	11.9
ROE(%)	9.0	11.2	12.6	12.8	12.6
ROIC(%)	7.1	8.6	9.0	9.4	9.8
偿债能力					
资产负债率(%)	54.2	56.4	57.1	52.6	50.8
净负债比率(%)	57.6	57.0	52.5	46.6	32.8
流动比率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
速动比率	0.8	0.4	0.4	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	2.1	3.0	4.5	4.3	4.0
应付账款周转率	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.82	0.99	1.14	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	1.77	1.82	1.35	2.01
每股净资产(最新摊薄)	5.69	6.33	7.07	8.03	9.07
估值比率					
P/E	19.7	13.4	11.0	9.6	8.7
P/B	1.9	1.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	10.6	8.4	7.9	7.2	6.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835