

风电叶片量价齐升 隔膜产能快速扩张

——中材科技 (002080.SZ) 半年报业绩点评

化工/化学制品

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件:

公司发布半年报, 2020H1 营业收入 75.87 亿元, 同比增长 25.1%, 归母净利润 9.23 亿元, 同比增长 40.9%, 扣非归母净利润 8.25 亿元, 同比增长 36.2%, 经营性净现金流 6.84 亿元, 同比增长 63.5%, 综合毛利率 30.6%, 同比增长 3.7 pct。业绩超预期, 风电叶片量价齐升, 隔膜业务贡献净利润增量。

投资摘要:

2020 年风电抢装高潮, 需求规模确定性高, 叶片量价齐升。公司 2020H1 风电叶片业务板块实现营收 32.7 亿元, 同比增长 64.6%, 毛利率 23.1%, 同比增加 3.2 pct, 净利润 3.9 亿元, 同比增长 116.7%, 接近 2019 年全年净利润规模 (4.03 亿元), 实现出货量 4,588MW, 同比增长 43.3%。报告期内风机叶片单 W 均价同比提升 14.8%, 实现量价齐升。根据电网公司发布的风电消纳指标, 今年风电总消纳能力达 37GW, 预计全年装机规模 30GW, 公司作为叶片行业市占率近 30% 的龙头企业, 下游优质客户稳固。下半年是抢装高峰, 全年风机叶片销量或达 10GW 以上, 同比增长 25%。2019 年底产能规模 8.35GW, 大叶片趋势确定, 预计实际产能将进一步提升。

市场策略+出货结构调整双因素拉动玻纤业绩增长。公司 2020H1 玻璃纤维业务板块实现营收 29.6 亿元, 同比增长 6.1%, 毛利率 35.4%, 与去年同期持平, 净利润 4.8 亿元, 同比增长 23.1%, 实现玻璃纤维及制品销量 45.6 万吨, 同比增长 8.8%。海内外市场同时布局, 疫情环境下灵活调整市场结构, 保障出货量稳定增长。2019 年行业产能集中放量、产品价格下跌以及中美贸易摩擦需求受挫等因素的影响, 整体处于低迷期, 今年需求上涨, 价格企稳。同时针对大叶片对玻纤产品性能的高要求, 调整产线供给结构, 增加高端产品比例。泰山玻纤满庄新区 F07 线年产 9 万吨高性能玻璃纤维和 F08 线年产 4 万吨耐碱玻璃纤维生产线分别于 2020 年 5 月和 7 月点火, 预计 2020 年底总产能将超过 100 万吨。玻纤占风机叶片成本约 25%, 公司玻纤业务与叶片业务形成协同, 进一步提升整体盈利能力。

隔膜产能迅速扩张, 2020 年底湿法产能预计达 14 亿平, 跻身行业前列。公司 2020H1 锂电隔膜业务实现营收 2.37 亿元, 同比增长 394%, 公司于 2019 年 9 月收购湖南中锂后, 与中材锂膜协同扩产, 提升锂电池湿法隔膜供应能力, 出货大幅增长。中材锂膜山东滕州一期项目具备 4 条年产 6,000 万平米生产线, 并继续投资 15.5 亿元启动二期产能 4.08 亿平方米项目, 建成后中材锂膜将形成 6.48 亿平基膜和 2.4 亿平涂覆膜产能。湖南中锂原有 16 条线合计 7.2 亿平米基膜产能, 2020、2021 年湿法基膜产能将提升至 9.6 亿、12 亿平米。

公司客户结构日益优化, 海外销售占比 15%。国内客户主要瞄准 CATL、ATL、亿纬锂能等优质企业, 并积极开拓海外市场, 湖南中锂重点跟踪韩国市场, 客户主要为韩国 SK、LG 等, 后期将与三星 SDI 进行合作。我们认为未来 2-3 年中材科技将度过隔膜供应链认证周期, 之后将会拥有长期稳定优质的客户群体, 预计 2020 年公司在湿法隔膜出货量将达到 5 亿平以上, 同比增长 25%+, 占据市场份额可达 20% 以上。

投资策略: 风电抢装背景下公司风机叶片与玻璃纤维业务增长确定性高, 隔膜重磅扩产, 利润弹性较大, 将贡献未来业务弹性。我们预计公司 2020~2022 年的营业收入分别为 161.7 亿元、174.2 亿元和 193.4 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 19.5 亿元、21.6 亿元和 24.6 亿元, 每股收益分别为 1.16 元、1.29 元和 1.47 元, 对应 PE 分别为 17.8、16.1、14.1 倍。给予“买入”

评级

买入 (维持)

2020 年 08 月 20 日

贺朝晖

分析师

SAC 执业证书编号: S1660520050001

hezhaohui@shgsec.com

010-56931952

交易数据

时间 2020.08.19

总市值/流通市值 (亿元)	348.71/348.71
总股本 (万股)	167,812.36
资产负债率 (%)	58.68
每股净资产 (元)	6.53
收盘价 (元)	20.78
一年内最低价/最高价 (元)	8.79/23.5

公司股价表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

相关报告

- 1、《中材科技公司点评: 中报业绩超预期 隔膜业务带动长期成长》2020-07-10
- 2、《中材科技半年报点评报告: 业绩符合预期 隔膜业务表现优异》2020-03-18
- 3、《中材科技公司深度研究: 业务协同推动新一轮发展》2020-03-04

评级。

风险提示: 新能源车装机不及预期、风电装机进度不及预期、产线建设进度不及预期、原材料价格波动、疫情形势波动

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,446.87	13,590.47	16,172.01	17,421.73	19,336.31
增长率(%)	11.48%	18.73%	19.00%	7.73%	10.99%
归母净利润(百万元)	934.14	1,379.97	1,953.12	2,164.74	2,464.28
增长率(%)	21.75%	47.73%	41.53%	10.84%	13.84%
净资产收益率(%)	8.78%	11.77%	17.12%	17.61%	18.53%
每股收益(元)	0.72	0.82	1.16	1.29	1.47
PE	28.71	25.27	17.85	16.11	14.15
PB	2.52	2.98	3.06	2.84	2.62

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

公司单季度财务指标

指标	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
主营收入(百万元)	3645.99	2655.54	3406.98	3471.12	4056.83	2889.21	4698.22
增长率(%)	20.04%	27.40%	28.01%	13.62%	11.27%	8.80%	37.90%
毛利率(%)	25.88%	28.56%	27.51%	26.74%	25.42%	26.57%	29.04%
期间费用率(%)	14.68%	18.41%	12.87%	14.38%	17.54%	16.37%	12.94%
净利润(百万元)	205.02	222.45	445.44	383.51	377.08	252.69	680.67
增长率(%)	15.01%	36.85%	76.17%	3.32%	83.92%	13.60%	52.81%
每股盈利(季度, 元)	0.15	0.17	0.26	0.22	0.22	0.14	0.41
资产负债率(%)	54.17%	54.97%	55.41%	57.75%	56.36%	56.93%	58.68%
净资产收益率(%)	1.86%	1.97%	3.91%	3.08%	2.95%	1.95%	5.22%

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11447	13590	16172	17422	19336	流动资产合计	9287	10624	11249	11975	14351						
营业成本	8364	9935	11536	12471	13817	货币资金	1209	1655	1800	1939	3424						
营业税金及附加	151	147	160	172	191	应收账款	2992	3339	3400	3663	4065						
营业费用	418	528	560	603	703	其他应收款	82	80	96	103	114						
管理费用	696	734	650	700	777	预付款项	318	184	162	139	114						
研发费用	356	515	566	623	685	存货	1708	2151	2300	2486	2755						
财务费用	345	361	419	324	285	其他流动资产	272	372	672	817	1040						
资产减值损失	25	(108)	0	0	0	非流动资产合计	14756	18662	17831	17454	17056						
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	长期股权投资	170	321	321	321	321						
投资净收益	29	(7)	2	2	2	固定资产	11451	13670	14275	14429	15049						
营业利润	1290	1558	2283	2530	2879	无形资产	1224	1364	1350	1238	1138						
营业外收入	128	120	120	120	120	商誉	23	37	37	37	37						
营业外支出	240	13	13	13	13	其他非流动资产	87	399	0	0	0						
利润总额	1178	1666	2390	2637	2986	资产总计	24042	29285	29081	29429	31407						
所得税	187	237	340	375	425	流动负债合计	8905	11652	10394	9402	9862						
净利润	992	1428	2050	2262	2561	短期借款	3000	3529	1679	217	0						
少数股东损益	57	49	97	97	97	应付账款	2609	3236	3700	4000	4432						
归属母公司净利润	934	1380	1953	2165	2464	预收款项	241	0	0	0	0						
EBITDA	3599	4228	3550	3744	4077	一年内到期的非流动负债	573	738	738	738	738						
EPS (元)	0.72	0.82	1.16	1.29	1.47	非流动负债合计	4119	4852	5013	5375	5793						
主要财务比率						长期借款	2782	3358	3658	3981	4339						
						应付债券	699	708	708	708	708						
成长能力						负债合计	13024	16504	15407	14777	15655						
营业收入增长	11.5%	18.7%	19.0%	7.7%	11.0%	少数股东权益	383	1061	1158	1255	1352						
营业利润增长	26.7%	20.8%	46.5%	10.8%	13.8%	实收资本 (或股本)	1291	1678	1678	1678	1678						
归属于母公司净利润增长	41.5%	10.8%	41.5%	10.8%	13.8%	资本公积	5225	4908	4908	4908	4908						
获利能力						未分配利润	2764	3745	4073	4437	4852						
毛利率(%)	26.9%	26.9%	28.7%	28.4%	28.5%	归属母公司股东权益合计	10635	11720	11412	12293	13296						
净利率(%)	8.7%	10.5%	12.7%	13.0%	13.2%	负债和所有者权益	24042	29285	29081	29429	31407						
总资产净利润(%)	3.9%	4.7%	6.7%	7.4%	7.8%	现金流量表						单位:百万元					
ROE(%)	8.8%	11.8%	17.1%	17.6%	18.5%	经营活动现金流	1579	2970	3367	3368	3552						
偿债能力						净利润	992	1428	2050	2262	2561						
资产负债率(%)	54.2%	56.4%	53.0%	50.2%	49.8%	折旧摊销	1964	2308	0	755	788						
流动比率	1.04	0.91	1.08	1.27	1.46	财务费用	345	361	419	324	285						
速动比率	0.85	0.73	0.86	1.01	1.18	应付帐款减少	0	0	(61)	(263)	(403)						
营运能力						预收帐款增加	0	0	0	0	0						
总资产周转率	0.49	0.51	0.55	0.60	0.64	投资活动现金流	(1732)	(3282)	3	(521)	(521)						
应收账款周转率	3.98	4.29	4.80	4.93	5.00	公允价值变动收益	0	1	0	0	0						
应付账款周转率	4.65	4.65	4.66	4.53	4.59	长期股权投资减少	0	0	30	0	0						
每股指标 (元)						投资收益	29	(7)	2	2	2						
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.82	1.16	1.29	1.47	筹资活动现金流	15	719	(3225)	(2708)	(1546)						
每股净现金流(最新摊薄)	-0.11	0.24	0.09	0.08	0.88	应付债券增加	0	0	0	0	0						
每股净资产(最新摊薄)	8.24	6.98	6.80	7.33	7.92	长期借款增加	0	0	300	323	359						
估值比率						普通股增加	484	387	0	0	0						
P/E	28.71	25.27	17.85	16.11	14.15	资本公积增加	(411)	(317)	0	0	0						
P/B	2.52	2.98	3.06	2.84	2.62	现金净增加额	(138)	407	145	139	1485						
EV/EBITDA	9.08	9.83	11.22	10.30	9.13												

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师简介

贺朝晖，电力设备与新能源行业首席分析师，清华大学工学学士、硕士，7年能源行业工作经验，2年证券行业研究经验，2019年进门财经最具影响力分析师第3名，2018年Wind平台影响力电新行业第6名。曾在中国核电工程有限公司工作4年，美国能源行业外企工作3年，参与过多个核电、火电、油气、新能源项目建设。对能源行业全产业链有着深刻理解，在电力项目成本分析、行业政策研究等领域拥有丰富经验。曾就职于东兴证券，2019年加入申港证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上