

2010-04-08

石油、化学、塑胶、塑料/玻璃

公司研究/调研报告

中材科技 (002080)

增持/首次评级

股价: RMB36.22

分析师

周煥  
SAC 执业证书编号: S1000206090080  
zhouhuan@lhqz.com  
+755-82492072

联系人

鲍雁辛  
baoyx@lhqz.com  
+755-82492810

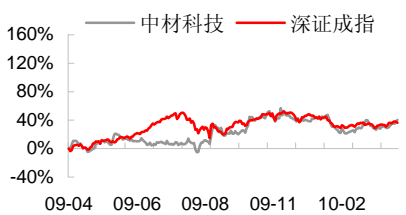
# 风机叶片业务红火, 或将带来业绩翻番

- 公司是由科研院所改制而来, 是我国特种纤维复合材料的技术发源地, 目前以特种纤维复合材料作为基础平台, 发展多元化的应用产品, 具体来看目前特种纤维复合材料制品主要包括风机叶片、覆膜滤料、天然气压缩瓶, 另外还有 AGM 电池隔板和汽车发动机复合材料。
- 风机叶片业务是公司目前重点发展的业务, 公司现持有风机叶片产业的承担单位——中材叶片 54.12%的权益, 2010 年公司将力求提高权益比例, 09 年全年销售叶片约 700 套, 实现销售 8.7 亿, 净利润 1.89 亿。
- 尽管遭遇金融危机, 但去年全球新增风电装机容量达至创纪录的 38,000 兆瓦, 其中中国的表现全球抢眼, 装机容量新增规模达 13,750 兆瓦, 独占世界新增装机容量的三分之一强, 同比增长 124%, 中国成为第一大风电装机容量市场, 大幅超越之前的市场预期。我们判断, 受益于政策的扶植, 未来我国风机叶片行业高速增长趋势不会改变。
- 从目前公司已签订的合同来看金风科技供货部分为 14.56 亿 (2009 年 11 月起 1 年期), 华锐风电 10.2 亿 (08 年延续到 2011 年), 华锐供货合同中 2010 年部分约占 200 套, 按现有的合同计算公司目前 1300 套的产能将满产。若公司对中材叶片的权益比例将提升到 89.41%、2010 年 1300 套的销售或将贡献 2010 年 EPS 1.45 元 (摊薄后) 左右, 风机叶片业务或将带来公司 2010 年业绩翻番。
- 公司覆膜滤料、天然气压缩气瓶、AGM 电池隔板业务并无亮点, 我们预计近年或难以大幅增长, 汽车发动机复合材料是公司未来业务重点, 但目前尚处于研发阶段。
- 按增发 5000 万股计算, 2010-2012 年全面摊薄后 EPS 我们预计为 1.55、1.98、2.48 元, 公司目前股价 36.22 元对应 2010、2011 年动态市盈率分别为 23.37、18.29 倍, 考虑到中小板整体市盈率及可比公司市盈率, 公司估值水平仍具有一定吸引力, 给予“增持”评级。

基础数据

|                |      |
|----------------|------|
| 总股本 (百万股)      | 150  |
| 流通 A 股 (百万股)   | 150  |
| 流通 B 股 (百万股)   | 0.00 |
| 可转债 (百万元)      | N/A  |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 5457 |

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

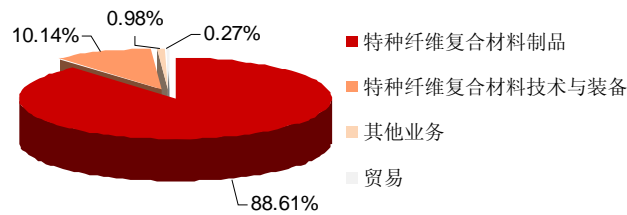
| 经营预测与估值       | 2008A  | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 1076.9 | 1612.8 | 2447.6 | 2922.0 | 3656.8 |
| (+/-%)        | 21.4   | 49.8   | 51.8   | 19.4   | 25.2   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 94.1   | 108.4  | 309.7  | 395.6  | 496.6  |
| (+/-%)        | 25.3   | 15.2   | 185.7  | 27.7   | 25.54  |
| EPS(元)        | 0.63   | 0.72   | 1.55   | 1.98   | 2.48   |
| P/E(倍)        | 58.0   | 50.3   | 23.4   | 18.3   | 14.6   |

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测, 注: 2010 年起 EPS 按摊薄后计算

## 公司基本情况

公司是由科研院所改制而来，是我国特种纤维复合材料的技术发源地，前身南京玻璃纤维研究设计院、北京玻璃钢研究设计院、苏州非金属矿工业设计研究院拥有 40 余年的为国家军工航天配套的技术沉淀，目前以特种纤维复合材料作为基础平台，发展多元化的应用产品，具体来看目前特种纤维复合材料制品主要包括风机叶片、覆膜滤料、天然气压缩瓶，另外还有 AGM 电池隔板和汽车发动机复合材料。

图 1、09 年各业务收入占比



数据来源：公司年报、华泰联合证券研究所

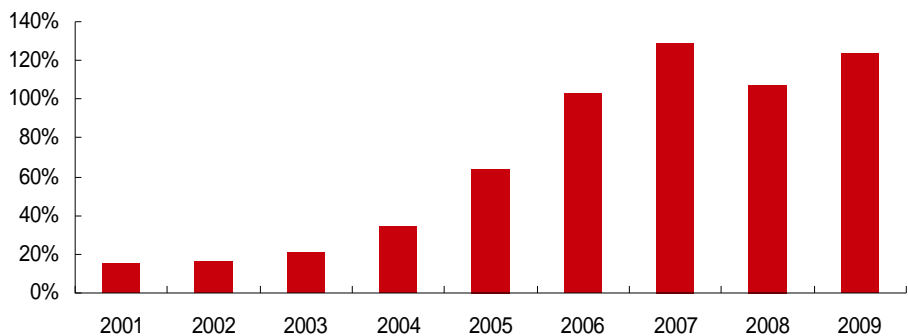
## 风机叶片业务红火，或将带来业绩翻番

风机叶片业务是公司目前重点发展的业务，公司持有风机叶片产业的承担单位——中材叶片 54.12% 的权益，09 年全年销售叶片约 700 套，按 130 万元/套的均价计算贡献收入约 9 亿元左右。

### 全球风电市场跑步前进，政策助力中国表现全球抢眼

尽管遭遇金融危机，但去年全球新增风电装机容量达至创纪录的 38,000 兆瓦，其中中国的表现全球抢眼，装机容量新增规模达 13,750 兆瓦，独占世界新增装机容量的三分之一强，同比增长 124%，中国成为第一大风电装机市场，大幅超越之前的市场预期。按照国际权威机构预测，全球风电装机总量预计在未来五年增加两倍至 447,000 兆瓦，且可能在十年内扩大至近 1,000,000 兆瓦，预计以中国为代表亚洲地区增速将领先全球，未来 5 年保持每年 10% 以上的复合增长率。

图 2、我国风机累计装机容量增速



数据来源：BTM、华泰联合证券研究所

《可再生能源法》修正案今年4月起开始实施，新的法律中明确：主管部门、监管部门将按照全国可再生能源开发利用规划，确定可再生能源发电量占全部发电量的比重，优先调度和全额收购可再生能源。并且由可再生能源发展基金对可再生能源生产企业进行补贴。

另外，据悉，由于近年来风电行业的超预期发展，国家能源局3月30日专门启动了对风电接入电网和市场消纳、输送环节等细节的研究及风电输电规划的制定，以期，制定区域电网统筹消纳风电的跨省级、跨区域电网输电规划。

我们判断，受益于政策的扶植，未来我国新增风电项目稳步增长的趋势不会改变，并且传统火电优势地区要想上马新的火电项目必须先满足可再生能源比重达到《可再生能源法》修正案中所规定的比重。至少从未来三年来看，风机叶片市场将持续向好。

### 风机叶片业务或将带来公司业绩翻番

风机叶片生产线投资一般每100套产能需1个亿左右，生产的主要原材料是特种纤维和树脂，而行业壁垒集中在气动外形磨具的设计上，国内厂商一般不具备独立开发的能力，公司拥有自制的叶片模具，并拥有独立研究开发的能力，而目前国内其他厂商均为向国外购买模具。

风机叶片行业成寡头垄断态势，从业务规模上来看，公司跻身国内前5，主要竞争对手为全球龙头丹麦LM公司，国内有保定惠腾、上玻院、中复联众，公司目前拥有1.5MW叶片生产能力，其中40.25米长的叶片在国内具有先发优势，并累积了一定的品牌优势，与金风科技、华锐风电等整机制造商有着稳定的合作关系。

### 叶片产品供不应求，2010年产能翻倍仍将满产

公司产品一直处于供不应求状态，未来将建设发电效率更高的3MW风机叶片生产线，我们判断短期至少是两年之内，公司的风机叶片产品仍将紧俏，这部分业务收入的提升主要看公司产能的释放。

09年年初公司仅有康庄年产300套（1.5MW型）的产能，康庄和酒泉新建的各500套/年（1.5MW）产能的生产线分别于09年6月和09年底建成，09年全年销售叶片约700套，目前公司产能已达1300套/年。4月7日公司公告将在酒泉新建年产300套3MW型风机叶片生产线，在吉林白城新建年产100套3MW和400套1.5MW风机叶片生产线，详见下表：

表1、公司现有及新建产能明细

|    | 地址 | 产能(套) | 产品类型  | 投产时间     |
|----|----|-------|-------|----------|
| 现有 | 康庄 | 300   | 1.5MW |          |
|    | 酒泉 | 500   | 1.5MW | 2009年6月  |
|    | 酒泉 | 500   | 1.5MW | 2009年底   |
| 新建 | 酒泉 | 300   | 3MW   |          |
|    | 吉林 | 100   | 3MW   | 2011年上半年 |
|    | 白城 | 400   | 1.5MW |          |

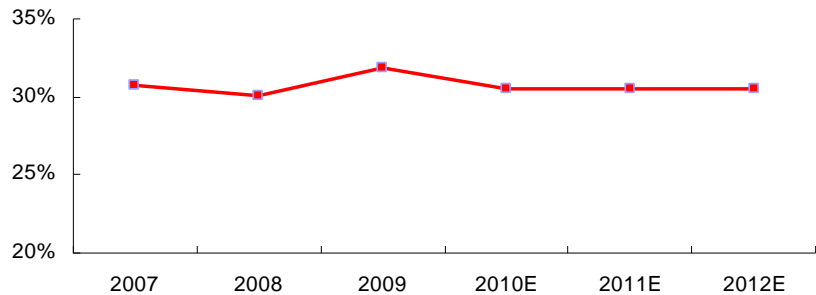
数据来源：公司年报、华泰联合证券研究所

从目前公司已签订的合同来看金风科技供货部分为 14.56 亿（2009 年 11 月起 1 年期），华锐风电 10.2 亿（08 年延续到 2011 年），华锐供货合同中 2010 年部分约占 200 套，按现有的合同计算公司目前 1300 套的产能将满产。

### 毛利率保持稳定的概率较大

风机叶片的主要原材料是玻璃纤维和树脂，玻璃纤维由于国内产能不断扩大，长年是降价的趋势，2008 年价格有所回升，但产能扩张的趋势不变，未来价格持续爬升的概率不大，而树脂的价格长期保持稳定。虽然风机叶片的价格近几年来由 150 万每套降到 130 万左右，但公司原材料成本也在降低、且公司规模、生产效率在提升，并通过长期供货合同锁定了部分利润空间，我们出于谨慎的考虑，按照 2008 年低点时毛利率进行估值，预计未来两年风机叶片毛利率或将维持在 30.5% 附近。

图 3、公司特种纤维复合材料制品业务毛利



数据来源：公司年报、华泰联合证券研究所

### 提高对中材叶片的持股比例将带来业绩的提升

公司 09 年拟对定向增发 5000 万股，收购中国水利投资及北京华明持有的中材叶片有限公司合计 35.29% 的股权，我们预计今年增发收购完成。若按 2009 年 9 月的增发预案，公司对中材叶片的权益比例将提升到 89.41%、以 125 万元每套的售价计算，2010 年 1300 套的销售将带来销售收入 16 亿左右，贡献 2010 年 EPS 1.45 元（摊薄后）左右，风机叶片业务或将带来公司 2010 年业绩翻番。

2011 年上半年酒泉和白城生产线可以投产，但还需经 3 个月到 6 个月吊装测试，预计 2011 年全年可销售约 1600 套。

### 其他业务并无亮点，短期难以大幅增长

#### 覆膜滤料业务

公司覆膜滤料业务是公司自主研发的特种纤维过滤材料用于水泥企业尾气布袋除尘器中。

目前公司江宁在的生产线于 2009 年刚投产，产能 200 万平米，销量 2010 年预计为 100 万平米，开工率仅五成的原因我们判断是由于国家没有推出水泥尾气除尘方面更为严厉的环保政策，并且公司刚刚进入这部分市场，面对的是国外公司（戈尔和唐纳森）垄断的国内市场，市场份额还较小，2010 年乐观预计能贡献 1 亿余元的销售收入。

### 天然气压缩气瓶

公司天然气玻璃纤维压缩气瓶主要用于以天然气为动力的汽车上，产品定位以外销为主，主要市场在中东和欧洲，目前销量来看国外市场占 50%，2009 年受金融危机影响，出口订单骤减，公司天然气压缩气瓶业务遇到了极大的经营压力，同时国内市场的增长近几年也低于公司预期。

目前全球市场天然气玻璃纤维压缩气瓶需求在 200 万只/年以上，我国约 30-40 万只，2009 年公司产能为 5 万只，由于新生产线的投产，目前公司产能 15 万只。国内市场已过了高速成长期，并且新能源概念的电动车的普及也对天然气动力汽车的市场有所挤占，未来公司将放眼国际，力求以成本优势抢占国际市场。

### AGM 电池隔板业务

AGM 隔板用以制造阀控式密封铅酸蓄电池，公司占有约 10% 的市场份额，该业务规模很小，且行业技术壁垒较低，毛利较低，未来不是公司发展方向。

### 汽车发动机复合材料

公司汽车发动机复合材料还处于研发阶段，目前正与康明斯在合作，小批量实验生产，尚未进入大规模产业化阶段。公司计划未来进入康明斯全球采购系统，就市场容量来测算，未来汽车发动机复合材料有百亿规模的市场空间，未来 2 年将是公司重点发展方向。

## 盈利预测与投资建议

按现有的销售合同，我们预计 2010 年公司风机叶片满产的概率较大，并将提高在中材叶片的持股比例，若按 2009 年 9 月的增发预案，公司对中材叶片的权益比例将提升到 89.41%，预计 2010 年风机叶片业务带来销售收入 16-17 亿，2011 年公司风机叶片产能继续释放，酒泉和吉林白城新建的 3MW 生产线也将投产，我们预计 2011 年公司全年可销售约 1600 套。而公司除风机叶片外的其他业务我们预计将保持平稳发展的态势。按增发 5000 万股计算，2010-2012 年全面摊薄后 EPS 我们预计为 1.55、1.98、2.48 元：详见下表：

**表 2、预测利润表** 单位: 百万元

|                 | 2009A       | 2010E       | 2011E       | 2012E       |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>1613</b> | <b>2448</b> | <b>2922</b> | <b>3657</b> |
| 营业成本            | 1111        | 1719        | 2057        | 2572        |
| 营业税金及附加         | 10          | 18          | 21          | 26          |
| 营业费用            | 44          | 54          | 64          | 80          |
| 管理费用            | 212         | 218         | 260         | 325         |
| 财务费用            | 32          | 45          | 46          | 38          |
| 资产减值损失          | 15          | 6           | 8           | 9           |
| 公允价值变动收益        | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 投资净收益           | 2           | 2           | 2           | 2           |
| <b>营业利润</b>     | <b>192</b>  | <b>390</b>  | <b>468</b>  | <b>608</b>  |
| 营业外收入           | 57          | 54          | 56          | 56          |
| 营业外支出           | 6           | 2           | 2           | 3           |
| <b>利润总额</b>     | <b>242</b>  | <b>441</b>  | <b>522</b>  | <b>661</b>  |
| 所得税             | 39          | 52          | 67          | 90          |
| <b>净利润</b>      | <b>203</b>  | <b>390</b>  | <b>456</b>  | <b>572</b>  |
| 少数股东损益          | 95          | 80          | 60          | 75          |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>108</b>  | <b>310</b>  | <b>396</b>  | <b>497</b>  |
| EBITDA          | 309         | 538         | 643         | 793         |
| EPS (元)         | <b>0.72</b> | <b>1.55</b> | <b>1.98</b> | <b>2.48</b> |

数据来源: 公司年报、华泰联合证券研究所, 注: 2010 开始 EPS 按增发 5000 万股之后股本计算

公司目前股价 36.22 元对应 2010、2011 年动态市盈率分别为 23.37、18.29 倍, 考虑到中小板整体市盈率及可比公司市盈率, 公司估值水平仍具有一定吸引力, 给予“增持”评级。

**表 3、可比估值**

| 可比公司/板块 | 对应 2010 年一致预期的 | 对应 2011 年一致预期的 |
|---------|----------------|----------------|
|         | 动态市盈率          | 动态市盈率          |
| SW 其他建材 | 32.7           | 24.74          |
| 中小企业板   | 34.18          | 26.66          |
| 沪深 300  | 16.61          | 14             |
| Wind 建材 | 19.32          | 15.46          |
| 时代新材    | 50.78          | 28.92          |
| 鑫茂科技    | 34.33          | 22.56          |

数据来源: WIND、华泰联合证券研究所, 注: 板块市盈率采用整体法不调整

## 风险提示

需要注意的是, 如果公司对中材叶片的股权收购不能顺利完成, 则公司未来盈利将低于我们预期。

#### 华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上  
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间  
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

#### 华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘  
中 性 行业股票指数基本与大盘持平  
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com