

中材科技 (002080)

买入/维持评级

股价: RMB38.73

分析师

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

风电叶片产销量超预期，未来仍有新亮点

- 风电叶片成为公司现阶段最主要的收入和利润来源。根据国家发改委和能源局正在制定的风电发展规划,我们预计 2010-2020 年平均每年新增风电装机容量 15000MW。虽然目前叶片总产能估计接近 20000MW,整体过剩比较严重,但其中存在结构性差异:整机功率迅速提升导致小功率叶片需求萎缩,产能过剩,而 MW 级叶片需求旺盛,成为主流,需求与目前产能基本匹配,没有出现明显供给过剩。
- 公司叶片产能全部为 1.5MW 级,09 年率先大批量生产 40.25 米长叶片,发电效率提高 15%,产品供不应求,利润率远超行业平均水平。公司将在快速扩张产能的同时继续利用技术优势领跑新产品开发,成为行业寡头之一。在建项目全部投产后,公司将拥有 2800 套风电叶片的实际产能,市场份额接近 30%,预计 2010-2012 年销量分别为 1700、2300 和 2800 套,远超之前的预期。产品结构、技术进步以及规模效益的优势决定了公司风电叶片盈利能力不会大幅下降,业绩依然有望快速增长。
- 当风电叶片业务度过高增长阶段后,汽车发动机复合材料有可能成为公司下一个具备广阔市场空间和高成长性的重点业务。公司目前正与全球最大的发动机生产企业康明斯公司进行产品认证检验,近年有望进入康明斯全球采购体系。一旦开拓成功,将面对百亿元级的巨大市场规模。
- 预计 2010-2012 年归属于母公司净利润分别为 3.01、4.62 和 5.45 亿元(假设今年中期完成增发收购中材叶片 35.29%股权),增发摊薄后 EPS 分别为 1.51、2.31 和 2.73 元(由于叶片产销量超预期,将 2011-2012 年 EPS 预测分别调高 17%和 10%,不考虑汽车发动机复合材料可能的利润贡献)。
- 目前估值接近风电整机生产商金风科技(002202),通过对汽车行业的比较分析,我们认为应给予公司更高估值,主要原因是其具备更高的利润率。考虑到近两年风电叶片业务的快速增长以及未来汽车发动机复合材料可能的高成长性(说明公司不仅仅是一个叶片生产商),我们认为公司的合理股价在 53 元左右,相当于 10 年 35 倍、11 年 23 倍和 12 年 19 倍 PE,合理股价相对于现价还有 37%的上涨空间,维持“买入”评级并强烈推荐。

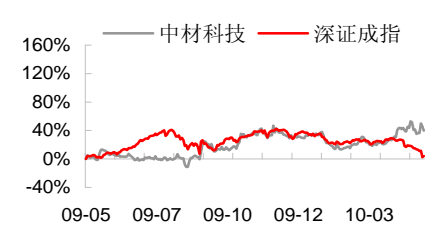
相关研究

《风机叶片业务迎来开门红》(增持)
2010/04/20
《风机叶片业务红火,或将带来业绩翻番》(增持)
2010/04/08

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)	5809

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	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1612.8	479.0	3015.4	3947.4	4748.5
(+/-%)	49.8	90.5	87.0	30.9	20.3
归属母公司净利润(百万元)	108.4	36.7	301.1	461.9	545.1
(+/-%)	15.2	1077.5	177.8	53.4	18.0
EPS(元)	0.72	0.24	1.51	2.31	2.73
P/E(倍)	53.6	158.2	25.7	16.8	14.2

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

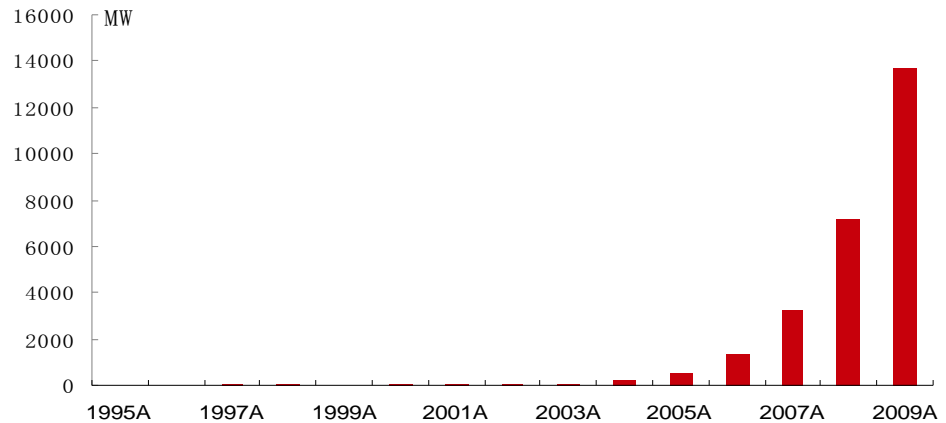
风电叶片业务：快速扩张，未来有望占据 30% 市场份额

09 年公司收入和净利润中的 54% 和 94% 来自控股 54.12% 的子公司—中材科技风电叶片股份有限公司（以下简称“中材叶片”），风电叶片成为公司现阶段最主要的收入和利润来源。

国内新增风电装机容量将平稳增长

受国家相关政策扶持，2004—2008 年中国新增风电装机容量连续 5 年增速超过 100%，09 年增速虽稍有降低，但仍然达到 91%。根据全球风能理事会的统计，截至 09 年底，中国风电装机容量达到 25100MW，其中当年新增装机容量超过 13000MW。

图表 1、中国年度新增风电装机容量



数据来源：华泰联合证券研究所整理。

根据国家发改委和能源局正在制定的风电发展规划，原则性的指导目标是到 2020 年风电装机容量达到 1.5 亿千瓦（150000MW）。按照这一规划，再考虑到实际装机容量很可能更高，我们预计 2010—2020 年平均每年新增风电装机容量 15000MW。

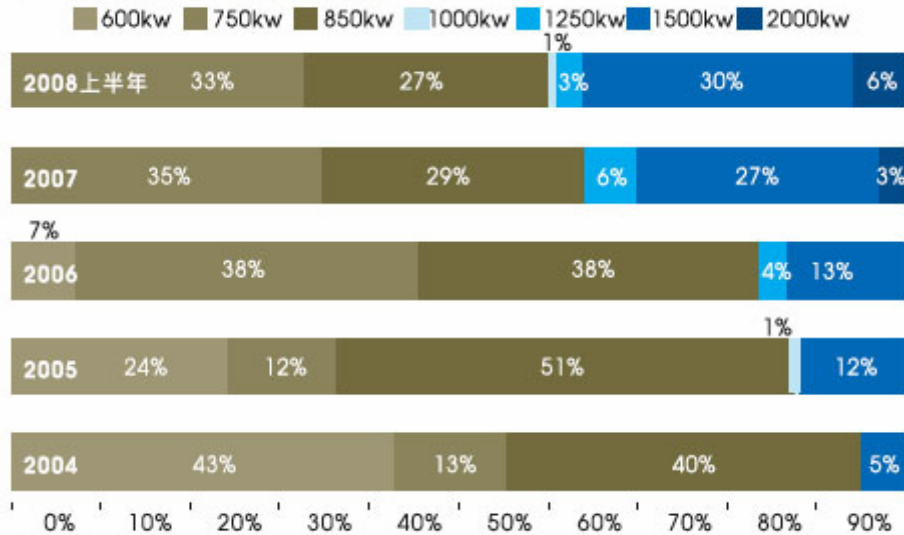
公司生产的 MW 级叶片并未过剩

风电装机的旺盛需求拉动了作为上游零部件的叶片行业产能迅速扩张。08 年 5 月，中国境内的风电机组叶片厂商共有 31 家，其中已经进入批量生产阶段的公司有 10 家，当年已经批量生产的叶片公司生产能力为 4600MW。而目前叶片生产企业数量已增至 60—70 家，总产能估计接近 20000MW，整体过剩比较严重。

但进一步深入分析发现，目前真正具备批量化产销能力（年产销超过 100 套）的叶片企业数量依然较少，估计在 15 家左右，受产品认可程度不高的影响，大量小企业并未真正进入市场。此外，更为重要的是，整体产能过剩中存在结构性差异：近年来风电技术进步较快，整机功率迅速提升（从 650KW、750KW、800KW 迅速提升到 MW 级），相应的小功率叶片需求萎缩，产能过剩，而 MW 级叶片需求旺盛，成为主流，09 年供应较为紧张。假设今年全国新增装机容量 15000MW，其中 80% 为 MW

级，按平均 1.5MW 的单机容量计算，需要 1.5MW 叶片 8000 套，与目前产能基本匹配，没有出现明显供给过剩。

图表 2、风电装机大型化趋势显著



数据来源：中科宇能，华泰联合证券研究所整理。

表格 1、主要风电叶片企业 MW 级产能统计

企业名称	规格	产能（套/年）
中航惠腾	1.5MW	2000
中复联众	1.25MW、1.5MW	3000
上玻院	1.5MW	1000
LM 天津公司	1MW 以上	240
LM 新疆公司	1.5MW	500
LM 秦皇岛公司	1.5MW	700
苏司兰能源（天津）	1.25MW、1.5MW	600
中材叶片	1.5MW	1300
合计		9340

数据来源：华泰联合证券研究所整理。

中材叶片已建风电叶片产能全部为 1.5MW 级，为市场目前主流产品，09 年处于供不应求状态。

技术领先，研发抢跑，竞争优势确立

国际电工委员会（IEC）将风能风区分为以下四类：

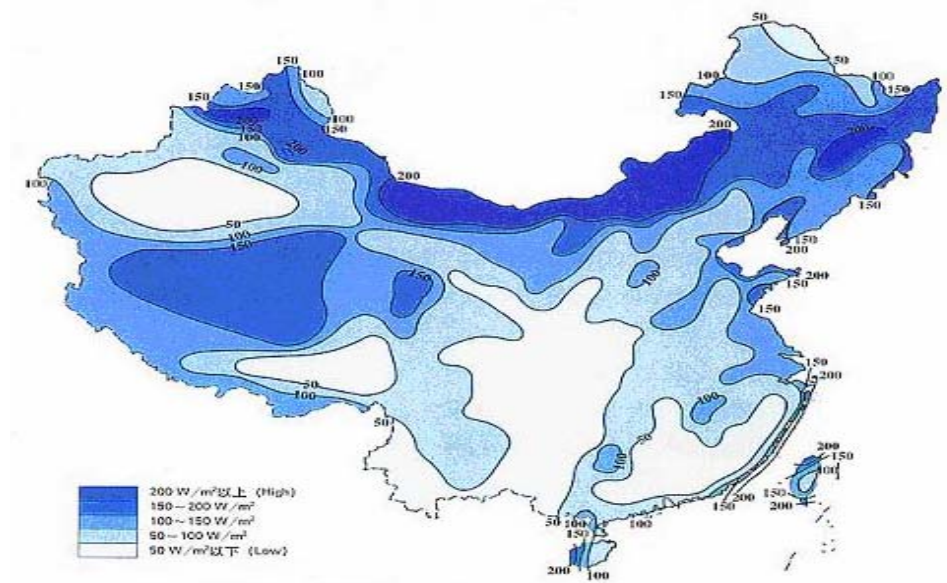
表格 2、风能风区分类

IEC 标准	平均速度 (m/s)	年最大风速 (m/s)	最大阵风 (m/s)	50 年最大风 速(m/s)	50 年最大阵 风速(m/s)
一类风区	10	37.5	52.5	50	70
二类风区	8.5	31.9	44.6	42.5	59.5
三类风区	7.5	28.1	39.4	37.5	52.5
四类风区	6	22.5	31.5	30	42

数据来源：华泰联合证券研究所整理。

我国一类风区面积占比较小，且已经过较为充分的开发，未来风电场的投资以二、三、四类风区为主。目前国内 1.5MW 叶片有两种规格，一是占多数的 37.5 米长的短片（国内拥有近 200 套模具），适合一类风区使用，随着该类风区电场投资增速的下降，已出现过剩的趋势；二是 40.25 米的长叶片，在技术上属于弱风叶片，具有机组载荷低、扫风面积大、发电效率高等优势，适用于中国内地风力较弱的二、三类风区，目前内地新建风场多采用此种叶片，需求旺盛，而国内只有几十套模具，因此处于供不应求状态。

图表 3、中国有效风能分布图



数据来源：华泰联合证券研究所整理。

中材叶片继承了北京玻璃钢研究设计院（原北京 251 厂）复合材料研究开发 50 年的技术及经验，拥有高水平的研究、开发和生产队伍，08 年初成功批量生产出 40.25 米长的 1.5MW 风机叶片，为当时国内自主研发最长的叶片，发电效率比其他企业 37.5 米叶片高 15%，受到风机企业青睐。由于产能有限，09 年公司 40.25 米叶片只能保证华锐、金风的订单。技术领先使得当年公司叶片毛利率超过 30%，净利润率超过 20%，远高于行业平均水平（毛利率 25%）。目前公司的生产的 1.5MW 级叶片全部为 40.25 米，并且正在研制更长的同级别新型号“大叶片”。

继率先推出 1.5MW 长叶片后，公司又在北京八达岭、吉林白城、甘肃酒泉分别建设 200 套/年、100 套/年、300 套/年 3MW 风机叶片生产线，瞄准海上风电以及部分内陆市场，将成为国内最早的 3MW 叶片生产商之一。

随着风电设备从严重供不应求向供需平衡转变，行业竞争格局逐渐清晰和稳定。就叶片而言，随着整机功率快速提升而要求的长度增加，设计和制造难度将剧增，没有技术优势的企业很难参与竞争。我们预计未来叶片行业将出现寡头垄断的局面，中航惠腾、中材科技、中复联众等少数几家研发能力强、产能规模大的企业将瓜分大部分市场份额。

2010-11年是销量高增长阶段，市场份额将提升到30%

09年初公司仅有八达岭年产300套（1.5MW）的产能，八达岭和酒泉新建的各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年全年销售叶片接近700套，目前公司产能已达1300套/年。3月20日公司公告将在北京八达岭新建年产200套3MW风电叶片生产线，4月7日公告将在酒泉新建年产300套3MW型风电叶片生产线、在吉林白城新建年产100套3MW和400套1.5MW风电叶片生产线，详见下表：

表格 3、公司现有及新建风电叶片产能明细

	地址	产能（套）	产品类型	投产时间
现有	八达岭	300	1.5MW	
		500	1.5MW	2009年6月
	甘肃酒泉	500	1.5MW	2009年底
新建	八达岭	200	3MW	
	甘肃酒泉	300	3MW	2011年上半年
		100	3MW	
	吉林白城	400	1.5MW	

数据来源：公司年报、华泰联合证券研究所整理。

通过压缩单个叶片的生产时间，公司实际产能将超过设计产能。我们预计今年产销量将达到1700套左右；而到明年上半年，公司将形成2300套设计产能，2800套实际产能，市场份额接近30%。谨慎预计2011年产销量在2300套左右（1.5MW2100套，3MW200套），2012年达到2800套（1.5MW2200套，3MW600套），大幅超越之前的预期。

风电叶片盈利能力不会出现大幅下降

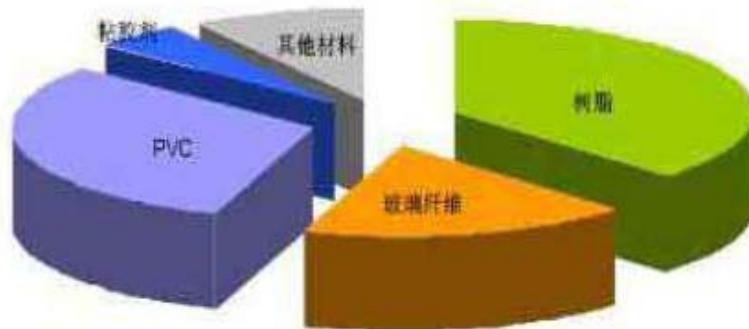
中材叶片公司09年净利润率高达21.7%，但市场担忧行业产能快速扩张、下游风电装机容量增速放缓可能压迫叶片价格走低，加上原材料成本上升，从而导致公司盈利能力出现较大幅度下降。

我们认为对风电叶片盈利能力不必过于悲观：

首先，公司产品全部为MW级以上，该产品供需基本平衡，未出现严重过剩，而且公司技术领先，未来有望通过不断推出新产品获得对同行的竞争优势，从而保持较高的价格和利润率（去年40.25米叶片、目前在研的“大叶片”以及在建的3MW叶片都是范例）；

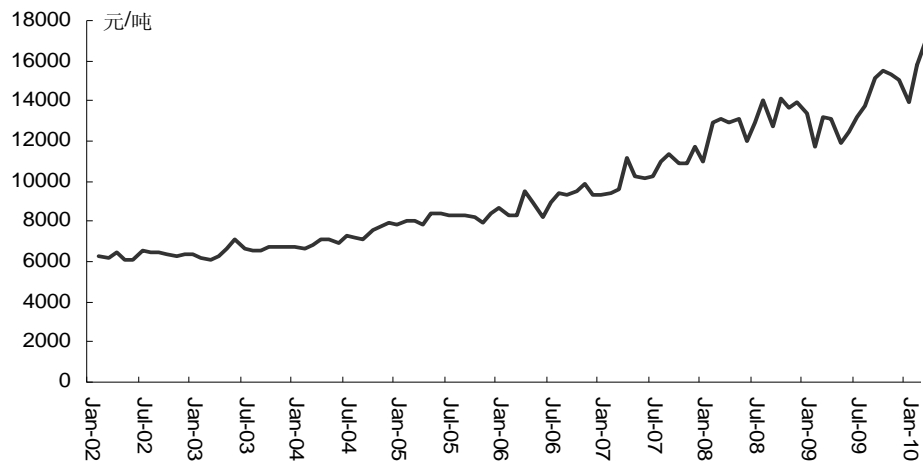
其次，材料成本上升的压力被实际产能提升带来的单位产品折旧成本下降部分抵消。风电叶片材料成本主要由树脂、玻璃纤维和 PVC 板材、粘胶构成，其中树脂和玻璃纤维为最主要的成本，占叶片总成本的比重超过了 35% 和 25%。风电叶片用玻璃纤维价格一直较为坚挺，预计未来价格平稳；树脂受国际油价影响，近期价格比去年底上涨 12%，比去年初上涨近 30%。但公司实际产能提高有望降低单位产品折旧成本 20—30%，可部分抵消材料成本上升压力。

图表 4、风电叶片材料成本构成



数据来源：华泰联合证券研究所整理。

图表 5、初级不饱和聚酯进口均价



数据来源：Wind，华泰联合证券研究所整理。

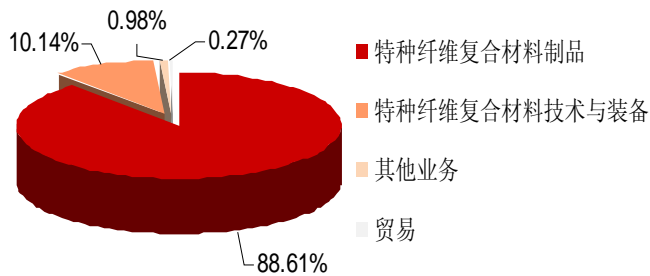
我们推算 09 年公司平均每套 1.5MW 叶片售价 128 万元（不含税），毛利率约 34%，预计今年价格基本持平，成本上升导致毛利率下降至 31.6%，预计 2011—12 年每套 1.5MW 叶片均价分别为 122 和 115 万元，毛利率分别下降至 28.3% 和 26.1%。预计 2011—12 年 3MW 叶片均价分别为 200 万和 180 万元/套，毛利率分别为 35% 和 33.3%。

其他业务总体平稳，汽车发动机复合材料未来或成新亮点

其他现有业务年均增长 10—15%

公司现有“特种纤维复合材料制品”业务除风电叶片以外，还包括高强玻纤、天然气压缩气瓶、玻璃微纤维纸、覆膜滤料等产品，“特种纤维复合材料技术与装备”业务主要是为玻璃纤维行业和非金属矿深加工行业提供工程设计、关键装备制造和技术服务。

图表 6、09 年公司各业务收入占比



数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所整理。

09 年风电叶片以外的现有“特种纤维复合材料制品”业务共实现收入 5.6 亿元，比 08 年下降约 10%，主要因为 09 年受金融危机影响，天然气玻璃纤维压缩气瓶出口订单骤减，总收入 5990 万元，比 08 年减少约 4880 万元。“特种纤维复合材料技术与装备”业务 09 年收入 1.63 亿元，同比增长 4.2%，毛利率 24.5%，毛利率较 08 年减少 6.2 个百分点，主要是受金融危机影响，池窑拉丝装备工程项目毛利下降。

展望 2010 年，主要用于军工领域的高强玻纤收入和利润率基本平稳；压缩气瓶随着产能扩张和海外需求复苏（09 年销售 4 万只左右，四季度产能从 5 万只扩张到 15 万只），销量将有明显回升，预计有望达到 08 年水平；IPO 募投项目—年产 200 万平米玻璃纤维覆膜滤料生产线 08 年底建成投产，09 年销售 50-60 万平米，收入 5907 万元，乐观预计 2010 年销量 100 万平米，贡献 1 亿余元的收入；玻璃微纤维纸业务收入和利润与 09 年持平。预计风电叶片以外的现有“特种纤维复合材料制品”业务总收入在 2010-2012 年年均增长 15%。受玻纤行业不景气影响，09 年池窑拉丝装备业务量减少，导致“特种纤维复合材料技术与装备”业务新签订单 1.5 亿元，比 08 年下降 35%，预计受此影响该业务 2010 年收入可能下滑 10%，2011-2012 年恢复到 10% 的年均增长。

汽车发动机复合材料市场空间巨大，或成公司未来新的利润增长点

玻璃纤维复合材料汽车零部件应用前景广泛

随着全球能源供应日趋紧张、油价的居高不下，轻质、高强、价廉、加工容易的玻璃纤维复合材料汽车零部件得以迅猛发展，其主要分为三类：车身部件、结构件及功能件。

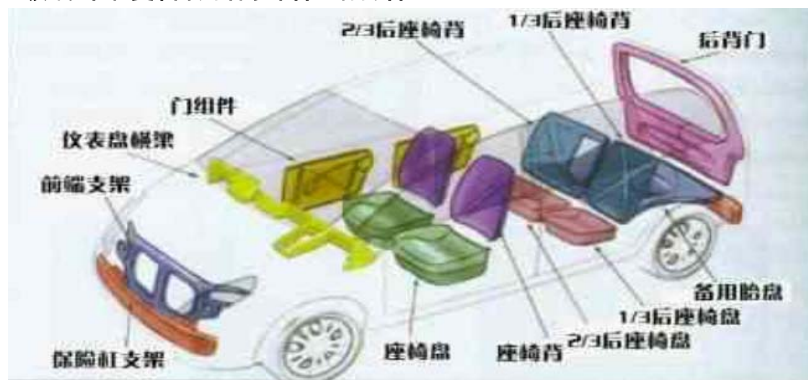
1、**车身部件/覆盖件**，包括车身壳体，车蓬硬顶、天窗、车门、散热器护栅板、大灯反光板、前后保险杠等以及车内饰件。主要适应车身流线型设计和外观品质的需求。

2、**结构件**，包括前端支架、保险杠骨架、地板等，其目的在于提高制件的设计自由度、多功能性和完整性。

3、**功能件**，以发动机及发动机周边部件为主。包括发动机气门罩盖、进气歧管、油底壳、空滤器盖、齿轮室盖、导风罩、进气管护板、风扇叶片、风扇导风圈、加热器盖板、水箱部件、出水口外壳、水泵涡轮、发动机隔音板等，其主要特点是耐高温、耐油蚀。

4、**其他相关部件**，如 CNG 气瓶、客车与房车卫生设施部件等。

图表 7、玻璃纤维复合材料内饰件/结构件



数据来源：中华商务网、华泰联合证券研究所整理。

蓝海战略——发挥优势主攻发动机复合材料

公司过去以覆盖件和结构件为主打产品，为中国重汽配套生产豪沃高顶、高顶内饰、豪沃导流罩等产品，另外还有陕西重卡、川汽等客户，由于技术壁垒不高，竞争日趋激烈。08年4月公司公告改变募集资金用途，将06年11月IPO时募集资金中0.96亿元原计划投入“年产3000吨汽车用复合材料制品生产线建设项目”，改投向“年产22万件汽车发动机复合材料部件生产线建设项目”，调整后投资总额0.59亿元。（考虑到风电叶片业务的旺盛需求，节余资金投向中材叶片），09年4月生产线完成竣工验收。

发动机复合材料（功能件）是车用玻璃纤维复合材料中技术壁垒较高的部分，因其主要用在发动机及发动机周边部件上，由于运行工况苛刻，要求构件具有耐高温、耐油蚀、抗疲劳等特性，且产品认证检验周期长而复杂，目前生产技术垄断在国外厂商中，国内尚属空白（东风公司发动机厂引进雷诺技术为雷诺发动机配套），产品处于成长期。

公司现阶段实现量产的发动机复合材料零部件产品有油底壳和阀盖罩两种，可年产油底壳10万件、阀盖罩12万件，目前正与全球最大的发动机生产企业康明斯公司进行产品的认证检验，近年有望进入康明斯全球采购体系。

图 8、发动机机体构造及油底壳位置示意图/玻璃纤维复合材料气门室盖



数据来源：中华商务网、华泰联合证券研究所整理。

我们认为公司凭借 40 多年的特种纤维复合材料技术积累，在现有产品技术上可进一步衍生、拓展产品线，在发动机本体、吸气系统、冷却系统、油路阀、电气系统、燃油系统和发动机装饰罩盖等方面未来公司的产品均有有用武之地。

表 4、发动机及周边部件可采用玻璃纤维复合材料零部件分类

系统	零部件
发动机本体	缸体上罩盖、固定支架
吸气系统	吸气管（导管）、空滤器壳、缓冲罐、进气歧管、节流阀体
冷却系统	散热器水室、散热器支架、耐热螺栓衬垫（罩盖）水泵出水管、冷却风扇、风扇护罩
油路阀	油底壳、滤油器座（垫）、加油口盖、油面尺、凸轮链轮（齿轮）、皮带紧张轮、链导槽、同步皮带轮槽
发动机装饰罩盖	装饰罩盖
电气系统	点火线圈、分电器盖、蓄电池座、ECU 盒
燃油系统	燃油输出管、燃油喷射器、燃油过滤器壳（罩）、燃油管、储罐

数据来源：《汽车工程师》、华泰联合证券研究所整理。

高起点，全球供货可期

考虑到康明斯认证在业内的卓著地位，公司有望借此大举进军全球市场，与戴姆勒、雷诺、沃尔沃、依维柯、现代以及中国潍柴、玉柴、重汽、东风和一汽等厂商合作，生产商用车和乘用车发动机配套产品。

另一方面，国内发动机生产企业在复合材料的应用方面起步较晚，与国外厂商还有不小的差距，从减轻重量、降低成本、并且降低机体噪音的角度考虑（玻璃纤维复合材料零部件可明显减低发动机噪音，而发动机噪音是汽车噪音的主要来源之一）国内发动机生产企业逐渐采用玻璃纤维复合制品替代金属件是大势所趋，而公司在全国同行业中已经拥有了先发优势。

市场空间巨大，看好未来成长性

由于09年公司产品尚处于测试阶段，仅产生3196万元的销售收入，未能贡献利润，公司预计未来仅就油底壳和阀盖罩两种产品可实现年销售收入7370万元，净利润966万元左右。

康明斯作为全球最大的独立发动机制造商，产品线包括柴油和代用燃料发动机、发动机关键零部件（燃油系统、控制系统、进气处理、滤清系统和尾气处理系统）以及发电系统。整机年产约90-100万台，而公司年产油底壳10万件、阀盖罩12万件的产能仅能满足10万台发动机的零部件需求。

另外，根据世界汽车制造商协会发布的世界汽车产量统计数据显示，2009年，世界汽车产量合计为6099万辆，比上年下降13.5%。其中，中国年产量1379万辆，那么我们粗略估算，由于公司发动机复合材料零部件产品系列的增多和产能的共同提升（假设产能提升到可为100万台发动机配套），未来公司该业务板块收入或将出现乘数效应的增长，预计可达十亿至数十亿的营业收入，即便如此，考虑到公司产品的全球供货，该业务规模仍仅占全球市场的1-2%，未来该业务板块的成长空间巨大。

2010-12年净利润年均增长70%，股价低估明显

叶片产销量超预期，上调2011-12年EPS预测至2.31和2.73元

根据我们上文对各业务板块的预测，2010-2012年归属于母公司净利润分别为3.01、4.62和5.45亿元（假设今年中期完成增发收购中材叶片35.29%股权），增速分别为178%、53%和18%，增发摊薄后EPS分别为1.51、2.31和2.73元（不考虑汽车发动机复合材料可能的利润贡献）。

表格 5、公司利润表预测（百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1613	3015	3947	4749
营业成本	1111	2102	2823	3428
营业税金及附加	10	19	25	31
营业费用	44	66	79	85
管理费用	212	326	403	475
财务费用	32	43	45	37
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
营业利润	192	456	567	685
营业外收入	57	54	56	56
营业外支出	6	2	2	3
利润总额	242	507	621	738
所得税	39	81	99	118
净利润	203	426	522	620
少数股东损益	95	125	60	75
归属母公司净利润	108	301	462	545
EBITDA	309	636	814	950
EPS（元）	0.72	1.51	2.31	2.73

数据来源：华泰联合证券研究所整理。

注：2010 年开始 EPS 按增发 5000 万股摊薄后计算。

估值偏低，存在向上修复的必要

和生产风电整机的公司进行估值比较，我们发现中材科技 PE 水平接近金风科技（002202），但低于湘电股份（600416）（含有其他业务）。

表格 6、PE 估值比较

公司名称	股价（2010/05/10）	PE(10E)	PE(11E)	PE(12E)
中材科技（002080）	38.73	25.65	16.77	14.19
金风科技（002202）	21.90	23.17	18.33	14.05
湘电股份（600416）	26.25	29.04	20.63	15.57

数据来源：Wind、华泰联合证券研究所整理。

通过下面对汽车行业的比较分析，我们认为作为风电零部件生产商的中材科技估值应该高于作为风电整机生产商的金风科技，主要原因是前者具备更高的利润率。

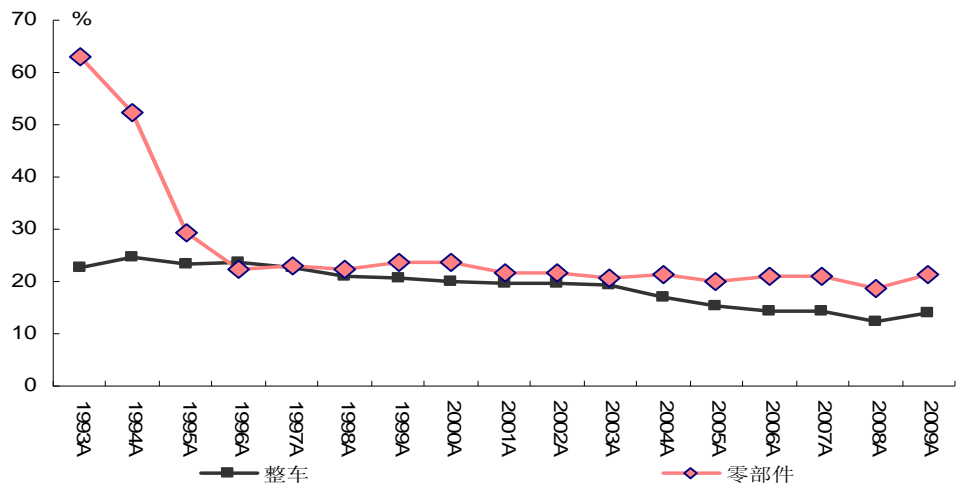
表格 7、风电整机和零部件毛利率比较

	2007A	2008A	2009A
整机			
金风科技（750KW）	31.95%	27.81%	32.82%
金风科技（1.5MW）	16.34%	18.88%	24.11%
东方电气	8.17%	11.46%	17.50%
湘电股份		3.73%	16.49%
零部件			
天马股份（轴承）		55%	50%
华锐铸钢（轮壳）	26.95%	26.41%	22.40%
天奇股份（叶片、轮毂等）		16.45%	18.25%
九鼎新材（机舱罩、导流罩）	28.45%	30.47%	36.95%
时代新材（叶片、其他材料）			20-25%
中材科技（叶片）			34%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理。

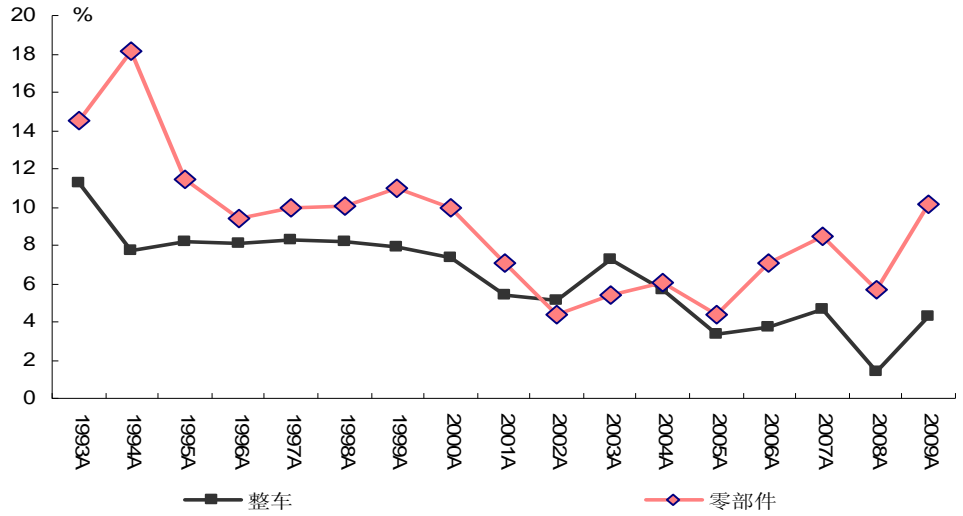
过去几年零部件利润率高于整机的原因主要是在风电行业受需求强劲拉动出现爆发式增长的阶段，上游产业通常准备不足，零部件和原材料供不应求，所以容易形成“上游压倒下游”的局面：整机生产商的盈利能力高于风电场，核心零部件企业的利润率高于整机生产商。而进入稳定增长后期后，风电整机面临价格下降压力，由于部分需要自己消化，因此并不会将压力完全传导至上游零部件行业，这就可能导致虽然利润率均出现下降，但零部件利润率依然高于整机的局面。汽车行业的情况就是如此。

图表 9、汽车行业整车和零部件毛利率比较（整体法）



数据来源：Wind，华泰联合证券研究所整理。

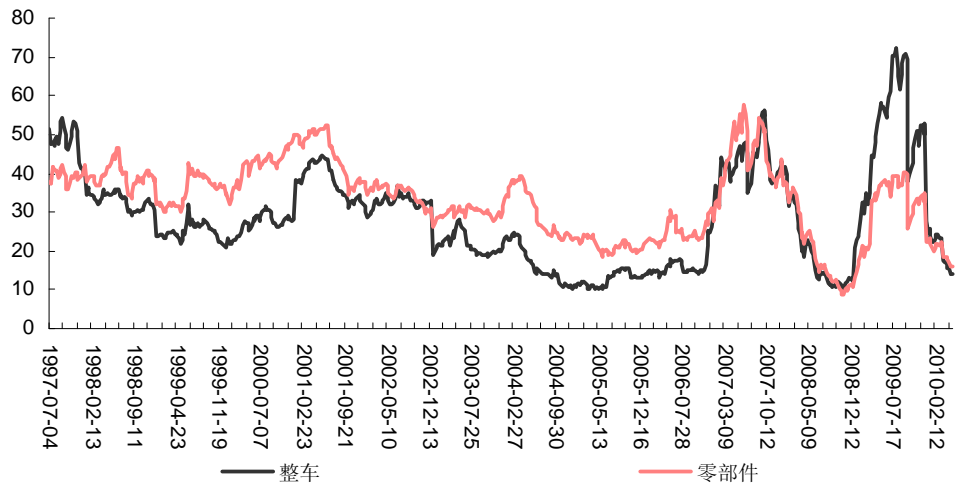
图表 10、汽车行业整车和零部件净利率比较（整体法）



数据来源：Wind，华泰联合证券研究所整理。

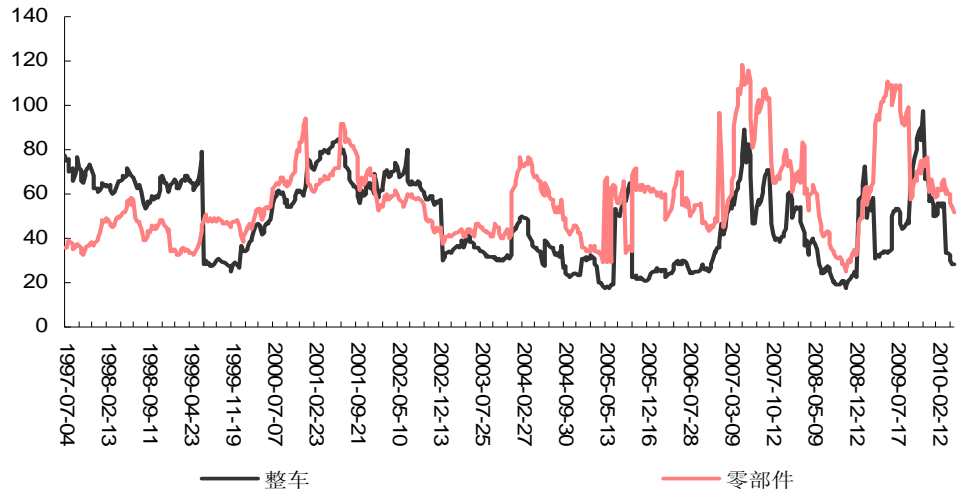
从估值上看，从 05 年开始，汽车零部件行业算术平均市盈率开始明显高过整车行业，而这正是新一轮零部件利润率明显超过整车的起点。

图表 11、汽车行业整车和零部件市盈率比较（整体法，剔除负值）



数据来源：Wind，华泰联合证券研究所整理。

图表 12、汽车行业整车和零部件市盈率比较（算术平均法，剔除负值）



数据来源：Wind，华泰联合证券研究所整理。

表格 8、PE 估值比较（按 5 月 10 日收盘价格计算）

板块名称	2010E		2011E		2012E	
	整体法	算术平均	整体法	算术平均	整体法	算术平均
中小企业板	31.14	41.03	23.99	31.66	17.65	23.93
创业板	52.26	50.25	37.55	36.5	26.52	25.91
全部 A 股	16.19	40.69	13.52	33.03	11.07	23.57
沪深 300	14.05	23.95	11.8	19.04	9.99	16.3
新能源概念	27.95	42.22	21.96	32.28	17.01	21.98
风力发电	21.09	34.48	16.87	26.88	14.33	23.34
中材科技 (002080)	25.65	25.65	16.77	16.77	14.19	14.19

数据来源：Wind，华泰联合证券研究所整理。

按整体法算，相关板块中公司 PE 低于中小板和新能源概念板块；按算术平均法算，相关板块中公司 PE 低于中小板、全部 A 股、新能源概念和风力发电板块。考虑到近两年风电叶片业务的快速增长以及未来汽车发动机复合材料可能的高成长性（说明公司不仅仅是一个叶片生产商），我们认为公司的合理股价在 53 元左右，相当于 10 年 35 倍、11 年 23 倍和 12 年 19 倍 PE，合理股价相对于现价还有 37% 的上涨空间，维持“买入”评级并强烈推荐。

风险提示

如果公司定向增发进度慢于预期，今年 EPS 可能会低于我们的预测值。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

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

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 2010 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

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