

2010-08-08

石油、化学、塑胶、塑料/玻璃

公司研究/更新报告

中材科技 (002080)

中报靓丽，期待 3MW 叶片惊艳亮相

—2010 年中报点评

买入/维持评级

股价：RMB40.39

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

- 公司发布半年报，上半年实现营业总收入 10.41 亿元，同比增长 81.18%；实现营业利润 1.54 亿元，同比增长 230.12%；实现归属于母公司的净利润 8209.16 万元，同比增长 241.05%；EPS 0.55 元，符合预期。
- 营收大幅增长主要是由于：1、风电叶片产能的扩大，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，因而叶片销售规模较去年同期扩大；2、覆膜滤料产品销售规模较上年同期扩大，销售收入增幅 84%。上半年毛利较上年同期提升 2.51 个百分点，达到 32.9%，主要是毛利相对较高的风机叶片销售占比提升所致。
- 目前公司 1.5MW 40.25 米叶片产能 1300 套，我们估算上半年实现销售近 600 套，那么 2010 年全年预计可实现销售 1600 - 1700 套（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）。公司 1.5MW 叶片产品长期质量美誉度高，价格下行斜率或小于同业竞争者，并且公司 3MW 叶片产业化速度及规模领先同业（预计明年二季度建成投产），通过不断的产品创新和规模效应，可以保持利润率水平。
- 覆膜滤料业务全年预计可达 100 万平米，由于产品成品率大幅提高，我们估计全年可贡献净利润约 1200 万元。
- 公司拟非公开发行 5000 万股，收购风机叶片业务子公司——中材叶片 35.29% 的少数股东权益，控股比例将达到 89.41%。若按今年三季度末完成增发计算，预计 2010 - 2012 年归属于母公司净利润增速分别为 120%、94% 和 18%，全面摊薄后 EPS 预测为 1.19、2.31、2.73 元，对应 PE 为 33.9、17.5、14.8 倍。公司 2010 - 12 年业绩高速增长，定向增发顺利完成是大概率时间，进度不影响公司价值，维持“买入”评级。
- 公司在 2010 - 2012 年处于黄金发展期，虽然 1.5MW 叶片价格可能下调，但产量依然翻倍增长，且新产品产业化速度领先同业，可享受高毛利。公司具备科研院所的背景，在特种纤维复合材料领域的研发实力国内无出其右，近年逐渐以市场为导向，使得科研成果的转化速度加快，预计汽车发动机复合材料或将成为下一处蓝海。

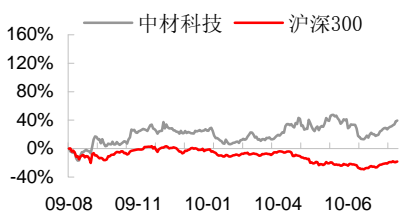
相关研究

- 《风电叶片产销量超预期，未来仍有新亮点》（买入）
2010/05/11
- 《风机叶片业务迎来开门红》（增持）
2010/04/20

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)	6058

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	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1612.8	1040.9	3015.4	3947.4	4748.5
(+/-%)	49.8	81.2	87.0	30.9	20.3
归属母公司净利润(百万元)	108.4	82.1	238.6	462.3	546.0
(+/-%)	15.2	241.0	120.2	93.7	18.1
EPS(元)	0.72	0.55	1.19	2.31	2.73
P/E(倍)	55.9	73.8	33.9	17.5	14.8

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

风机叶片高速增长，鼎足之势初现

2010 年公司 1.5MW 40.25 米叶片产能为 1300 套，我们估算上半年实现销售近 600 套，那么 2010 年全年预计可实现销售 1600—1700 套，主要客户为华锐和金风。

八达岭、酒泉、白城生产线已于 2010 年 5 月开工建设，或在 2011 年中期陆续达产，我们初步估算，2011-2012 年可实现销售 2300—2800 套。

根据国家发改委和能源局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，预计 2010—2020 年平均每年新增风电装机容量 15000MW，对应 1.5MW 叶片为 10000 套，那么公司将占据近 1/3 的市场份额，与中航惠腾、中复联众三分天下。

1.5MW 叶片面临降价压力，不断的产品创新维持高毛利

公司率先实现 1.5MW 40.25 米叶片的产业化，09 年产品供不应求，全年平均售价 128 万元/套，毛利约 34%，净利润率 21.7%，随着其他厂商相继研发出 1.5MW 40.25 米风机叶片，该产品的价格目前面临下滑的压力。

然而风机叶片毕竟不同于一般工业产品，一旦后期出现质量问题，维护成本高昂，且全套风机中叶片成本占比不到 20%，下游厂商更倾向于选择长期合作质量过硬的供应商。公司秉承研究院所多年的技术积淀，对复合材料的理解更为深入，因而产品质量有保障，至今未出现过断裂等问题（同业诸多公司产品均出现过质量问题）。

因此我们预计，公司产品价格下降的斜率或远小于市场中其他竞争对手，2010 年下半年价格或仍可维持，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%。

3MW 风机叶片公司在建有 600 套产能，预计明年二季度建成投产。3MW 叶片目前供不应求，市场价格高达 300 余万元/套，尚处于撇脂定价阶段，而公司 3MW 叶片产业化速度及规模领先同业，未来可享受一段高毛利好时光。保守预计 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%。

公司正在研发可用于更弱风况的“大叶片”，看好未来城市近郊风电场（四类风区，更靠近城市电网）的发展，通过产品的不断创新，我们认为风机叶片业务的利润率水平或将维持在较高的水平。

其他业务稳步发展，未来仍有新亮点

覆膜滤料业务

覆膜滤料业务，该产品主要用在水泥窑除尘，该市场主要竞争对手为外资巨头戈尔和唐纳森，公司认为随着环保标准的提高该业务或将成为一处增长点。

公司募投项目年产 200 万平米玻纤覆膜滤料生产线于 2008 年底建成投产，2009 年销售收入 5907 万元，利润总额 63 万元，2010 年上半年实现收入 4185 万元，利润总额 484 万元，按 110—120 元/平米价格估算，上半年销量约合 35—40 万平米，则全年预计可达 100 万平米，由于产品成品率大幅提高，我们估计全年可贡献净利润约 1200 万元。

天然气气瓶业务

09 年 4 季度公司天然气压缩气瓶产能由 5 万只扩张到 15 万只，但该产品定位主要为出口中东等地，在今年上半年出口尚未明显回暖的情况下，产品转内销，国内竞争对手众多，公司势必面对激烈竞争下低毛利的市场，上半年尚未实现盈利。

铅酸蓄电池隔板

该业务已经进入成熟期，且技术壁垒低，竞争激烈，未来不是公司发展重点。

汽车发动机材料

公司“年产 22 万件汽车发动机复合材料部件生产线建设项目”于 09 年 4 月生产线完成竣工验收，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，2010 年下半年将继续加强与整车厂合作，加强多型号油底壳和阀盖罩新产品的开发，扩大产品应用车型。

公司产品正处于康明斯认证阶段，我们预计未来两年内或将通过认证，并以此打开国际市场，该业务市场空间巨大，技术门槛较高，但市场推广应用的困难也较大。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。

定增收购少数股东权益或将在年内完成

公司拟非公开发行 5000 万股，收购中材叶片 35.29% 的少数股东权益，控股比例将达到 89.41%，其中中材股份以现金 9.3 亿元认购 3714 万股，中水投、北京华明将其所持有的中材叶片股份置换成中材科技股份，折算发行价格 25.1 元。该方案已获国资委批准，目前尚须发改委核准（受 38 号文影响，发改委对风电项目增发进行了严格的审批，但类似情况的棱光实业已经获批），我们预计年内或将获得批复。

若按今年三季度末完成增发计算，2010-2012 年归属于母公司净利润分别为 2.39、4.62 和 5.45 亿元，增速分别为 120%、94% 和 18%，全面摊薄后 EPS 为 1.19、2.31、2.73 元，对应 PE 为 33.9、17.5、14.8 倍，公司 2010-2012 年业绩高速增长，定向增发顺利完成是大概率事件，进度不影响公司价值，维持“买入”评级。

公司在 2010-2012 年处于黄金发展期，虽现有的 1.5MW 叶片产品价格可能下调，但产量依然翻倍增长，且新产品产业化速度领先同业，可享受高毛利，综合来看公司风机叶片业务仍可维持现有的利润率水平。公司具备科研院所的背景，在特种纤维复合材料领域的研发实力国内无出其右，近年逐渐以市场为导向，使得科研成果的转化速度加快，预计汽车发动机复合材料或将成为下一处蓝海。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1415	2141	2882	3391	营业收入	1613	3015	3947	4749
现金	323	388	465	465	营业成本	1111	2102	2823	3428
应收账款	442	709	987	1162	营业税金及附加	10	19	25	31
其他应收款	6	67	57	63	营业费用	44	66	79	85
预付账款	76	233	339	342	管理费用	212	326	403	475
存货	486	626	866	1149	财务费用	32	43	45	36
其他流动资产	82	118	168	210	资产减值损失	15	6	8	9
非流动资产	1182	2146	2240	2215	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	22	33	26	27	投资净收益	2	2	2	2
固定资产	895	1777	1884	1886	营业利润	192	456	568	686
无形资产	200	200	200	200	营业外收入	57	54	56	56
其他非流动资产	66	136	130	102	营业外支出	6	2	2	3
资产总计	2597	4286	5122	5605	利润总额	242	507	622	739
流动负债	1012	1345	1739	1722	所得税	39	81	99	118
短期借款	406	512	536	214	净利润	203	426	522	621
应付账款	346	501	738	927	少数股东损益	95	188	60	75
其他流动负债	261	333	465	581	归属母公司净利润	108	239	462	546
非流动负债	514	531	526	524	EBITDA	309	636	814	950
长期借款	450	450	450	450	EPS (元)	0.72	1.19	2.31	2.73
其他非流动负债	64	81	76	74					
负债合计	1527	1877	2265	2246	主要财务比率				
少数股东权益	266	453	513	588	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	150	200	200	200	成长能力				
资本公积	372	1234	1234	1234	营业收入	49.8%	87.0%	30.9%	20.3%
留存收益	283	521	909	1336	营业利润	140.3%	137.7%	24.7%	20.9%
归属母公司股东权益	804	1956	2344	2771	归属于母公司净利润	15.2%	120.2%	93.7%	18.1%
负债和股东权益	2597	4286	5122	5605	获利能力				
					毛利率(%)	31.1%	30.3%	28.5%	27.8%
					净利率(%)	6.7%	7.9%	11.7%	11.5%
					ROE(%)	13.5%	12.2%	19.7%	19.7%
					ROIC(%)	11.6%	14.0%	15.2%	17.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	58.8%	43.8%	44.2%	40.1%
					净负债比率(%)	56.07%	51.25%	43.53%	29.57%
					流动比率	1.40	1.59	1.66	1.97
					速动比率	0.92	1.13	1.16	1.30
					营运能力				
					总资产周转率	0.73	0.88	0.84	0.89
					应收账款周转率	4	5	4	4
					应付账款周转率	4.22	4.96	4.55	4.12
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.54	1.19	2.31	2.73
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.97	2.33	3.38
					每股净资产(最新摊薄)	4.02	9.78	11.72	13.85
					估值比率				
					P/E	74.53	33.85	17.47	14.79
					P/B	10.04	4.13	3.45	2.92
					EV/EBITDA	22	11	8	7

数据来源: 华泰联合证券研究所。

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 45 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