

中材科技 (002080)
增持/下调评级
股价: RMB45.16

警惕叶片价格可能的继续下滑

—2010 年年报点评

分析师
周煥
SAC 执业证书编号:S1000510120036
(0755)8249 2072
zhouhuan@mail.htlhsc.com.cn

联系人
鲍雁辛
(0755)8249 2810
baoyx@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

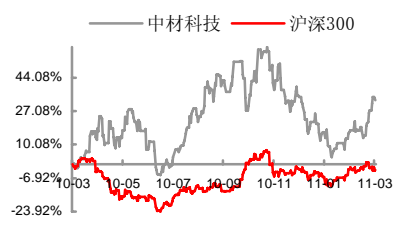
- 《增发过会保障未来增长 (买入)》
20101021;
- 《断裂门, 驱散杀价阴霾 (买入)》
20100827;

- 公司发布 2010 年年报, 2010 年实现营业收入 25.74 亿元, 比上年同期增长 59.56%, 实现归属于母公司所有者的净利润 1.77 亿元, 同比增长 63.31%, 按加权平均股本计算 EPS 1.18 元, 符合预期。公司收入的 63.57% 和净利润的 88.69% 来自中材叶片子公司。
- 营收的大幅增长主要是由于风电叶片产业销售规模同比增大所致, 公司 09 年公司满产产量将近 700 套 (全部为 1.5MW 40.25 米), 2010 年有效产能达到 1300 套, 产量我们估算在 1600-1700 套 (全部为 1.5MW 40.25 米), 因此叶片销售规模较去年同期扩大。2011 年上半年八达岭、酒泉、白城生产线将陆续达产, 我们初步估算今年产量可达 2300 套以上, 其中 3MW 约 200 套, 2012 年将达到 2800-3000 套, 市场占有率达到 30%。
- 期间费用率得到有效控制, 较去年同期降低了 1.68 个百分点, 并主要体现在管理费用率方面, 下降 3.36 个百分点, 主要原因是销售规模的扩大。
- 需要关注的是公司主要产品——1.5MW 40.25 米风机叶片价格的大幅下跌: 我们测算 2009 年公司叶片销售单价为 127 元/套左右 (不含税), 2010 年跌至 115 万左右 (含税)。由于技术的改进, 生产成本同时降低, 公司特种纤维复合材料制品综合毛利率同比回落 2 个百分点至 29.8%。目前国内风电叶片产能增加较快, 据我们了解, 部分厂商报价低至 90—100 万元/套 (含税), 公司产品价格仍有下跌的可能。
- 风电叶片业务度过高增长、高毛利阶段后, 天然气气瓶、覆膜滤料等业务市场竞争仍较为激烈, 我们测算公司 2010 年气瓶销售约 9 万只, 产能利用率约六成, 滤料销售约 100 万平米, 产能利用率约 5-6 成, 未来超高压复合气瓶及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。
- 由于叶片的价格下滑幅度大于我们预期, 下调公司 2011—12 年摊薄后 EPS 预测至 1.66、2.16 元, 同时由于中小板估值下降, 我们下调评级至“增持”。风险提示: 风机叶片价格有进一步下滑可能。

基础数据

总股本 (百万股)	200
流通 A 股 (百万股)	200
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	9,032

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1612.8	2573.5	3170.4	3962.5
(+/-%)	49.8	59.6	26.4	25.0
归属母公司净利润(百万元)	108.4	177.0	331.8	433.5
(+/-%)	15.2	63.3	87.4	30.1
EPS(元)	0.54	1.18	1.66	2.17
P/E(倍)	83.3	38.27	27.22	20.83

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测, 2010 年 EPS 按照加权平均股本计算

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	2010	2011	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	1415	3136	3692	4575	营业收入	1613	2573	3170	3962.5
现金	323	1307	1569	1883	营业成本	1111	1826	2433	3028.1
应收账款	442	687	823	1018	营业税金及附加	10	14	20	25.0
其他应收款	6	6	26	20	营业费用	44	98	79	99.1
预付账款	76	75	235	208	管理费用	212	252	222	257.6
存货	486	712	803	1103	财务费用	32	65	27	23.7
其他流动资产	0	348	236	344	资产减值损失	15	43	15	18.0
非流动资产	1182	1390	2308	2407	公允价值变动收	0	0	0	0.0
长期投资	22	52	32	35	投资净收益	2	1	2	1.7
固定资产	895	968	1886	2007	营业利润	192	277	376	512.9
无形资产	200	200	200	200	营业外收入	0	88	68	70.7
其他非流动资产	0	170	190	165	营业外支出	6	1	2	2.4
资产总计	2597	4526	6001	6982	利润总额	242	364	441	581.2
流动负债	1012	1635	1640	2195	所得税	39	53	71	93.0
短期借款	406	610	516	721	净利润	203	311	371	488.2
应付账款	346	407	624	798	少数股东损益	95	134	39	55.7
其他流动负债	0	618	499	676	归属母公司净利	108	177	332	432.5
非流动负债	514	561	519	517	EBITDA	224	473	546	746.1
长期借款	450	445	445	445	EPS (元)	0.54	1.18	1.66	2.16
其他非流动负	51	117	74	72					
负债合计	1527	2197	2159	2712	主要财务比率				
少数股东权益	266	132	171	227	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
股本	150	200	200	200	成长能力				
资本公积	372	1537	2679	2679	营业收入	49.8%	59.6%	23.2%	25.0%
留存收益	283	460	792	1164	营业利润	140.3%	44.7%	35.5%	36.5%
归属母公司股	804	2197	3670	4043	归属母公司净利	15.2%	63.3%	87.4%	30.4%
负债和股东权	2597	4526	6001	6982	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	29.1%	23.3%	23.6%
					净利率(%)	6.7%	0.0%	0.0%	0.0%
					ROE(%)	13.5%	8.1%	9.0%	10.7%
					ROIC(%)	11.1%	14.0%	10.5%	12.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	58.8%	48.5%	36.0%	38.8%
					净负债比率(%)	122.38	50.53	44.52	43.00
					流动比率	1.40	1.92	2.25	2.08
					速动比率	0.92	1.48	1.76	1.58
					营运能力				
					总资产周转率	0.73	0.72	0.60	0.61
					应收账款周转率	5	4	4	4
					应付账款周转率	4.22	4.85	4.72	4.26
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.54	1.18	1.66	2.16
					每股经营现金流	0.20	0.40	1.86	2.48
					每股净资产(最	5.35	10.99	18.35	20.22
					估值比率				
					P/E	83.33	38.27	27.23	20.88
					P/B	8.44	4.11	2.46	2.23
					EV/EBITDA	45	19	16	12

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 2011 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@mail.htlhsc.com.cn

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@mail.htlhsc.com.cn