

中材科技 (002080.SZ)

风电叶片产能逐步释放, 其他业务拖累业绩

惠毓伦 首席研究员
电话: 020-87555888-323
Email: hyl6@gf.com.cn

刘洋 电力设备/机械 行业 研究助理
电话: 020-87555888-653
eMail: ly35@gf.com.cn

风电产能逐步释放, 行业洗牌在所难免

公司目前的叶片产能在 300 套左右, 随着 2009 年二季度八达岭项目年产 500 套风机叶片的投产, 2009 年公司的销量有望达到 500-600 套, 2010 年公司新建 500 套酒泉叶片基地也将建成投产, 届时将形成年产 1300 套风机叶片的产能。

产能即将过剩和整机厂商压迫叶片厂商降价的双重压力将引发叶片行业的价格战, 叶片行业的洗牌在所难免。我们认为短期内公司可能面临较大的订单压力和被迫降价的风险, 长期来看随着国家关于风电技术相关标准的制定和规范风电行业产业政策的出台, 加上公司拥有核心技术和人才优势, 有望在这轮洗牌中胜出。

天然气复合气瓶业务 2009 年业绩不容乐观

2009 年公司的产能将达到 15 万只, 由于石油价格的下滑国内的天然气复合气瓶销售放缓, 同时与伊朗签订的剩余合同受国际金融危机和美伊关系恶化的履行存在很大变数, 综合来看 2009 年的天然气复合气瓶业务不容乐观。

高温覆膜滤料业务短期景气仍难恢复

2008 年 6 月, 公司的高温覆膜滤料生产线建成试生产, 其产能为 200 万平方米, 2008 年大概销量为 80 万平方米, 实现收入 8000 万元。据我们了解, 由于国家没有工业除尘方面更严厉的标准出台, 加上水泥等行业经营困难, 自身改造除尘设备的意愿较低, 因此公司的高温覆膜滤料业务在 2009 年遇到了极大的经营压力, 一季度也出现了亏损的情况, 整年的业绩贡献十分有限。

盈利预测与投资评级

根据我们的预测, 公司 09、10、11 年的 EPS 为 0.47、0.75 和 0.89 元, 我们给予公司 09 年 50 倍的市盈率水平, 对应的股价为 23.69 元, 投资评级为“持有”。

风险提示

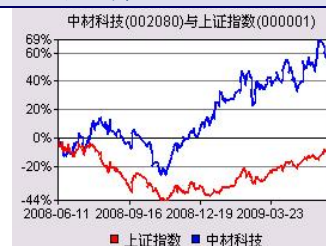
1. 宏观经济继续低迷
2. 大量的资本支出和借贷可能加重公司的债务负担和财务压力

公司评级

持有

当前价格(元)	29.30
目标价格(元)	23.69
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	5.72%	14.78%	57.94%
上证综指	9.69%	33.99%	3.22%

股票数据

总股本(万股)	15,000.00
流通 A 股(万股)	7,849.32
主要股东:	
	中国中材股份有限公司
主要股东持股比例	47.67%
流通 A 股比例	52.33%

财务比率

ROE	13.41%
ROA	5.25%
资产负债率	51.05%
每股净资产(元)	4.68

2008 年报数据。

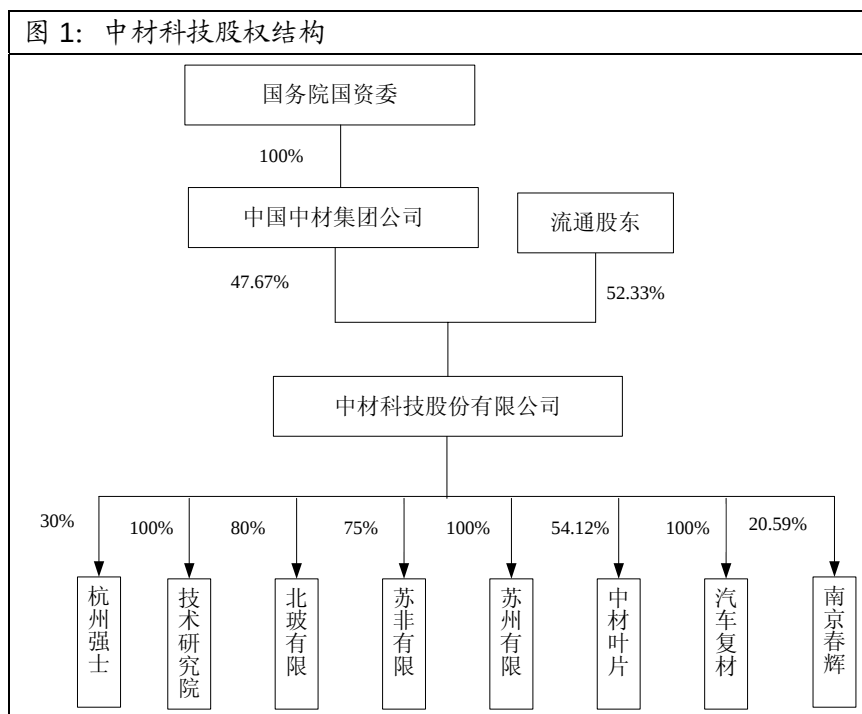
公司基本情况

公司在行业中的地位及变动趋势

公司是中国特种纤维复合材料行业最大的集研发设计、产品制造与销售、成套技术与装备于一体的高新技术企业和技术装备研发中心，也是中国国防工业最大的特种纤维复合材料配套研制基地。公司通过整合南玻院、北玻院和苏非院三个国家级科研院所，拥有了较强的技术实力和人才贮备。

公司的股权结构

图 1：中材科技股权结构



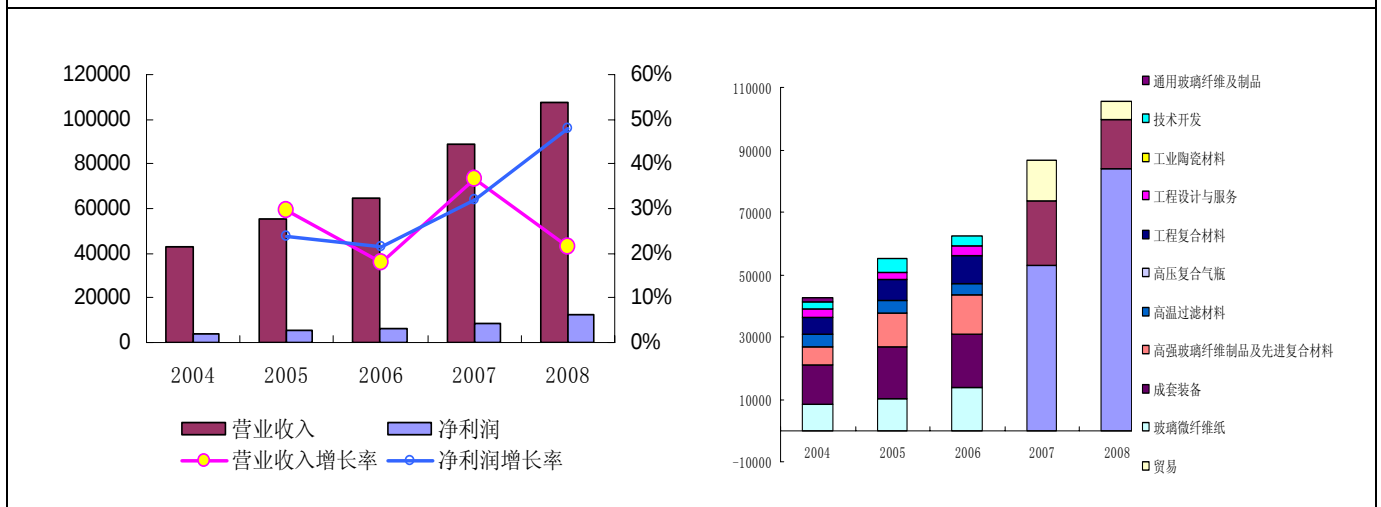
数据来源：公司公告

公司的主营业务

公司主要从事特种纤维复合材料及其制品的制造与销售业务，并面向行业提供技术与装备服务。其业务分为特种纤维复合材料制品、特种纤维复合材料技术与装备和贸易，主要产品包括风电叶片、天然气复合气瓶、玻璃微纤维纸、高温覆膜滤料和先进复合材料，其产品广泛应用于能源交通、航空航天、资源环境等行业。

图2:历年营业收入与净利润 (单位: 万元)

图3:历年公司收入构成 (单位: 万元)



数据来源: 公司公告

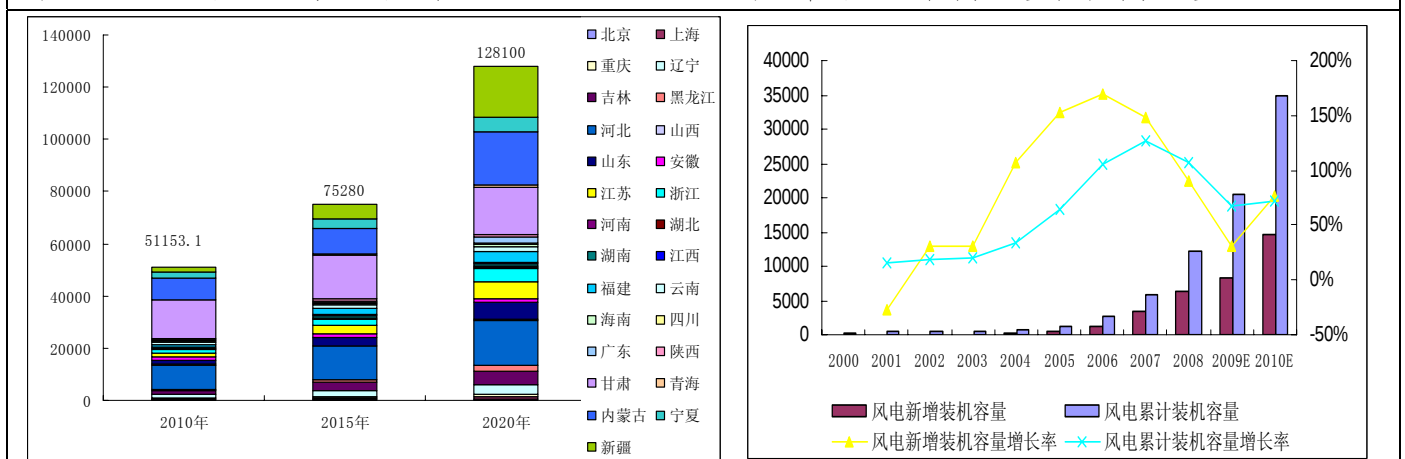
分项业务分析与调研结论

1、风电叶片

中国风电的迅猛发展为风机整机厂商和零部件厂商带来了巨大的商业机会, 公司凭借其在玻纤行业的技术优势和人才优势介入到这一领域, 并成为行业的领导者, 其生产的40.25米风机叶片相比于其他同行具有低风速启动 (风速3米/秒启动)、满发风速要求低 (风速9米/秒-10米/秒满发)、效率高 (高于同行10%-20%) 的优势, 已经与华锐、金风等国内风电整机龙头签订了大约15亿元左右的供货协议, 截至目前的合同额为6-7亿元, 2009年的市场占有率预计在10%-15%之间。

图4: 各地方政府风电发展规划统计 (MW)

图5: 中国风电新增装机量和累计装机量及预测 (MW)



数据来源: 中国风能协会 广发证券发展研究中心

公司目前的叶片产能在300套左右, 随着2009年二季度八达岭项目年产500套风机叶片的投产, 2009年公司的销量有望达到500-600套, 2010年公司新建500套酒泉叶片基地也将建成投产, 届时将形成年产1300套风机叶片的产能。

按照公司的介绍, 目前国内叶片制造商约有150套叶片模具, 按照每套模具每年生产100片叶片计算, 目前的产能可供应5000台整机装机, 按

照国家发改委的规划未来十年每年平均装机大约为10000MW左右，对应于1.5MW的风机为6666台，考虑到目前风机叶片厂商的在建产能依然巨大，而整机厂商的投标价格继续下挫，产能即将过剩和整机厂商压迫叶片厂商降价的双重压力将引发叶片行业的价格战，叶片行业的洗牌在所难免。我们认为短期内公司可能面临较大的订单压力和被迫降价的风险，其150万元/套的价格将逐步接近行业平均水平120万元/套，长期来看随着国家关于风电技术相关标准的制定和规范风电行业产业政策的出台，加上公司拥有核心技术和人才优势，有望在这轮洗牌中胜出。

表1: 截止2007年底主要叶片供应商情况

序号	名称	公司性质	地理位置	产品型号	年产量
具有批量生产能力的企业 (14 家)					
1	中航(保定)惠腾风电设备有限公司	中外合资	河北保定; 承德; 甘肃酒泉(筹建中)	600kW、750kW、800kW、850kW、1MW、1.2MW、1.25MW、1.3MW、1.5MW、2MW	保定厂: 600kW 机组 400 套; 750kW 机组 1000 套; 兆瓦级机组 200~500 套; 承德厂: 750kW 机组 800 套。
2	连云港中复连众复合材料集团有限公司	国有企业	江苏连云港	1.25MW、1.5MW、3MW(试制中)	800 套
3	上海玻璃钢研究院	国有企业	上海	1.5MW	250 套
4	艾尔姆玻璃纤维制品(天津)有限公司	外商独资	天津	1MW、1.3MW、1.5MW、1.65MW、2MW	240 套
5	艾尔姆玻璃纤维制品(新疆)有限公司	外商独资	新疆乌鲁木齐	1.5MW	500 套
6	中材科技风电叶片股份有限公司	国有企业	北京	1.5MW	200 套
7	中能风电设备有限公司	民营企业	河北保定	750kW、800kW、850kW、1MW、1.5MW	750kW 机组 2000 套、1.5MW 机组 1000 套
8	歌美飒风电(天津)有限公司	外商独资	天津	850kW	700~800 套
9	苏司兰能源(天津)有限公司	外商独资	天津	1.25MW、1.5MW	600 套
10	维斯塔斯风力发电设备(中国)有限公司	外商独资	天津	2MW	400 套
11	德国恩德(东营)风力发电有限公司	外商独资	山东东营	1.5MW	800 片
正在进行试制、研发的企业 (20 家)					
12	广东明阳风电叶片有限公司	民营企业	广东中山	1.5MW	200 套
13	江苏新誉风力发电设备有限公司	民营企业	江苏常州	1.5MW	200 套
14	上海乘风新能源设备有限公司	民营企业	上海、无锡	1MW、1.25MW、1.5MW	100 套, 2009 年将达到 300 套
15	华翼风电叶片研究开发有限公司	国有企业	河北保定、宁夏白银	1.5MW	——
16	南通腾泰电工器材有限公司	民营企业	江苏南通	2MW	2000 片(规划)
17	无锡瑞尔竹风科技有限公司	中外合资	江苏无锡	1.5MW	——
18	河南名都风电有限公司	民营企业	河南焦作、重庆	1.5MW	300 套(规划)
19	天津东汽风电叶片工程股份有限公司	国有企业	天津	1.5MW	600 套(规划)
20	天津明阳风能叶片技术有限公司	民营企业	天津	1.5MW	——
21	内蒙古明阳风能叶片技术有限公司	民营企业	内蒙古呼和浩特	1.5MW	500 套(规划)
22	南京江标集团有限责任公司	民营企业	江苏南京	1.25MW	——
23	航天科工集团六院 41 所	国有企业	内蒙古呼和浩特	1.5MW	——
24	株洲电力机车广缘科技有限责任公司	国有企业	湖南株洲	1.65MW	——
25	天津鑫茂鑫风能源科技有限公司	上市公司	天津	750kW、1.5MW	——
26	上海尔华杰机电装备制造有限公司	国有企业	上海	1.5MW	——
27	江苏复天诺德文德风电设备有限公司	中外合资	江苏大丰	850kW、1.6MW	——
28	江西格林艾文新能源有限公司	民营企业	江西鄱阳	1.5MW	——
29	泰顺聚能复合件(太仓)有限公司	民营企业	江苏太仓	1.5MW	——
30	哈尔滨庆缘电工材料股份有限公司	国有企业	黑龙江哈尔滨	1.2MW	——
31	哈尔滨联创股份有限公司	上市公司	黑龙江哈尔滨	1.5MW、2MW	——
32	广西银河艾万迪斯风力发电有限公司	民营企业	广西北海	2.5MW	100 套(规划)
33	国电联合动力技术(保定)有限公司	国有企业	河北保定	1.5MW	——
34	南通德炼风电设备有限公司	民营企业	江苏如东	2MW	50 套, 5 年后 250 套(规划)

数据来源: 广发证券发展研究中心

2、天然气复合气瓶

公司生产的天然气复合气瓶主要用于卡车、公共汽车和出租车，目前成本已经与传统的钢瓶接近，而相比于钢瓶主要具有安全性高的优点。2008年天然气复合气瓶的产能为5万只，实现销售4万只，其中出口占到销售的60%左右，出口国家主要为中东和东南亚。2009年公司的产能将达到15万只，由于石油价格的下滑国内的天然气复合气瓶销售放缓，同时与伊朗签订的1048万欧元供货合同2008年底履行314万欧元，受国际金融危机和美伊关系恶化剩余合同的履行存在很大变数，综合来看2009年的天然气复合气瓶业务不容乐观。

3、高温覆膜滤料

公司的高温覆膜滤料主要用于水泥、冶金、电力、化工等行业的高温烟气除尘与回收，而公司的高温覆膜滤料应用于袋除尘领域。目前我国工业除尘行业中，电除尘占到了大约80%的比例。相比于电除尘，袋除尘主要的优势在于减排效率高、排放浓度低，非常符合当前节能减排的大趋势，在能耗上，袋除尘与电除尘基本相当，目前袋除尘器最大的缺点在于需要换袋，而加装高温覆膜滤料的布袋造价很高，一旦滤料的寿命达不到预期值，将增加较大的成本。从行业的发展趋势上讲，我们认为袋除尘由于基数较小、减排效率高、近年来成本下降较快，将逐渐成为工业除尘行业中的主流，市场份额将逐步提升。

2008年6月，公司的高温覆膜滤料生产线建成试生产，其产能为200万平方米，2008年大概销量为80万平方米，实现收入8000万元。据我们了解，由于国家没有工业除尘方面更严厉的标准的出台，加上水泥等行业经营困难，自身改造除尘设备的意愿较低，因此公司的高温覆膜滤料业务在2009年遇到了极大的经营压力，一季度也出现了亏损的情况。

4、玻璃微纤维纸

公司的玻璃微纤维纸主要分为AGM隔板纸和玻纤滤纸两块业务，其中AGM隔板纸主要用于铅酸电池的隔板，其竞争对手主要有天津日硝和南京贝达，公司目前AGM隔板纸的产能为6000-7000吨；玻纤滤纸为制造过滤器的核心材料，广泛应用于微电子生产、医药卫生等领域，主要竞争对手为欧美滤纸公司以及国内的重庆造纸研究所和重庆长江特种纸厂，公司目前玻纤滤纸的产能为3000吨左右。

盈利预测与投资评级

盈利预测假设

1. 风电叶片业务按照 09 年、10 年、11 年销售 550 套、1000 套、1300 套，均价 150 万元/套、140 万元/套、130 万元/套进行计算；覆膜滤料业务按照 09 年、10 年、11 年销售 100 万平米、200 万平米和 250 万平米计算；复合天然气瓶业务按照 09 年、10 年、11 年销售 3 万个、5 万个和 6 万个进行计算

2. 公司销售费用率近年来保持稳定，大概维持在 3.09%的水平；公

司管理费用率较高，主要是科研投入较大和人员薪酬较高，未来继续上升的空间不大；公司资本性支出的继续增大，资产负债率将继续上升，如果没有实施股权融资，财务费用将呈现明显的上升趋势

3. 公司被授予高新技术企业称号，按 15%税率征收所得税

4. 从 2009 年一季报来看，由于公司只拥有中材叶片 54.12%的股权，导致合并报表中少数股东权益超过净利润 3.4 倍，说明公司除风电以外的其他业务（如：高温覆膜滤料、天然气复合气瓶）出现了亏损现象，我们认为 2009 年相关业务出现改善的可能性不大，因此 2009 年主要依靠风电贡献盈利，2010 年开始随着宏观经济的好转其他业务经营情况好转

表 2: 盈利预测（万元）

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	64985.51	88685.75	107689.87	172303.79	241225.31	313592.90
减：营业成本	48969.89	66477.74	76739.01	122938.76	173441.00	230020.39
营业税金及附加	580.08	676.77	823.91	1326.74	1857.43	2414.67
销售费用	2208.56	2677.61	3325.03	5324.19	7453.86	9690.02
管理费用	7041.67	12537.26	15099.21	24122.53	33771.54	43903.01
财务费用	526.54	1366.00	2989.18	4910.66	6874.92	8937.40
资产减值损失	534.24	785.43	946.61	1516.27	2122.78	2759.62
加：投资收益（损失用“-”）	223.82	292.84	207.78	256.45	278.90	298.75
二、营业利润	5348.35	4457.78	7974.70	12421.10	15982.67	16166.55
加：营业外收入	1003.50	4642.56	5795.87	4500.00	4500.00	4500.00
减：营业外支出	37.68	87.29	190.25	200.00	250.00	300.00
三、利润总额	6314.17	9013.05	13580.32	16721.10	20232.67	20366.55
减：所得税费用	78.50	777.37	1406.66	2508.16	3034.90	3054.98
四、净利润	6235.67	8235.68	12173.66	14212.93	17197.77	17311.57
减：少数股东损益	519.03	728.96	2764.64	7106.47	6019.22	3931.46
归属于母公司股东的净利润	5716.64	7506.72	9409.02	7106.47	11178.55	13380.11
全面摊薄每股收益（元）	0.48	0.50	0.63	0.47	0.75	0.89

数据来源：广发证券发展研究中心

根据我们的预测，公司 09、10、11 年的 EPS 为 0.47、0.75 和 0.89 元，通过与国内相关上市公司进行比较，其 PE、PB 水平均较高，考虑到公司为国内复合材料领域的绝对龙头，同时也是国内风电叶片领域的领导者，尽管 2009 年业绩可能有所下滑，但是一旦宏观经济有所好转，公司的盈利将可能出现大幅提升，我们给予公司 09 年 50 倍的市盈率水平，对应的股价为 23.69 元，投资评级为“持有”。

表 3: 可比公司对比

现价	代码	简称	EPS		PE		PB
			2009E	2010E	2009E	2010E	
15.4	600176	中国玻纤	0.797	1.0148	19.3225	15.1754	4.32
10.75	002201	九鼎新材	0.24	0.5302	44.7917	20.2754	3.2
28.84	002080	中材科技	0.4738	0.7452	60.8741	38.6991	6.19

数据来源：wind 资讯 广发证券发展研究中心

风险提示

1. 宏观经济继续低迷

公司除风电外的其他产品跟宏观经济的运行情况有较大的关联性。具体而言，高温覆膜滤料业务的业绩将受制于水泥等行业经营与投资情况；天然气复合气瓶业务取决于天然气车辆的更换和油价的走势。如果宏观经济持续低迷，公司除风电以外的其他业务有可能继续保持亏损，对全年业绩造成较大影响。

2. 大量的资本支出和借贷可能加重公司的债务负担和财务压力

公司从2007年开始保持了较大的资本性支出，其主要投向为风电叶片、天然气复合气瓶、高温覆膜滤料等。未来几年公司的资本性支出将集中在上述产品的续建工程和后期配套，目前公司的资产负债率已明显上升，未来几年将面临较大的债务负担和财务压力。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

中材科技(002080)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。