

中材科技（002080）：受益风电新能源+节能减排

增持（维持）

建材行业

当前股价：28.61 元

报告日期：2009 年 6 月 17 日

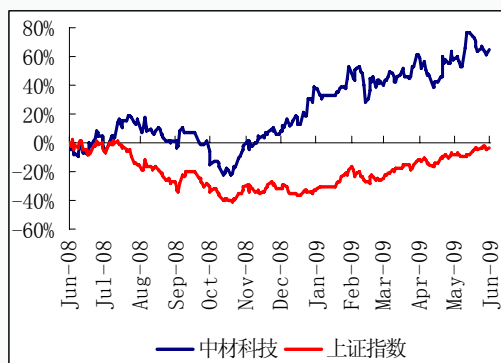
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	887	1077	1537	2414
(+/-)	42.3%	21.4%	42.7%	57.0%
营业利润	45	80	108	167
(+/-)	-16.7%	78.9%	35.2%	55.4%
归属于母公司 的净利润	75	94	129	170
(+/-)	31.3%	25.3%	37.2%	32.1%
摊薄每股收益（元）	0.50	0.63	0.86	1.14
市盈率（倍）	57	46	33	25

公司基本情况（2005 年 6 月 16 日止）

总股本/已流通股（万股）	40,000/10,000
流通市值（亿元）	28.61
每股净资产（元）	4.70
资产负债率（%）	56.18

股价表现（最近一年）



联系人：天相建筑建材组

010-66045546 liujm@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 玻璃钢风电叶片产能持续扩张，适逢其时，受益风电新能源行业成长；
- 压缩天然气瓶和玻纤覆膜滤料受益节能减排，前景看好；

投资要点：

- 公司是我国特种纤维复合材料领域技术发源地和军工基地，技术实力雄厚，目前已形成玻璃钢风电叶片、玻纤覆膜滤料和压缩天然气瓶（CNGC）三大主营业务板块。
- 风电叶片-新能源受益者。风电叶片是风电整机的核心零部件之一。全球风电行业已驶入快速增长轨道，但是，中国风电叶片配套能力仍显不足。2008年全国风电叶片产能总计约为940万千瓦，而当年风电装机量为1221万千瓦，风电叶片的缺口为23%。公司现有产能300万套，2009年和2010年各有500套产能投产，产能扩张适逢其时，受益风电新能源行业成长。
- 压缩天然气瓶（CNGC）-发展前景看好。压缩天然气瓶，是天然气汽车动力燃料的存储装置，天然气汽车是一种理想的低污染车，尤其适合于城市公共交通和出租汽车使用。公司现有压缩天然气瓶产能15万只，公司拟对现有生产线进行改扩建，新增产能13万只。项目预计于2009年6月开工建设，建设期18个月，2011年有望投产，将总产能规模提升至28万只，发展前景看好。
- 玻纤覆膜滤料-除尘减排环保价值高。覆膜滤料主要被制成袋式除尘器用做工业除尘，广泛用于火电、冶金、化工、水泥等高烟气粉尘排放行业。袋式除尘器的除尘效率比电除尘器高，随着国家环保标准的提高，袋式除尘器的使用范围和市场份额将不断拓展。
- 维持“增持”评级。预计公司2009和2010年EPS分别为0.86元和1.14元，以昨日收盘价28.61元计算，对应动态市盈率为34倍和26倍，在可比公司中具备估值优势，且EPS三年复合增长率同样领先，考虑到公司在风电新能源发展和节能环保领域将持续受益，维持“增持”评级。

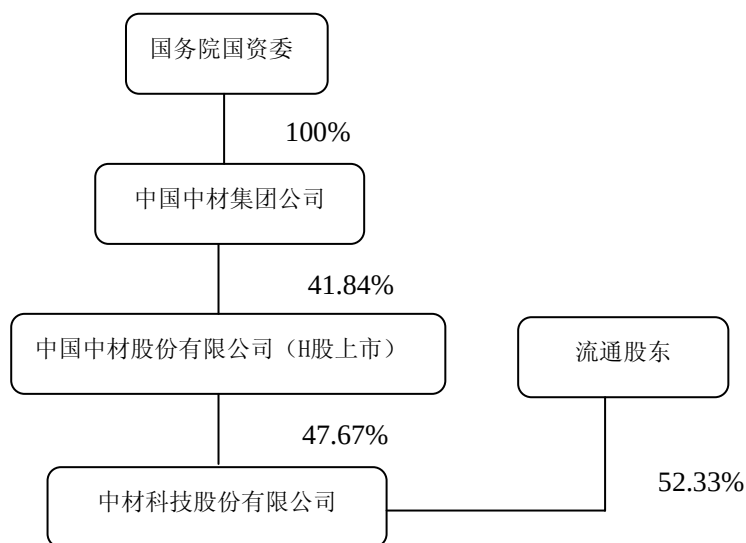
1. 特种纤维复合材料领跑者

公司承继了特种纤维复合材料行业的三家国家级科研院所—北玻院、南玻院、苏非院雄厚的技术实力和产业优势改制后于 2006 年登陆 A 股上市。公司是我国特种纤维复合材料领域技术发源地和军工基地，技术实力雄厚，军品民用产业化硕果累累，目前已形成玻璃钢风电叶片、玻纤覆膜滤料和压缩天然气瓶（CNGC）三大主营业务板块。玻璃微纤维纸也已经实现产业化，复合材料汽车部件等拥有自主知识产权的新产品也将逐步产业化。

公司实际控制人中材集团是国资委直接管理的中央企业，和中国建材集团同为建材行业两大央企。中材集团在非金属材料行业里拥有系列核心技术和完整创新体系，是集科研、设计、制造、工程建设、国际贸易于一体的科技型、产业型、国际型企业集团，现有直属单位及控股公司 69 家，包括 1 家 H 股上市公司和 5 家 A 股上市公司。

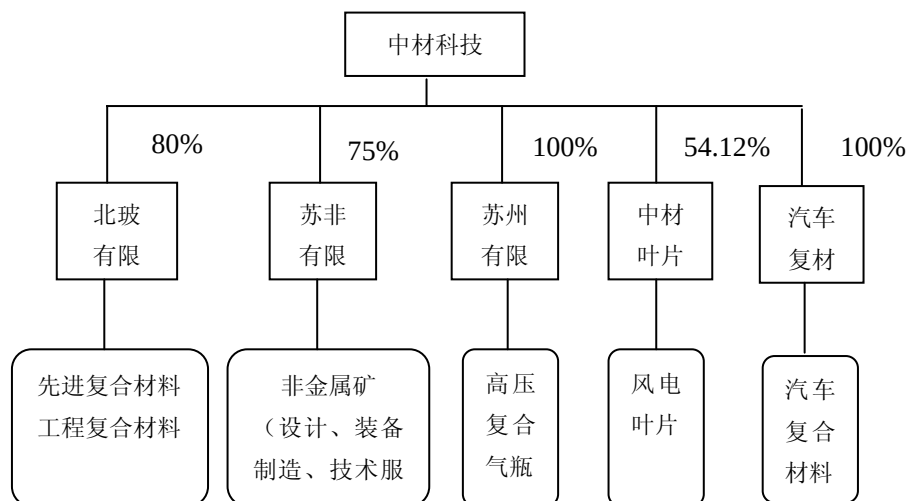
公司控股股东中材股份是 H 股上市公司，主营无机非金属材料、无机非金属材料制品的研发、产销；工程总承包；工程咨询、设计；建筑工程和矿山机械的租赁及配件的销售。

图表 1：中材科技股权结构图



数据来源：公司资料、天相投资顾问有限公司

图表 2：中材科技主要控股子公司及业务



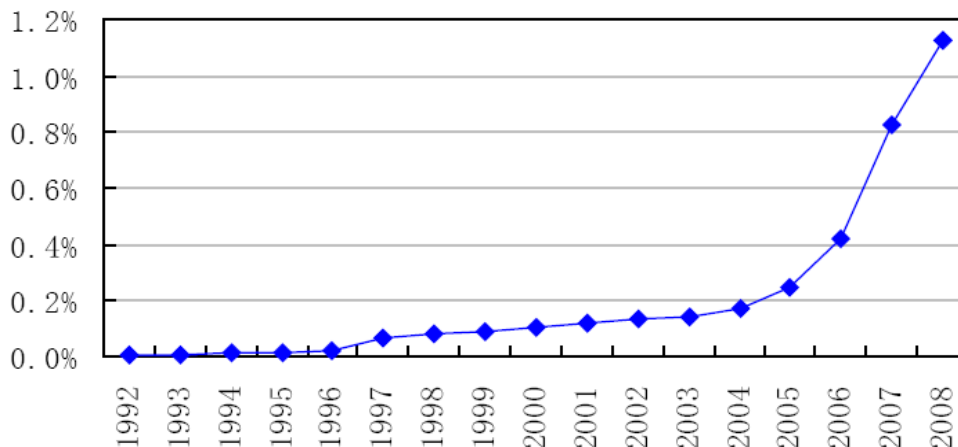
数据来源：公司资料、天相投资顾问有限公司

2. 风电叶片—新能源受益者

2.1 风电行业迅猛发展

伴随经济的发展，能源消费不断增长，但传统化石能源不可再生，新能源开发和能源结构调整迫在眉睫。在各种新能源中，风电成本优势明显，产业链完整，发展十分迅速。2001 年可再生能源法颁布，此后国家出台多部配套法律法规和鼓励政策，我国累计风电装机占全国发电装机比重迅速提升，从 2005 年的 0.24% 跃升到 2008 年的 1.13%。

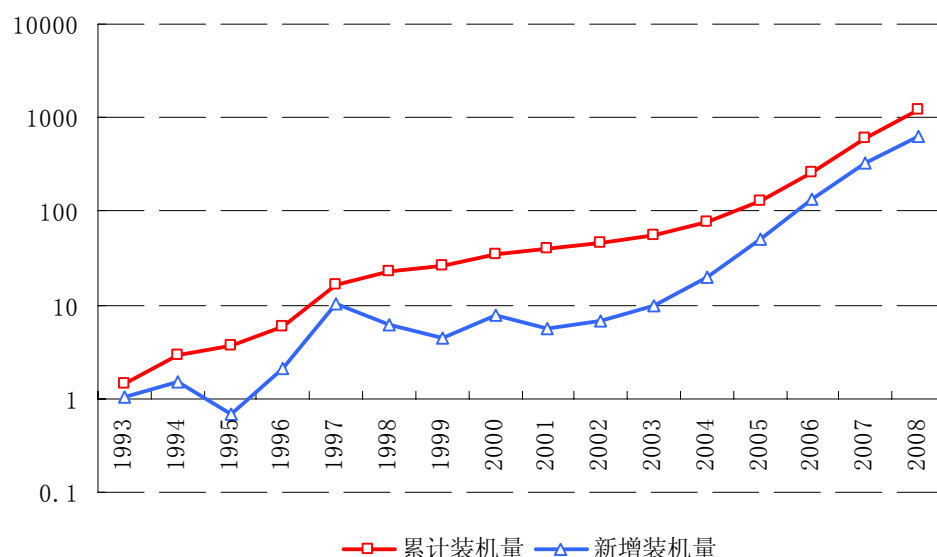
图表 3：我国累计风电装机占全国发电装机比重



数据来源：国家信息中心、天相投资顾问有限公司

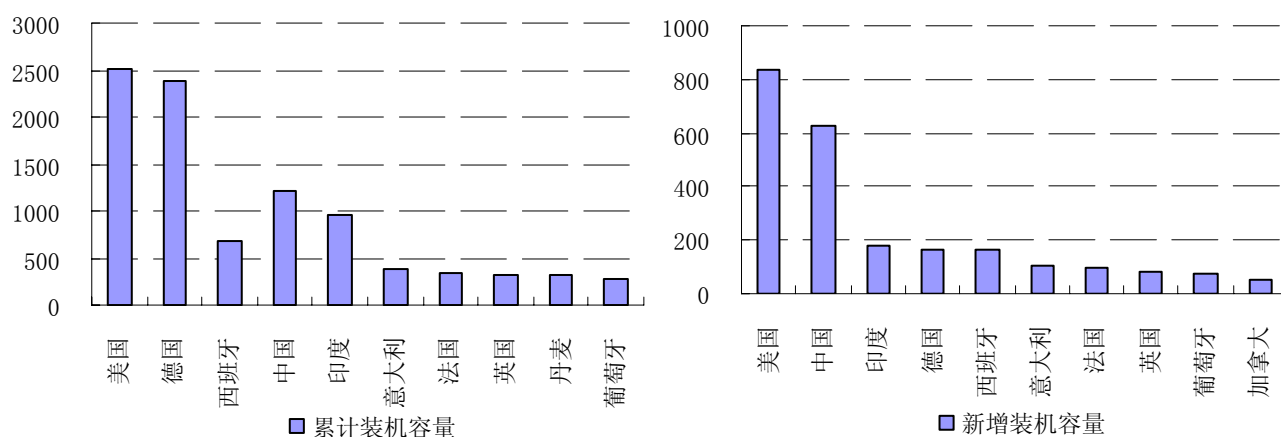
2008 年，中国新增风电装机容量约 630.4 万 kW，同比增长 90.63%；累计装机容量达 1221.0 万 kW。2008 年我国风电新增装机容量占全球 23.3%，位居全球第二位；累计装机容量占全球 10.1%，位居全球第四位。

图表 4：中国历年风机装机容量变化（对数轴）（单位：万千瓦）



数据来源：《中国风电发展报告 2008》、天相投资顾问有限公司

图表 5：全球装机容量前十位国家（单位：万千瓦）



数据来源：国家信息中心、天相投资顾问有限公司

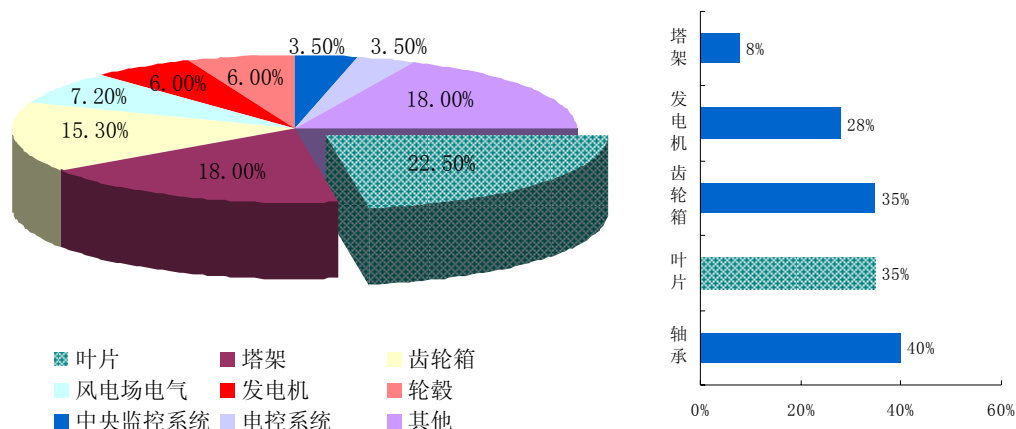
2.2 风电整机行业高增长推动风电叶片行业兴起

风电叶片是风电整机的核心零部件之一。全球风电行业已驶入快速增长轨道，从风电行业发展的驱动力及环境政策来看，我们认为全球已步入风电投资繁荣时代。但

是，中国风电机组零部件配套能力仍显不足，比较突出的是叶片、齿轮箱。关键零部件的技术壁垒及建设达产周期导致其供应跟不上整机厂商快速扩充步伐，国内零部件供应紧缺已成为制约产业发展瓶颈之一。2008 年全国风电叶片产能总计约为 7600 副（一副三片）940 万千瓦，而当年风电装机量为 1221 万千瓦，风电叶片的缺口为 23%。

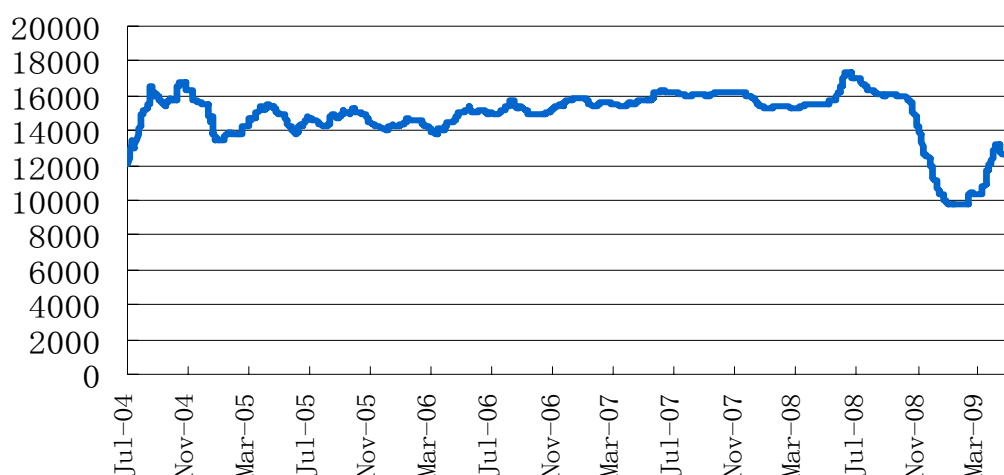
风电叶片技术含量相对高，毛利率达 35%。目前叶片的成本有所下降，预计今年环氧树脂和玻璃纤维价格同比下降，有望平衡上游风电设备厂家的降价压力，风电叶片毛利率将保持稳定。

图表 6：风电设备零部件的主要成本结构及零部件的毛利率



数据来源：天相投资顾问有限公司

图表 7：风电叶片用环氧树脂价格走势（元/吨）



资料来源：中国化工网、天相投资顾问有限公司



2.3 叶片产能扩张，适逢其时

公司主要生产 40.2 米长 1.5MW 级风机叶片，尺寸大，适合中国风场。公司风电叶片北京基地目前产能 300 套，基本满负荷生产，北京基地新建的 500 套产能预计在下半年能够投产；酒泉基地 500 套叶片项目已经开工，预计 2010 年初能够试生产，届时总产能实现 1300 万套。

3. 压缩天然气瓶（CNGC）—发展前景看好

压缩天然气瓶，是天然气汽车（泛指以天然气为动力燃料的汽车，简称 NGV）动力燃料的存储装置，是 NGV 发动机的“心脏”。天然气汽车是一种理想的低污染车，与汽油汽车相比，它的尾气排放中 CO 下降约 90%，HC 下降约 50%，NO_x 下降约 30%，SO₂ 下降约 70%，CO₂ 下降约 23%，微粒排放可降低约 40%，铅化物可降低 100%。同时，天然气汽车的使用成本较低，比燃油汽车节约燃料费约 50%。此外，与电动汽车相比，天然气汽车的续驶里程长。有关专家认为天然气汽车是目前最具有推广价值的低污染汽车，尤其适合于城市公共交通和出租汽车使用。目前，它已在世界上得到广泛应用。

随着国内其他城市供气系统和全国范围内的加气站网络建设的完善，天然气汽车必将得到大力推广，天然气汽车行业的市场空间极为广阔。“十一五”期间，全国很多省市都制定了发展天然气汽车的相关计划，并配套出台了相应的优惠政策。据预计中国天然气汽车新增量将达到 10 万-20 万辆/年。而据国际天然气汽车协会估算，到 2020 年，天然气汽车的年增长率会保持在相对保守的 18% 左右，届时天然气汽车的保有量将达到 6500 万辆，约为世界汽车保有量的近 9%。从 2009 年至 2020 年的 12 年间，全球平均每年需各类车用气瓶 1900 万只。

公司现有压缩天然气瓶产能 15 万只，公司拟对现有生产线进行改扩建，新增产能 13 万只。项目预计于 2009 年 6 月开工建设，建设期 18 个月，2011 年有望投产，将总产能规模提升至 28 万只，发展前景看好。

4. 玻纤覆膜滤料—除尘减排环保价值高

玻纤覆膜滤料是玻璃纤维覆膜过滤材料的简称，是在玻纤基材表面覆合聚四氟乙烯微孔薄膜形成的过滤材料。该滤料集中了玻璃纤维的高强低伸，耐高温、耐腐蚀等优点和聚四氟乙烯多微孔薄膜的表面光滑，憎水透气，化学稳定性好等优良特性，几乎能截留含尘气流中的全部粉尘，而且能在不增加运行阻力的情况下保证气流的最大通量，是理想的烟气过滤材料。

烟尘是造成大气污染的主要因素之一，减少大气污染的根本措施就是减少有害物质向大气的排放。目前国内处理烟尘等粒状污染物的设备主要为袋式除尘器和电除尘器。袋式除尘器的除尘效率比电除尘器高，并且对人体有严重影响的重金属粒子及亚微米级尘粒的捕集更为有效。除尘袋属于耗材，平均每三年需要更换一次。随着国家环保标准的提高，袋式除尘器的使用范围 and 市场份额将不断拓展。

覆膜滤料主要被制成袋式除尘器用做工业除尘，广泛用于火电、冶金、化工、水泥等高烟气粉尘排放行业。公司现有年产 200 万平米的玻纤覆膜滤料产能，未来尚有



200 万平米的新建产能规划。随着质量的验证和产能的扩张，该产品有望借力其兄弟公司中材国际进入国际水泥工程市场。

5. 盈利预测及投资建议

预计公司 2009 和 2010 年 EPS 分别为 0.86 元和 1.14 元，以昨日收盘价 29.49 元计算，对应动态市盈率为 34 倍和 26 倍。我们选取了生产玻璃纤维的中国玻纤和九鼎新材做为同类可对比公司，公司 2009 年 PE 水平 34.3 低于平均值 37.9，具备估值优势。如果只选取同为中小板的九鼎新材做为对比公司，估值优势更为明显。中国玻纤、九鼎新材和中材科技 2008-2010 年 EPS 三年复合增长率分别为 26.4%，26.5%，34.5%。考虑到公司在风电新能源发展和节能环保领域将持续受益，维持“增持”评级。

图表 8：盈利预测表（单位：万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	88,686	107,690	153,692	241,359
增长率	42.33%	21.43%	42.72%	57.04%
减：营业成本	66,478	76,739	111,561	175,620
毛利	22,208	30,951	42,131	65,739
增长率	40.18%	39.37%	36.12%	56.03%
综合毛利率	25.04%	28.74%	27.41%	27.24%
营业税金及附加	677	824	1,230	1,931
销售费用	2,678	3,325	4,611	7,241
管理费用	12,537	15,099	22,285	34,997
财务费用	1,366	2,989	3,228	4,827
期间费用率	18.70%	19.88%	19.60%	19.50%
投资收益	293	208	0	0
资产减值损失	785	0	0	0
二、营业利润	4,458	7,975	10,778	16,743
增长率	-16.65%	78.89%	35.15%	55.35%
加：营业外收入	4,643	5,796	7,660	8,426
减：营业外支出	87	190	1	1
三、利润总额	9,013	13,580	18,437	25,169
增长率	42.74%	50.67%	35.76%	36.51%
减：所得税费用	777	1,407	2,766	3,775
四、净利润	8,236	12,174	15,671	21,393
归属于母公司所有者的净利润	7,507	9,409	12,905	17,049
增长率	31.31%	25.34%	37.16%	32.11%
摊薄每股收益	0.50	0.63	0.86	1.14

数据来源：公司年报、天相投资顾问有限公司

图表 9：同类上市公司主要估值指标比较

股票代码	公司简称	股价	EPS(元)			PE		
			2008	2009	2010	2008	2009	2010



600176	中国玻纤	15.04	0.57	0.62	0.91	26.4	24.3	16.5
2201	九鼎新材	10.96	0.20	0.20	0.32	54.8	54.8	34.3
2080	中材科技	28.61	0.63	0.86	1.14	45.4	33.3	25.1
平均						42.2	37.4	25.3

数据来源：天相投资顾问有限公司

6. 风险揭示

1. 风电叶片和玻纤覆膜滤料扩产进度不达预期；
2. 供货合同金额缩减风险。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100