



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态

2009 年 9 月 16 日

小盘股

研究部

曾令波

分析员

zenglb@cicc.com.cn

朱亚锋

分析员

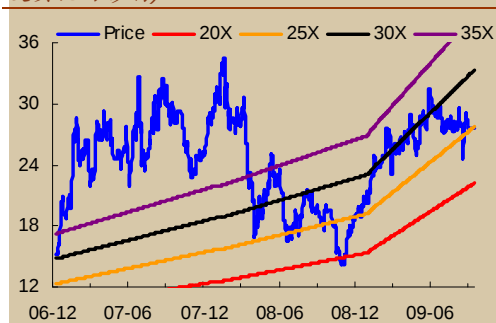
zhuyf@cicc.com.cn

推荐

中材科技(002080.CH)

增发将增厚业绩 20%，叶片产业发展提速在即

图表 1: 历史股价表现和市盈率区间(未考虑增发实施的影响)



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 2: 定向增发增厚效应分析

假设增发年内完成	2009E	2010E	2011E
增发前			
净利润(百万元)	116	188	278
-来自叶片公司 54% 股权贡献	84	149	208
-来自其他业务贡献	32	39	70
每股收益(元)	0.77	1.25	1.86
每股每股净资产(元)	5.15	6.00	7.46
市盈率	35.7	22.1	14.9
市净率	5.4	4.6	3.7
定向增发实施后			
净利润增加额(百万元)	-	117	166
-来自中材叶片 35% 股权增厚	-	97	136
-来自财务费用节约	-	20	30
净利润(百万元)	116	305	445
每股收益(元)	0.58	1.52	2.22
增厚幅度	-25%	22%	20%
每股每股净资产(元)	9.25	10.47	12.25
增厚幅度	80%	75%	64%
市盈率	47.6	18.1	12.4
市净率	3.0	2.6	2.3

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

公司动态:

中材科技公告: 拟定向增发 5000 万股, 增发价 25.08 元/股, 其中, 大股东中材股份(1893.HK)以现金 9.32 亿元认购 3714 万股, 中国水利投资及北京华明以中材叶片合计 35.29% 的股权作价 3.22 亿元认购 1286 万股, 增发股份锁定期均为 3 年。公司募资的现金对价将主要用于八达岭、酒泉叶片基地的建设。本次增发的实施仍需取得股东大会、国资委、证监会等监管机构的相关批准审核。

评论:

增发方案具战略意义, 公司叶片产业发展提速在即。从财务负担看, 公司 1H09 资产负债率达 57%, 且八达岭、酒泉叶片基地等项目均处于建设期, 财务负担较大, 从股权结构看, 中材叶片已成为公司主要盈利贡献点, 但 54% 的持股比例偏低, 少数股东进一步追加资金投入扩产的动力也相对不足, 均制约了公司叶片业务发展潜能的实现。公司本次增发将具战略意义, 公司叶片产业发展提速在即: 1, 大股东以相当于 16.4 倍 2010 年市盈率(5.4 倍 08 年市净率)现金增资以获得公司绝对控股权, 体现了对公司叶片业务发展的支持和发展前景的认可; 中水投和北京华明以相当于 5.9 倍市盈率注入中材叶片 35.29% 股权(基于我们对中材叶片 09 年净利润的预测)以获得未来退出渠道(锁定 3 年)除有利于增厚公司业绩外, 也体现了其对中材叶片股权层面整合完成后公司业绩长期增长的信心; 2, 增发实施后, 公司面临的财务压力将全面缓解, 对中材叶片持股比例也将升至 89.41%, 短期扩产加速在即, 从资金支持、决策效率等方面也利好于公司叶片产业的长远发展和战略部署; 3, 本次增发实施后, 公司业务重心及管理资源等都将进一步向叶片产业倾斜, CNGC 及覆膜滤料等业务中短期内仍将有盈利贡献, 但占比将持续下降。

增发方案将增厚 2010 年、2011 年业绩 20% 左右。基于我们对中材叶片盈利的预测和大股东现金注入对财务费用的节约, 我们初步判断本次定向增发实施(假设年内完成)将带来 2010 年、2011 年 EPS 分别 22% 和 20% 的增厚, 和 BPS 分别 75%、64% 的增厚。

投资建议:

我们暂不调整盈利预测。考虑增发对盈利的增厚效应后, 公司目前股价下对应 09~11 年市盈率分别为 47.6x、18.1x 和 12.4x。考虑到叶片业务已成为公司主要盈利贡献点, 且未来两年扩产明确, 仍将充分分享行业高景气度, 维持推荐评级。

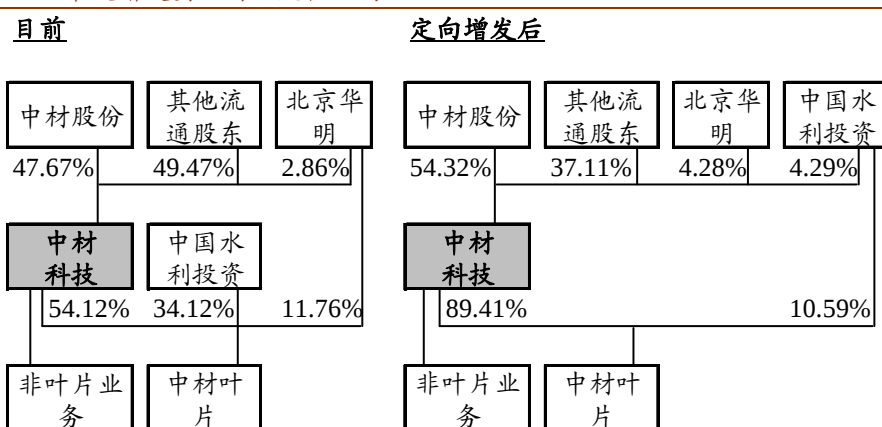
主要风险因素:

1, 增发方案无法顺利实施; 2, 叶片扩产进度慢于预期; 3, 大盘下跌导致市场估值水平下降。

图表 3：增发方案简介

增发股数	5000 万股			
增发价格	25.08 元/股			
较前收盘价折扣	10%	现金对价投向:		
合计对价	12.54 亿元	{	八达岭叶片基地(500套)	2.33 亿元
其中:			酒泉叶片基地(500套)	3.30 亿元
现金对价-中材股份	9.32 亿元		CNGC技改项目(13万支)	1.67 亿元
中材叶片35.29%股权对价	3.22 亿元		超高压复合气瓶研发基地	1.17 亿元
-中水投23.53%中材叶片股权	2.15 亿元		流动资金	0.85 亿元
-北京华明11.76%中材叶片股权	1.07 亿元			

资料来源：公司资料，中金公司

图表 4：现有股权结构 vs. 本次增发实施前后股权结构


资料来源：公司资料，中金公司

图表 5：注入资产定价水平

	2008A	2009E	2010E	2011E	1H09A
中材叶片35.3%股权对价(百万元)		322			
对应市盈率	25.8	5.9	3.3	2.4	8.7
现金对价(中材股份)(百万元)		932			
对应市盈率(增发实施后)	40.0	43.3	16.4	11.3	n.m.
对应市净率	5.4	4.9	4.2	3.4	5.2

资料来源：公司资料，中金公司

图表 6：现金募投项目经济效益预计(公司数据)

百万元	八达岭项目	酒泉项目	CNGC技改项目(28万支)	超高压复合气瓶研发基地
年收入	742.50	687.35	660.35	161.54
利润总额	94.67	75.32	95.67	24.53

资料来源：公司资料

图表 7: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要(未考虑增发实施的影响)

中材科技 损益表 (人民币百万)							历史股价表现						
002080	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	(%)	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
销售收入	551	623	887	1,077	1,629	2,383	行业板块	资本品		二级行业		建筑产品	
销售成本	-405	-465	-665	-767	-1,170	-1,735	第一大股东	中材股份公司		持股比率		48%	
营业费用	-16	-22	-27	-33	-50	-74	总市值(百万元)	3,927		流通市值(百万元)		2,055	
管理费用	-82	-76	-125	-151	-187	-238	发行股数(百万股)	150		股票现价 (元)		26.18	
EBIT	47	57	63	117	207	315	成长性分析						
EBITDA	65	76	94	170	252	384	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	
财务费用	-4	-5	-14	-30	-41	-46	销售收入	29%	13%	42%	21%	51%	46%
投资收益	3	2	3	2	2	2	销售毛利	25%	9%	41%	40%	48%	41%
其他损益项	0	0	0	0	0	0	EBITDA	23%	17%	24%	80%	48%	52%
所得税	-1	-1	-8	-14	-25	-40	EBIT	23%	21%	12%	85%	77%	52%
少数股东损益	-4	-5	-7	-28	-71	-92	净利润	56%	20%	32%	25%	23%	62%
归属于股东的净利润	47	57	75	94	116	188	盈利能力分析						
							2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	
现金	94	358	311	212	295	304	毛利率	26%	24%	24%	28%	27%	26%
应收帐款	109	122	128	230	256	333	营业费用率	2.8%	3.5%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%
预付帐款	26	30	56	139	160	214	管理费用率	14.9%	12.2%	14.1%	14.0%	11.5%	10.0%
存货	109	122	128	230	256	333	EBITDA利润率	11.8%	12.2%	10.6%	15.8%	15.5%	16.1%
其他流动资产	-0	1	5	-	-	-	EBIT利润率	8.5%	9.1%	7.1%	10.9%	12.7%	13.2%
流动资产	334	643	726	863	1,064	1,205	净利润率	8.6%	9.1%	8.5%	8.7%	7.1%	7.9%
固定资产	221	413	514	718	1,071	1,262	偿债能力分析						
长期投资	23	24	56	22	44	66	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	
其他长期资产	-	-	1	8	8	8	流动比率	1.61	2.72	1.40	1.26	1.13	1.11
长期资产	306	498	660	930	1,325	1,549	速动比率	1.08	2.21	1.15	0.93	0.86	0.81
资产总额	640	1,141	1,386	1,793	2,389	2,754	现金比率	15%	31%	22%	12%	12%	11%
短期借款	55	52	275	360	460	360	资产负债率	59%	44%	50%	51%	57%	55%
各项应付款	58	78	128	224	342	512	债务/权益	153%	83%	106%	130%	177%	168%
应交税费	4	9	12	12	19	28	净债务/权益	53%	-6%	28%	55%	77%	54%
应付职工薪酬	11	8	7	15	23	34	利息覆盖倍数	18	14	7	6	6	8
其他流动负债	91	97	103	87	117	183	杜邦分析						
长期负债	208	236	518	684	938	1,083	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	
长期借款	100	170	80	150	350	350	税后利润/EBIT	101%	101%	119%	80%	56%	60%
其他长期负债	69	101	99	81	81	81	×EBIT利润率	8.5%	9.1%	7.1%	10.9%	12.7%	13.2%
长期负债	169	271	179	231	431	431	= 销售净利润率	8.6%	9.1%	8.5%	8.7%	7.1%	7.9%
负债总额	377	507	697	915	1,369	1,514	×资产周转率	0.86	0.55	0.64	0.60	0.68	0.87
少数股东权益	18	25	32	176	247	339	= 总资产收益率	7.4%	5.0%	5.4%	5.2%	4.9%	6.8%
股本	112	150	150	150	150	150	×总资产/净资产	2.60	1.87	2.11	2.56	3.09	3.06
公积金及未分配利润	134	459	507	552	622	750	=净资产收益率	19.3%	9.3%	11.4%	13.4%	15.0%	20.8%
股东权益	246	609	657	702	772	900	回报率分析						
负债及股东权益	640	1,141	1,386	1,793	2,389	2,754	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	
							投入资本回报率	11.0%	6.3%	8.7%	8.5%	8.0%	11.2%
							平均资本回报率	20.8%	13.3%	11.9%	13.9%	15.7%	22.4%

中材科技 现金流量表 (人民币百万)							每股指标分析						
002080	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	
净利润	47	57	75	94	116	188	摊薄每股收益	0.32	0.38	0.50	0.63	0.77	1.25
折旧/摊销	18	19	31	53	45	68	每股经营性现金	0.35	0.63	0.02	0.47	2.18	3.37
运营资本变化	-48	-2	-111	-125	46	113	每股股息	0.07	0.11	0.20	0.20	0.30	0.40
其他项	35	20	7	48	119	136	每股净资产	1.64	4.06	4.38	4.68	5.15	6.00
经营活动现金流	53	95	3	71	326	505	估值分析						
固定资产投资	-122	-206	-192	-304	-400	-250	2007A	2008A	2009E	2010E			
其他投资活动	1	22	20	-8	-38	-40	市盈率		55.1	44.0	35.7	22.1	
投资活动现金流	-121	-184	-172	-312	-438	-290	市净率		6.3	5.9	5.4	4.6	
股权融资	-	332	-	86	-	-	股价/每股经营性现金流		1636.4	59	12.7	8.2	
借款变动	74	37	153	108	290	-100	红利收益率		0.7%	0.7%	1.1%	1.4%	
其他融资活动	-15	-16	-30	-60	-86	-106	DCF估值(RMB)	29.94					
融资活动现金流	59	353	122	134	204	-206	目标股价(RMB)	30.00		预期收益率	15%		
现金(等价物)变化	-9	264	-47	-108	92	9	目标市盈率			47.8	38.8	24.0	
							目标市净率			6.4	5.8	5.0	

资料来源: 彭博资讯, 公司资料, 中金公司

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。