



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

公司动态

研究报告

2010 年 4 月 20 日

小盘股

研究部

曾令波

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207120069
zenglb@cicc.com.cn

朱亚锋

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208030079
zhuyf@cicc.com.cn

推荐

中材科技(002080.CH)

叶片业务推动 1 季度业绩大增

公司动态:

中材科技公告 1 季度业绩, 收入、净利润分别同比增长 90%、1070%, 实现 EPS 0.24 元。公司 1 季报中预增中期业绩同比增幅为 100%~150%。

评论:

叶片业务推动 1 季度业绩大增。公司 1Q2010 实现收入 4.79 亿元, 同比增 90%, 毛利率、两项费用率分别有 3.1ppt 和 8.7ppt 的改善, 最终, 因 1Q09 较低的业绩基数, 公司 1 季度实现了 1070% 的净利润增幅。公司少数股东损益主要来源于持股 54% 的叶片子公司, 1 季度少数股东损益实现环比上升 1%, 显示 1 季度叶片交付量应在 300 套左右, 与 4Q09 基本持平, 考虑春节因素, 公司叶片产能环比提升势头仍较为明显, 我们目前 2010 年 1100 套叶片交付量也应存在上调空间。

重申公司叶片业务乐观前景。行业层面: 除对 2010 年叶片行业需求保持乐观外, 我们估算叶片前 3 强 09 年市场份额约 40%, 仍低于整机前三强约 65% 的市场份额, 未来集中度仍将快速提升。公司层面: 根据公司竞争对手近日披露的信息, 公司叶片交付量 1H08 仅 1/9 于行业龙头中复连众, 但 2H09 差距已经缩小至 30%, 增长势头及业务竞争优势明确(尤其是 1.5MW 叶片), 09 年约 10% 市场份额也有较大提升空间。

静待定向增发方案顺利推进带来业绩增厚, 提示投资者积极关注。按照公司 1 季报简单匡算, 若公司定增方案年初已经获批(使得公司对叶片股权比例上升至 89%), 则公司 1 季度模拟 EPS 约 0.32 元(已考虑潜在摊薄), 较目前 1 季度 0.24 元 EPS 增厚 30%。公司定向增发方案若如期预期在年中得到批准并实施, 将带来股价催化剂。

盈利预测调整:

维持 2010~11 年 1.5 元和 1.98 元的 EPS 预测, 其中 2010 年 EPS 预测为中材叶片全年均按 89% 股权比例并表的模拟预测, 更具参考意义; 若公司年中完成增发, 则 2010 年非模拟 EPS 预测为 1.25 元。

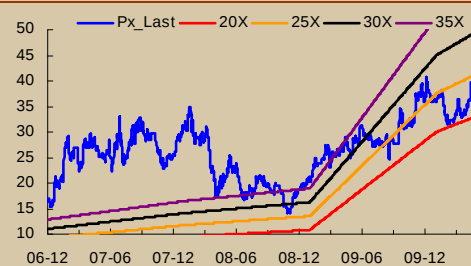
投资建议:

公司 2010、2011 年市盈率分别 25.9x、19.6x, 考虑到公司盈利预测仍存上调空间, 且其它新材料业务使得长期成长趋势乐观, 当前估值水平仍显低估, 维持推荐评级。

风险:

定向增发方案被否; 大盘下跌导致市场估值水平下降。

图表 1: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 2: 历史股价表现和市净率区间



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 3: 公司叶片产销量增长迅速

风电叶片-1.5MW及以上	1H08	2H08	1H09	2H09
产量(套)				
-中材科技	44	129	211	626
-中复连众	357	496	602	834
销量(套)				
-中材科技	36	101	187	494
-中复连众	319	476	548	702
销量比(中复连众/中材科技)	8.9	4.7	2.9	1.4

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 4：分季度数据

(百万元)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	YoY	QoQ
主营业务收入	181.8	307.0	238.7	349.5	251.5	323.1	395.1	643.2	479.0	90.5%	-25.5%
主营业务成本	140.2	215.9	165.9	245.4	176.1	224.2	269.7	440.8	320.5	82.0%	-27.3%
主营业务税金	1.6	2.8	1.6	2.2	1.4	3.0	2.3	3.4	1.9	43.3%	-42.8%
主营业务利润	40.1	88.2	71.2	101.8	74.0	95.8	123.1	199.0	156.5	111.6%	-21.3%
营业费用	7.1	6.8	8.9	10.4	9.7	10.1	11.0	12.9	15.6	61.3%	21.1%
管理费用	25.8	33.4	39.8	51.9	44.2	39.8	48.2	79.6	45.4	2.9%	-42.9%
财务费用	4.4	8.2	7.6	9.7	7.7	7.8	7.0	9.5	10.7	39.2%	13.6%
资产减值损失	2.6	2.4	1.0	3.4	1.6	3.2	2.5	7.6	3.3	110.8%	-56.8%
投资收益	0.2	0.7	0.6	0.6	0.2	0.8	0.7	0.5	0.2	8.4%	-54.3%
营业利润	0.3	38.1	14.4	27.0	11.0	35.6	55.1	89.9	81.6	639.6%	-9.1%
营业外收入	5.5	9.0	21.8	21.7	7.4	11.1	15.2	23.1	11.1	51.2%	-51.9%
营业外支出	0.3	1.0	0.1	0.4	0.1	0.5	1.5	4.1	0.0	-92.2%	-99.8%
利润总额	5.4	46.2	36.0	48.2	18.3	46.3	68.7	108.9	92.8	407.5%	-14.8%
所得税	1.1	6.3	7.6	-0.9	4.5	8.2	11.5	15.0	15.5	242.3%	3.6%
少数股东损益	0.9	7.8	6.3	12.7	10.6	17.1	26.6	40.3	40.5	282.0%	0.6%
净利润	3.5	32.1	22.1	36.4	3.1	20.9	30.6	53.7	36.7	1069.7%	-31.6%
每股收益 (元)	0.02	0.21	0.15	0.24	0.02	0.14	0.20	0.36	0.24	1069.7%	-31.6%
毛利率	22.9%	29.7%	30.5%	29.8%	30.0%	30.6%	31.8%	31.5%	33.1%	3.1%	1.6%
营业费用率	3.9%	2.2%	3.7%	3.0%	3.9%	3.1%	2.8%	2.0%	3.3%	-0.6%	1.3%
管理费用率	14.2%	10.9%	16.7%	14.9%	17.6%	12.3%	12.2%	12.4%	9.5%	-8.1%	-2.9%
营业利润率	0.2%	12.4%	6.0%	7.7%	4.4%	11.0%	13.9%	14.0%	17.0%	12.7%	3.1%
净利润率	1.9%	10.5%	9.3%	10.4%	1.2%	6.5%	7.8%	8.3%	7.7%	6.4%	-0.7%
有效税率	19.8%	13.6%	21.1%	-1.9%	24.8%	17.7%	16.7%	13.8%	16.8%	-8.1%	3.0%

资料来源：公司资料，中金公司

图表 5: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

中材科技 损益表 (人民币百万)						
002080	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
销售收入	623	887	1,077	1,613	2,158	2,811
销售成本	-465	-665	-767	-1,111	-1,479	-1,923
营业费用	-22	-27	-33	-44	-54	-70
管理费用	-76	-125	-151	-212	-259	-329
EBIT	57	63	117	236	347	463
EBITDA	76	94	170	322	477	612
财务费用	-5	-14	-30	-32	-14	-5
投资收益	2	3	2	2	2	2
其他损益项	0	0	0	0	0	0
所得税	-1	-8	-14	-39	-49	-69
少数股东损益	-5	-7	-28	-95	-40	-51
归属于股东的净利润	57	75	94	108	300	396

中材科技 资产负债表 (人民币百万)						
002080	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
现金	358	311	212	323	881	489
应收帐款	122	128	230	486	608	780
预付帐款	30	56	139	76	122	158
存货	122	128	230	486	608	780
其他流动资产	1	5	-	-	-	-
流动资产	643	726	863	1,415	2,239	2,244
固定资产	413	514	718	935	1,102	1,248
长期投资	24	56	22	22	22	22
其他长期资产	-	1	8	13	13	13
长期资产	498	660	930	1,182	1,675	1,827
资产总额	1,141	1,386	1,793	2,597	3,913	4,070
短期借款	52	275	360	406	-	-
各项应付款	78	128	224	482	645	839
应交税费	9	12	12	19	25	33
应付职工薪酬	8	7	15	24	31	41
其他流动负债	97	103	87	106	615	223
流动负债	236	518	684	1,012	1,286	1,095
长期借款	170	80	150	450	-	-
其他长期负债	101	99	81	64	44	24
长期负债	271	179	231	514	44	24
负债总额	507	697	915	1,527	1,330	1,119
少数股东权益	25	32	176	266	306	357
股本	150	150	150	150	200	200
公积金及未分配利润	459	507	552	654	2,078	2,394
股东权益	609	657	702	804	2,278	2,594
负债及股东权益	1,141	1,386	1,793	2,597	3,913	4,070

中材科技 现金流量表 (人民币百万)						
002080	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
净利润	57	75	94	108	300	396
折旧/摊销	19	31	53	85	130	149
运营资本变化	-2	-111	-125	-148	-37	-138
其他项	20	7	48	-6	52	54
经营活动现金流	95	3	71	40	445	462
固定资产投资	-206	-192	-304	-219	-275	-275
其他投资活动	22	20	-8	3	-15	-24
投资活动现金流	-184	-172	-312	-216	-290	-299
股权融资	332	-	86	0	932	-
借款变动	37	153	108	350	-426	-470
其他融资活动	-16	-30	-60	-62	-94	-85
融资活动现金流	353	122	134	289	411	-555
现金(等价物)变化	264	-47	-108	112	566	-392

历史股价表现						
	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
(%)	0%	17%	2%	24%	42%	104%
行业板块	资本品		二级行业		建筑产品	
第一大股东	中材股份公司		持股比率		48%	
总市值(百万元)	5,825		流通市值(百万元)		5,825	
发行股数(百万股)	150		股票现价(元)		38.83	

成长性分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
销售收入	13%	42%	21%	50%	34%	30%
销售毛利	9%	41%	40%	63%	34%	31%
EBITDA	17%	24%	80%	89%	48%	28%
EBIT	21%	12%	85%	102%	47%	33%
净利润	20%	32%	25%	15%	176%	32%

盈利能力分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
毛利率	24%	24%	28%	30%	31%	31%
营业费用率	3.5%	3.0%	3.1%	2.7%	2.5%	2.5%
管理费用率	12.2%	14.1%	14.0%	13.1%	12.0%	11.7%
EBITDA利润率	12.2%	10.6%	15.8%	20.0%	22.1%	21.8%
EBIT利润率	9.1%	7.1%	10.9%	14.7%	16.1%	16.5%
净利润率	9.1%	8.5%	8.7%	6.7%	13.9%	14.1%

偿债能力分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
流动比率	2.72	1.40	1.26	1.40	1.74	2.05
速动比率	2.21	1.15	0.93	0.92	1.27	1.34
现金比率	31%	22%	12%	12%	23%	12%
资产负债率	44%	50%	51%	59%	34%	27%
债务/权益	83%	106%	130%	190%	58%	43%
净债务/权益	-6%	28%	55%	74%	-17%	-18%
利息覆盖倍数	14	7	6	10	33	116

杜邦分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
税后利润/EBIT	101%	119%	80%	46%	86%	86%
x EBIT利润率	9.1%	7.1%	10.9%	14.7%	16.1%	16.5%
= 销售净利润率	9.1%	8.5%	8.7%	6.7%	13.9%	14.1%
x 资产周转率	0.55	0.64	0.60	0.62	0.55	0.69
= 总资产收益率	5.0%	5.4%	5.2%	4.2%	7.7%	9.7%
x 总资产/净资产	1.87	2.11	2.56	3.23	1.72	1.57
= 净资产收益率	9.3%	11.4%	13.4%	13.5%	13.2%	15.3%

回报率分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
投入资本回报率	6.3%	8.7%	8.5%	6.8%	11.4%	13.3%
平均资本回报率	13.3%	11.9%	13.9%	14.4%	19.4%	16.3%

每股指标分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
摊薄每股收益	0.28	0.38	0.47	0.54	1.50	1.98
每股经营性现金	0.63	0.02	0.47	0.26	2.22	2.31
每股股息	0.11	0.20	0.20	-	0.40	0.40
每股净资产	4.06	4.38	4.68	5.36	11.39	12.97

估值分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
市盈率	136.7	103.5	82.5	71.7	25.9	19.6
市净率	9.6	8.9	8.3	7.2	3.4	3.0
股价/每股经营性现金流	61.5	2,302	82.4	146.9	17.5	16.8
红利收益率	0.3%	0.5%	0.5%	0.0%	1.0%	1.0%

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
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

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

香港

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

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。