

中材科技 (002080.SZ)

评级：买入 维持评级

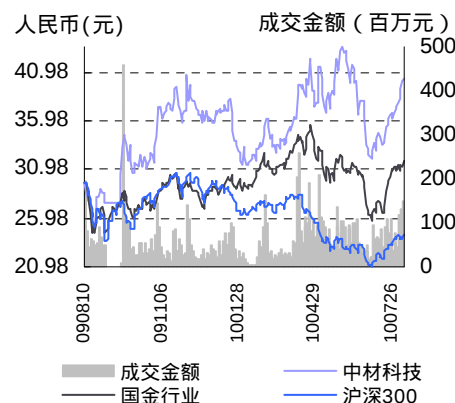
公司研究

市价(人民币)：40.39 元
 目标(人民币)：55.00-60.00 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 150.00
 总市值(百万元) 6,058.50
 年内股价最高最低(元) 43.63/24.58
 沪深 300 指数 2897.66
 中小板指数 6151.27



验证成长, 继续成长

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.627	0.723	1.692	2.458	3.355
每股净资产(元)	4.68	5.36	7.42	10.50	14.77
每股经营性现金流(元)	0.47	0.26	2.37	2.62	3.85
市盈率(倍)	32.35	49.68	23.88	16.43	12.04
行业优化市盈率(倍)	31.12	46.00	46.00	46.00	46.00
净利润增长率(%)	25.34%	15.19%	212.13%	45.32%	36.48%
净资产收益率(%)	13.41%	13.47%	30.40%	31.23%	30.29%
总股本(百万股)	150.00	150.00	200.00	200.00	200.00

来源：公司年报、国金证券研究所（2010 年盈利预测是假定对叶片公司全年 100%并表模拟测算，实际增发完成后为对叶片公司控股比例为 89.41%）

投资逻辑

- **成长性正在被验证**：上半年净利润增长 241%已经在验证公司的成长性，我们强调此点在于说明过去市场对公司科研院所机制能否将良好的技术产业化的担忧目前已经没有必要，而且现在公司的主导产品风电叶片、覆膜滤料、CNGC 气瓶都在国内乃至国际上形成有一定影响力，上半年更是叶片促成了公司的高成长。
- **风电叶片我们强调的是公司远远低于行业的成本，以及最强的盈利能力**：目前市场对风电叶片行业增速放缓已经达成一致预期，但我们需要强调的是公司凭借在复合材料领域的几十年的造诣，以及良好的管理水平，盈利能力上半年已经远远甩开对手，而且随着公司叶片产品结构的逐步丰富，以及较快的产能扩张速度，未来仍是业绩的重要贡献点。
- **覆膜滤料上半年已经取得一定突破，未来将受益于日趋严格的减排标准**：覆膜滤料过去两年一直低于市场预期，但上半年取得了较快增长，我们认为随着中材科技在技术上不断稳定、以及水泥、电力等行业的排放标准日趋严格，中材科技将显著受益，而且公司有望成为中国环境治理领域（包括除尘领域）的一只重要新军。
- **CNGC 上半年虽然复苏处于缓慢复苏过程中，但随着全球经济的复苏，尤其公司重点区域的业务逐渐开展，该块业务有望摆脱去年亏损的局面，与其他业务一起成为中长期公司的重要增长点。**

盈利预测、投资建议与估值

- 我们预测公司 2010~2012 年净利润分别为 338、492、671 百万元，按照此次增发完成后 2 亿股本计算的话，公司对应的 E P S 分别为 1.692、2.458、3.355 元（按照叶片公司权益 100%模拟测算）。
- 鉴于公司成长的确定性，公司叶片的竞争力，以及公司产品所在领域符合目前新能源、新经济、且节能减排的特点，未来成长性尚存在超预期的可能性，我们给予公司未来 6~12 个月目标价格 55~60 元，相当于 2011 年 22~24 倍 P E。

风险

- 成长的进度，以及成长的烦恼是我们在未来需要关注的风险。

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130208120261
 (8621)61038234
 hegww@gjzq.com.cn

内容目录

成长正在被验证.....	3
成长还将继续	4
风电叶片业务我们强调的是公司的竞争力	4
覆膜滤料已经在上半年取得一定突破，未来前景广阔；气瓶走在复苏的路上	5
盈利预测、投资建议与估值.....	8
附录：三张报表预测摘要	9

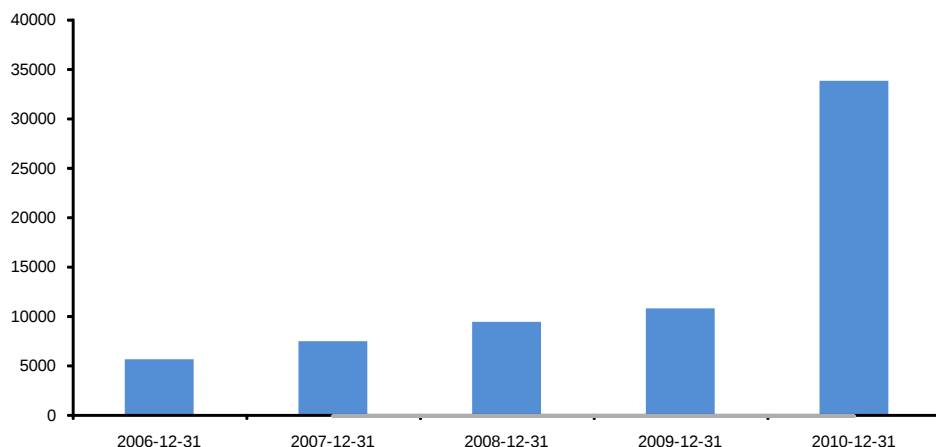
图表目录

图表 1：2010 年净利润快速增长（万元）	3
图表 2：三项费用率下降趋势明显（%），其中管理费用率下降最明显	3
图表 3：叶片销量快速增长（套）	5
图表 4：叶片目前公布的产能情况	5
图表 5：国家对高温滤料以及袋除尘的相关政策	6
图表 6：水泥工业大气污染物排放标准趋于严格	6
图表 7：火电厂大气污染物排放标准趋于严格（mg/m ³ ）	7
图表 8：主要除尘方式的对比	7
图表 9：袋式除尘技术在不同国家及行业的应用比例	8
图表 10：E P S 预测分拆（元）	8

成长正在被验证

- 在研究公司发展近四年以来，我们强调的是公司的成长故事，并在 2007 年底的深度报告《与公司一起成长》中将公司定性为“新能源、环保领域中的成长性良好的新材料应用公司”，而从业绩表现来看，公司的成长正在被验证。

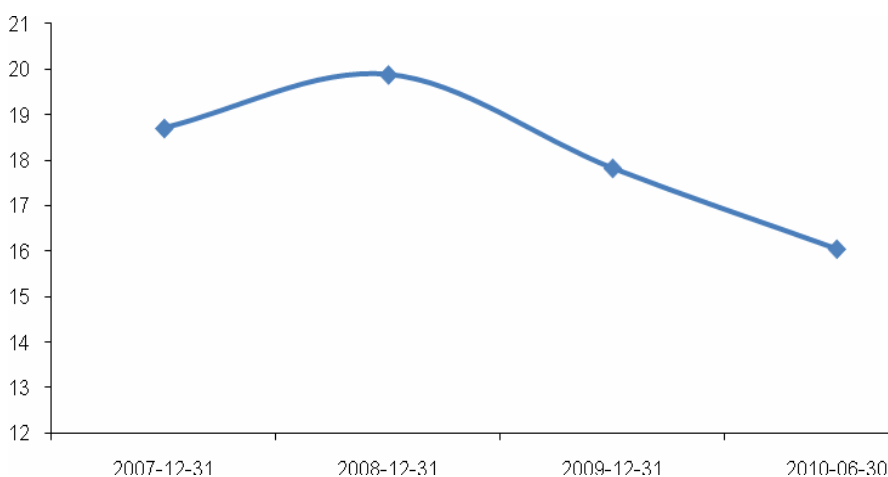
图表1：2010年净利润快速增长（万元）



来源：国金证券研究所

- 为什么重复强调过去的成长在被验证，主要在于过去我们在推荐中材科技的时候，市场最大的忧虑在于“公司良好的技术优势能否产业化？科研院所的机制能否在市场竞争中发挥效能？”，我们在 2008 年~2009 年的时候也曾检讨过，从现在的情况来看，公司也正在走出科研院所的管理窠臼。——而这点在公司的投资价值中具有十分重要的意义。
- 集中优势兵力主攻优势项目，并单独成立子公司，摆脱科研院所的固有管理模式。比如成立苏州有限（主营 C N G C 气瓶）、中材叶片（主营风电叶片）、中材汽车复合材料（主营汽车复合材料）等等。

图表2：三项费用率下降趋势明显（%），其中管理费用率下降最明显



来源：国金证券研究所

- 从产业化的运行效果来看，叶片已经成为国内盈利能力第一品牌（见以下的分析）；C N G C 已经成为亚洲顶级品牌，全球前五大影响力品牌之一（但囿于国外经营环境的限制，该产业目前仍略亏）；事业部运作机制的覆膜滤料这个产品，也已经在规模上成为国内玻纤类高

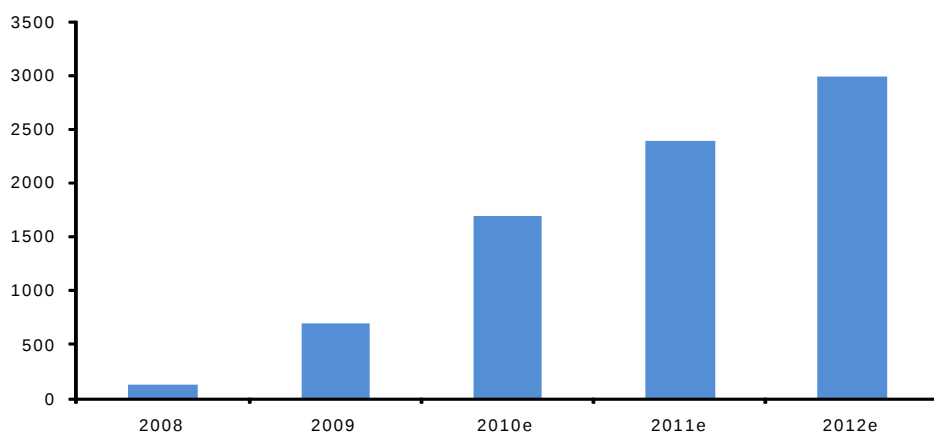
温滤料产能规模最大的企业（注意：仅指玻纤类高温滤料）之一，并在上半年取得一定突破。

成长还将继续

风电叶片业务我们强调的是公司的竞争力

- 受中材科技叶片的产业化效果凸现，资本市场已经将中材科技定义成风电叶片公司，我们认为该定义正确的理解了公司在叶片领域的成功，但该定义一方面忽视了公司其他业务同样具备爆发的潜力，而更重要的是叶片行业发展趋势影响了公司的估值水平。
- 对于风电叶片行业的发展，市场基本已经达成一致预期：风电叶片行业未来增速趋缓，叶片面临降价的趋势。——这不是我们论证的重点，这的确是行业发展的趋势。
- 我们需要强调的是公司叶片的核心竞争力。
 - 之前强调比较多的核心竞争力，这里只是复述：1.5MW40.25 米的长度叶片低风速就能启动，更加适合中国二三类风场特点；公司产品带来的发电效率比同行要高 10% 左右等等。
 - **我们现在需要强调的是，叶片降价虽然在所难免，但叶片降价是显著不同于水泥、钢铁、玻璃等大宗类商品的，其不一定带来毛利率大幅下降。**
 - 其一，中材科技的成本在国内最低，盈利能力国内最强。中材科技是国内玻璃钢的鼻祖，对玻纤与树脂的复理解最深，从玻纤的使用效率来看，遥遥领先竞争对手（我们判断 10 个百分点以上）；自主研发的模具，以及一个模具单片叶片的生产时间也要远远短于竞争对手（我们判断 10% 以上）。——我们只是列举部分例子来说明公司的成本优势。根据叶片整体行业上半年的经营情况，我们判断公司上半年每套利润还在 20 万以上。而这是在行业叶片不断降价的情况下取得，而据我们了解同行的情况，目前的价格水平，很多中小型叶片已经处于盈亏平衡或者略有盈利的状态。——**强调这些只是为了强调公司成本优势！！而且这些成本优势随着规模的扩大能进一步加强且维持！！**
 - 其二，叶片价格的下降通过以上说明，并不会明显带来毛利率的直线下降，但将给竞争对手带来致命打击，也就是将来可能出现的情况——竞争对手接近亏损的时候，中材科技还很盈利，很显然这是一个整合的良机，当然还要取决于公司管理层对整合战略的考虑，我们拭目以待。
 - 其三，叶片价格下降，风电成本下降，能带来更多的量，这也是我们未来要考虑的一个积极因素。
 - 最后，我们还需要指出的是**公司产品结构的优化**：虽然中材科技在 3 MW 的叶片上开发时机上并未占上先机（落后于中复联众），我们认为公司仍能在产品性能质量象 1.5MW 级一样取的优势。对明年上半年投产的 3 MW 产品我们拭目以待。未来我们认为将进一步凭借公司优势，进一步丰富叶片的产品结构。
- 强调以上这么多，以及结合公司的风电叶片产能扩展速度，我们认为公司叶片这块仍保持较快增长，至少从上半年这块的经营情况是超预期的。另外，还需提及的是关于收购叶片少数股东权益的定增方案有望在今年之内完成，权益产能将显著增加。

图表3：叶片销量快速增长（套）



来源：国金证券研究所

图表4：叶片目前公布的产能情况

		规模 (套)	MW级别	备注
存量	北京	800	1.5	上述产能仅仅是设计产能，根据中材科技目前的模具配套能力以及生产叶片效率，实际产能可能超过设计产能30%，比如2009年底的设计产能是1300套，但实际产能已经达到了1700套。
	甘肃酒泉	500	1.5	
目前在建	北京	200	3	
	吉林白城	100	3	
	吉林白城	300	1.5	
	甘肃酒泉	300	3	

来源：国金证券研究所，公司资料

覆膜滤料已经在上半年取得一定突破，未来前景广阔；气瓶走在复苏的路上

- 覆膜滤料是公司进军减排领域的重要产品，但自投产以来由于连续生产不稳定，产品成品率低，尽管2009年实现了63万元的利润总额，但总体是低于预期的。
- 而自进入2010年以来，公司进一步完善了技术应用，并加大在中材集团体系内水泥生产线的袋除尘供货合作力度，取得了初步成效，上半年收入规模同比大幅扩大。
- 而且，近期我们调研了另外一家高温滤料生产企业，我们认为随着节能减排力度越来越大，高温工业企业的减排标准也将越来越严格，除尘方式由电除尘改成袋除尘成为大势所趋——这是我们认为中材科技在覆膜滤料上未来成长性也将得到加速体现的重要原因，而且公司一直在摸索各种运营模式，未来随着中材体系内水泥生产线减排效果的逐渐体现，公司将拓宽其产品的应用面，而且公司有望成为中国环境治理领域的（包括除尘领域）的一只重要新军。以下分析主要用来说明袋除尘是未来除尘领域的方向，公司产品面临较好的市场空间。
- 其一，政策是推动袋除尘未来快速发展的重要推动力量。