

# 叶片业务回暖，新增隔膜产能贡献业绩

——中材科技 (002080)



## 核心观点

### ❖ 玻纤：行业景气度维持高位，量价双收可期

公司持泰山玻纤 100% 股权，是国内第二大玻纤生产商。玻纤市场集中度较高，短时间内格局变化的可能性不大，叠加下游需求提升，公司玻纤业务量价双收可期。

### ❖ 叶片：装机底部确认，行业持续回暖

2018 年风电行业新增装机大概率改善，装机向上带动风机零部件需求。单机功率大型化趋势下，整机市场头部效应愈发明显，公司客户为国内龙头整机制造商，叶片销量有望优先受益于装机改善与整机市场集中度提升。

### ❖ 隔膜：切入湿法隔膜，受益与行业景气度上行

中材锂膜现有湿法同步线生产成本与行业主流厂商相差不大，现阶段生产过程中产线尚未达到最佳状态，预计成本还有下降空间。公司现有客户包括 CATL、比亚迪、亿纬锂能、沃特玛等国内锂电龙头企业，新增产能有望较快抢占市场份额，充分受益于湿法隔膜替代。

### ❖ 首次覆盖予以“增持”评级

公司玻纤业务优势明显，下游需求提升有望实现量价双升；叶片业务绑定国内整机龙头，产能大概率随装机改善而释放；湿法隔膜生产线建成投产后将为公司盈利带来新的增长点。预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 110、120、131 亿元，归属于母公司所有者净利润分别为 9.83、11.93 和 13.86 亿元，EPS 为 0.76、0.92 和 1.07 元，对应 PE 分别为 11、9、8 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

### ❖ 风险提示：玻纤价格持续下降、风电装机低于预期、隔膜销售不达预期。

#### 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	10268	11006	12039	13103
收入同比(%)	14%	7%	9%	9%
归属母公司净利润	767	983	1193	1386
净利润同比(%)	91%	28%	21%	16%
毛利率(%)	22.7%	30.7%	32.5%	33.8%
ROE(%)	8.7%	10.3%	11.4%	12.0%
每股收益(元)	0.95	0.76	0.92	1.07
P/E	14	11	9	8
P/B	1.22	1.12	1.02	0.92
EV/EBITDA	3	3	3	2

资料来源：公司公告、川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 📄 证券研究报告

所属部门 | 股票研究部

报告类别 | 公司深度

所属行业 | 能源/新能源

报告时间 | 2018/6/22

前收盘价 | 8.27 元

公司评级 | 增持评级

## 📄 分析师

孙灿

证书编号：S1100517100001

021-68595107

suncan@ccqz.com

## 📄 联系人

赵旭

证书编号：S1100117090010

010-66495941

zhaoxu@ccqz.com

## 📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 正文目录

一. 企业基本情况.....	4
1.1 基本情况简介.....	4
1.2 主营业务简介.....	4
玻纤、叶片贡献营收，隔膜产能释放在即.....	5
技术优势明显，注重研发工作.....	6
二. 玻纤：行业景气度维持高位，有望量价双收.....	6
2.1 收购泰山玻纤 100%股权，市占率国内居前.....	6
2.2 需求向好，玻纤业务有望量价双收.....	7
行业格局稳定，公司技术领先.....	8
玻纤业务有望迎来量价双收.....	9
三. 叶片：装机底部确认，行业持续回暖.....	10
3.1 2018 年风电装机大概率改善.....	10
未来装机有望受益于弃风率下降.....	10
补贴下调催发抢装预期.....	11
3.2 绑定整机龙头，有望受益于新增装机规模改善.....	12
叶片市占率多年位列国内第一.....	12
绑定知名整机制造商，订单充足.....	12
行业回暖，叶片盈利能力有望充分释放.....	13
四. 隔膜：切入湿法隔膜，市场空间广阔.....	14
4.1 新能源汽车销量快速增长.....	14
2018、2019 年以乘用车销量增长为主要驱动力的逻辑不变.....	14
双积分政策奠定产业长期发展趋势.....	15
4.2 隔膜路线由干法向湿法倾斜.....	16
4.3 切入湿法隔膜增厚业绩.....	17
五. 盈利预测与估值.....	18
5.1 盈利预测.....	18
5.2 估值.....	18
六. 风险提示.....	20
盈利预测.....	21

## 图表目录

图 1:	公司股权结构图.....	4
图 2:	营业收入及同比增速.....	5
图 3:	归属母公司所有者净利润及同比增速.....	5
图 4:	2017 年公司主营业务收入构成.....	5
图 5:	2007-2017 年公司主营业务占比.....	5
图 6:	2017 年公司员工结构.....	6
图 7:	2011-2017 年公司研发费用及占比.....	6
图 8:	2016 年国际玻纤产能排名第三.....	7
图 9:	2016 年国内玻纤产能排名第二.....	7
图 10:	综合毛利率进入上行通道, 预计仍有上升空间.....	9
图 11:	下调上网电价引发 2015 年抢装.....	10
图 12:	2017 年风电叶片市占率达持续扩大.....	12
图 13:	风电叶片制造企业产能一览.....	13
图 14:	2017 年整机厂商市占率一览.....	13
图 15:	公司下游整机龙头客户市占率已达 50%.....	13
图 16:	风场成本构成.....	14
图 17:	风机成本构成.....	14
图 18:	新能源乘用车月度销量 (单位: 辆).....	15
表格 1:	公司玻纤产品应用领域广泛.....	7
表格 2:	公司玻纤产能一览.....	8
表格 3:	风电上网电价调整方案.....	11
表格 4:	双积分政策内容简介.....	15
表格 5:	双积分政策积分.....	16
表格 6:	干法隔膜与湿法隔膜性能对比.....	16
表格 7:	可比公司估值 (EPS 为 WIND 一致预期, 收盘价为 2018 年 6 月 19 日).....	19

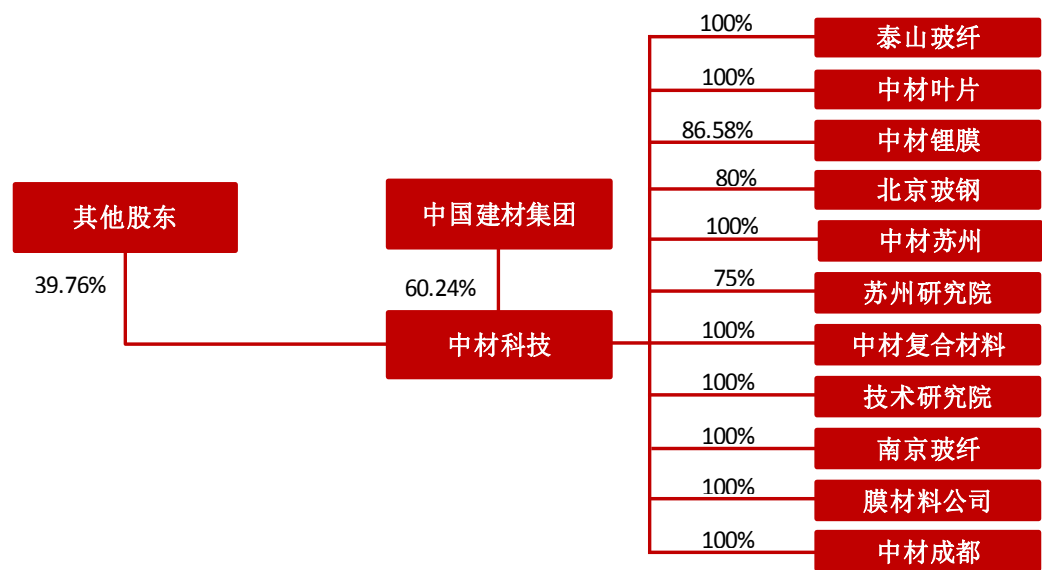
## 一. 企业基本情况

### 1.1 基本情况简介

中材科技主要从事风电叶片、玻璃纤维及其制品、锂电池隔膜、高压复合气瓶、过滤材料及其他复合材料制品的研发、制造和销售。2016 年公司收购泰山玻纤 100% 股权，整合玻纤及复合材料领域产业链，在承继原南京玻璃纤维研究设计院、北京玻璃钢研究设计院和苏州非金属矿工业设计研究院三个国家级科研院所五十多年的核心技术资源和人才优势的基础上，成为国内特种纤维复合材料领域唯一一家集研发、设计、产品制造与销售、技术装备集成于一体的国家级高新技术企业。

2017 年 3 月，中国建材集团吸收合并中国中材集团并完成工商变更登记，重组完成后，中国建材集团成为公司实际控制人。

图 1：公司股权结构图

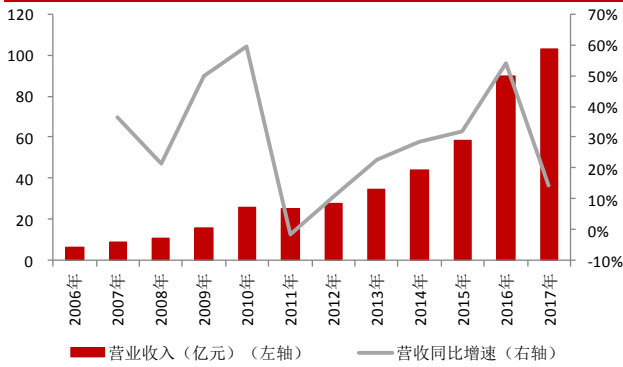


资料来源：公司公告，川财证券研究所

### 1.2 主营业务简介

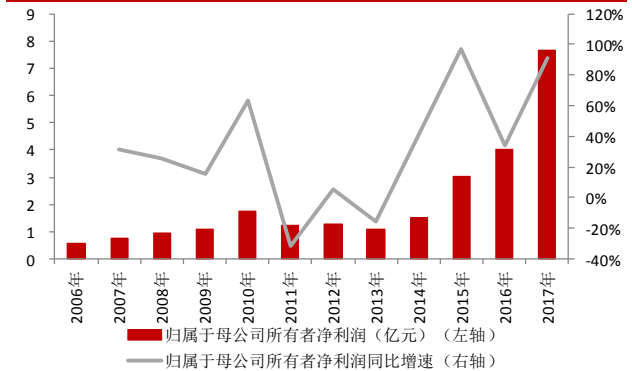
公司营业收入自 2012 年起逐年增加，2017 年达 102.68 亿元，同比增长 14.48%，2017 年归属于母公司所有者净利润约为 7.67 亿元，较 2016 年同比增长 91.15%。

图 2：营业收入及同比增速



资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 3：归属母公所有者净利润及同比增速



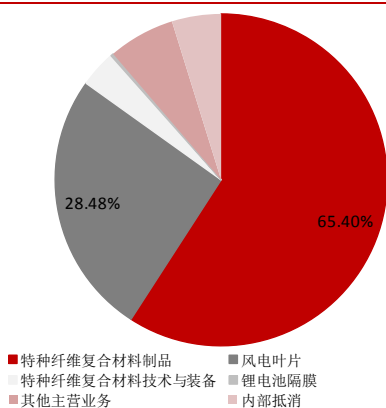
资料来源：Wind, 川财证券研究所

### 玻纤、叶片贡献营收，隔膜产能释放在即

公司主业为特种纤维复合材料制品，细分业务较多，我们经归类后将公司业务合为四部分：玻纤、叶片、隔膜与其他业务，其中玻纤和叶片业务 2017 年占公司主营业务比重合计约 94%。

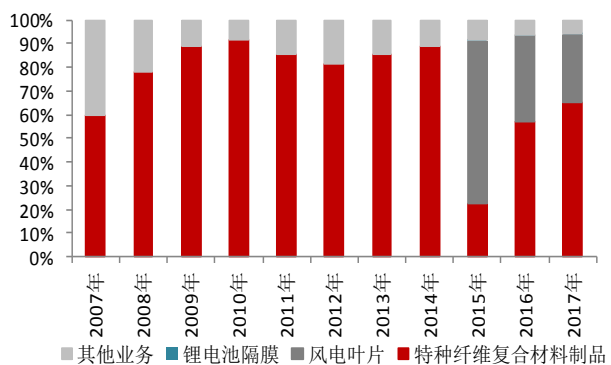
2015 年受风电新增装大规模增长的影响，叶片业务收入占比较高，2016 年公司收购泰山玻纤 100% 股权叠加风电新增装机下滑，玻纤业务收入占比提升。此外，公司规划于 2019 年底建成 12 条线 10 亿平米湿法锂电隔膜生产线，目前锂电隔膜产能尚未完全释放，预计隔膜业务产能充分释放后，公司收入结构将有较为明显的变化。

图 4：2017 年公司主营业务收入构成



资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 5：2007-2017 年公司主营业务占比



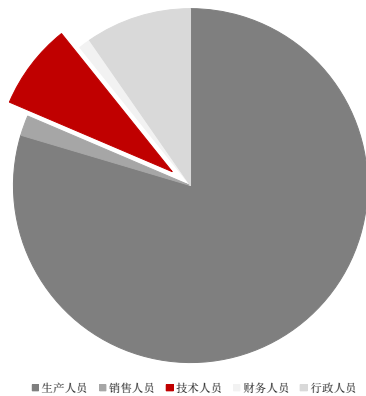
资料来源：Wind, 川财证券研究所

## 技术优势明显，注重研发工作

公司是国家首批创新型企业、首批技术创新示范企业、国家高新技术企业，拥有两个国家级企业技术中心、一个国家重点实验室、三个国家级工程技术研究中心、三个博士后工作站，拥有国内优秀的新材料研发团队。同时，公司还是玻璃纤维、纤维增强塑料、绝热材料三个国家标准化技术委员会的主任委员单位，在行业中的技术创新优势较为明显。

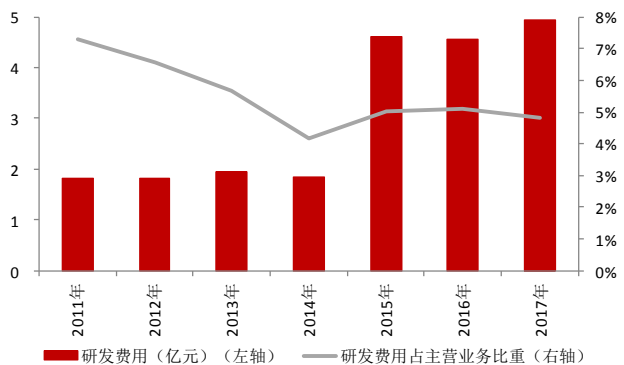
公司重视研发工作，2017年技术人员占员工总人数比例为12.39%，2014年后公司研发支出不断加大，2015-2017年研发费用分别为4.62、4.56、4.95亿元，占营收比例分别为5.03%、5.09%、4.82%。公司围绕特种纤维复合材料开展产品应用基础研究、技术升级、新产品开发、产业化技术开发、产品标准与规范等不同类型项目153项，其中产品应用基础研究项目15项，技术升级项目42项，新产品开发项目85项，产业化技术开发项目9项，产品标准与规范等其他类研发项目2项。

图 6：2017 年公司员工结构



资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 7：2011-2017 年公司研发费用及占比



资料来源：Wind, 川财证券研究所

## 二. 玻纤：行业景气度维持高位，有望量价双收

### 2.1 收购泰山玻纤 100%股权，市占率国内居前

2016年公司收购泰山玻纤100%股权，收购完成后，公司成为全球前五的玻纤生产企业，2016年公司产能在国际、国内占比分别为11%、16%。泰玻主要产品包括玻璃纤维无捻粗纱、短切原丝毡、电子级纺织纱、电子玻纤布、短切纤维、多轴向织物、方格布等，应用领域较为广泛。

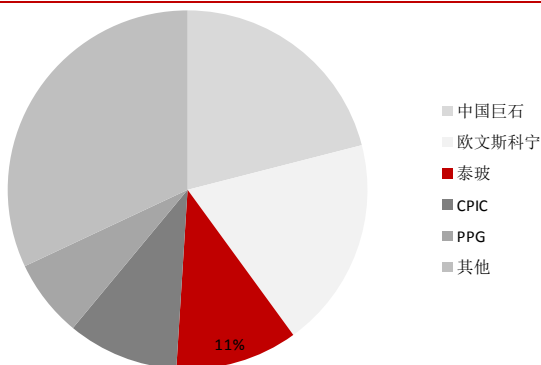
目前，全球玻璃纤维市场已形成寡头垄断格局，市场集中度高，行业存在较高的技术、资金和政策壁垒。全球范围内，前五大玻璃纤维企业合计市场占有率约为 70%，随着中国玻璃纤维行业的进步，包括泰山玻纤在内的中国玻璃纤维行业三大巨头成为国际玻璃纤维市场的新寡头，合计占有全球市场 40%左右的份额；国内范围内，中国玻璃纤维三大巨头产量占全国总产量 60%以上，随着环保要求的日趋严格以及较高的资金、技术壁垒，行业领军企业竞争优势将更加凸显，市场集中度有望进一步提升。

表格 1. 公司玻纤产品应用领域广泛

产品名称	应用领域
玻璃纤维无捻粗纱	化工、建筑、电器、体育器材
短切原丝毡	大型板材、卫生洁具、管道、汽车部件等玻璃钢制品
电子级纺织纱	电子行业和工业织物
电子玻纤布	制造敷铜板，最终用途用于制造印刷线路板
短切纤维	增强 PA、PBT/PET、PP、PC、ABS、PPO 等热塑性塑料和聚酯、酚醛等热固性树脂，制成的复合材料广泛应用在汽车、航天、电器、建材等行业
多轴向织物	风力发电机叶片、机舱罩、制造模具、造船等
方格布	造船、法兰缠绕

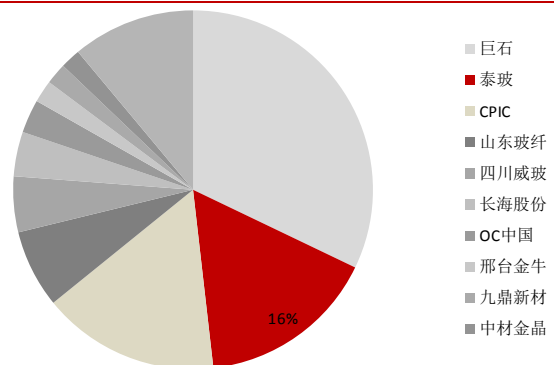
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 8：2016 年国际玻纤产能排名第三



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 9：2016 年国内玻纤产能排名第二



资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 2.2 需求向好，玻纤业务有望量价双收

玻纤受国内外经济环境影响较大，近年来多数玻纤行业进行产业调整、重组，通过玻璃纤维上下游一体化、差异化战略布局，相互延伸融合，实现产业链与

市场对接协同发展。玻纤生产过程中，降成本、提质量、提效率是形成规模效益和质量效益的前提，也符合实现产业转型升级的必然趋势。假设 2020 年全球玻璃纤维需求为 700 万吨，“十三五”期间全球复合材料需求总量将持续以 5.2% 的复合增速增长，市场空间较大。

近年行业景气度维持高位，下游应用领域扩张趋势延续，新的应用需求不断出现，如 15 年风电纱、16、17 年热塑短切纤维以及电子纱等。此外，玻纤在中低端市场的应用范围逐步扩大，新材料属性逐渐凸显。

### 行业格局稳定，公司技术领先

玻纤行业格局较为清晰，新进入者对行业冲击影响较小：（1）行业技术壁垒较高，中高端产品技术基本集中在巨石、泰玻及 CPIC，新进入者切入难度较大；（2）行业具有一定资金壁垒，新进入者资金投入压力较大。目前来看，行业整体产能释放较为有序，巨石、泰玻及 CPIC 新增产能多为中高端产能，短时间内，国内玻纤市场三巨头的格局较难改变。

泰山玻纤经过多年的生产经营和自主研发，产能布局、产品结构和综合技术实力在玻纤行业处于领先地位：（1）产能布局方面。目前泰山玻纤已具备年产 70 万吨玻纤纱原丝生产能力。公司大力推进新旧产能更替，新生产线占比提升至 60%。（2）产品结构方面。公司持续提升中高端应用占比，汽车轻量化、风电等占比逐年提升，未来还将持续提升中高端应用占比；（3）综合技术实力方面。泰山玻纤在大型池窑设计建设、纯氧燃烧节能技术、物流自动化技术和铂铑合金漏板加工技术、废丝回收利用技术、浸润剂配方、原料成分研发等多项关键生产环节拥有专有技术及知识产权。

公司完成与泰山玻纤的重组后，玻璃纤维产能位列国内前三，“十三五”将通过产业升级改造，拓展应用领域，提高配套自给能力等，提升核心竞争力。根据公司规划，十三五期间公司保持每年 10 万吨净增量，有望充分受益于玻纤行业景气度提升。

表格 2. 公司玻纤产能一览

	设计产能	实际产能	投产时间	关停时间
新区 F01	9.0	8.5	2015	
新区 F02	9.0	9.6	2013	
新区 F03	10.5	10.5	2017	
新区 F04	11.5	11.5	2018	
新区 F05	5.0	-	预计 2018 年	

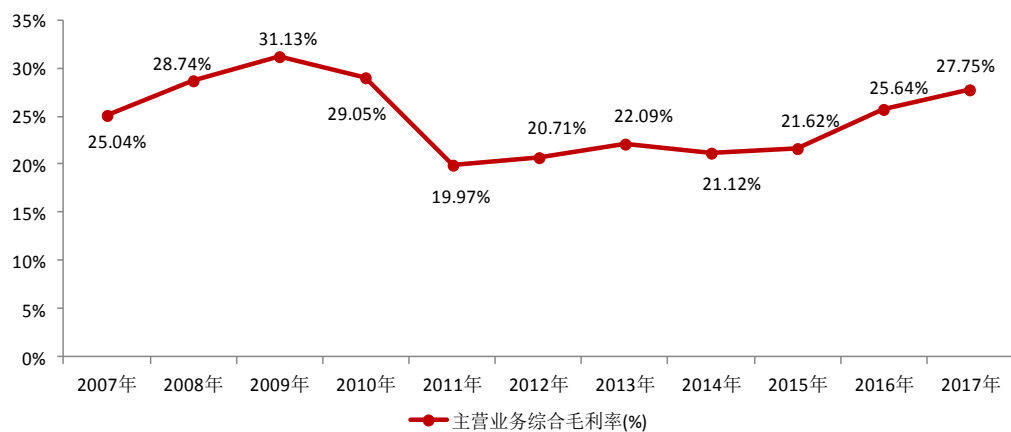
新区 T01	2.0	1.4	2015	
新区 T02	1.0	1.0	2015	
老区一线	1.5	1.1	2014	2019 年底
老区二线	3.5	2.0	2010	
老区三线	4.5	4.2	2011	
老区七线	6.0	5.6	-	已关停
老区九线	4.0	3.9	-	
邹城一线	1.7	1.7	-	
邹城二线	1.8	1.7	-	
邹城三线	6.0	6.0	-	2018 年冷修
邹城四线	6.0	6.4	-	2018 年冷修
邹城五线	5.0	4.0	-	
合计	75.2	71.8		

资料来源：公司公告，川财证券研究所

### 玻纤业务有望迎来量价双收

2017 年公司主业毛利率持续上升，主要与两方面因素有关：（1）下游需求增长；（2）老旧产能关停、新产能释放，公司生产效率提升。受原材料价格上涨和供需关系影响，2018 年 1 月 1 日玻纤价格上调 5-6%，目前公司综合毛利率已经入上行通道，随着老旧产能进一步关停，预计公司综合毛利率仍有一定上升空间。

图 10：综合毛利率进入上行通道，预计仍有上升空间



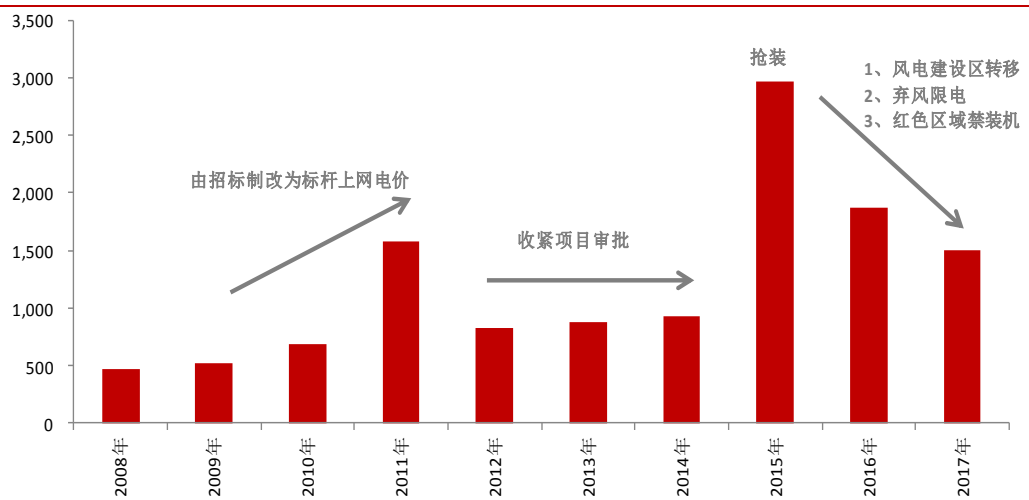
资料来源：Wind，川财证券研究所

### 三. 叶片：装机底部确认，行业持续回暖

#### 3.1 2018 年风电装机大概率改善

2005 年之前我国可再生能源以水电为主，其他可再生能源占比较低，此后我国开始重视风电产业的发展，通过引进、消化国外先进技术，实现风电设备制造国产化，有效降低风电生产成本。2006 年 1 月《可再生能源法》生效，特许权最低价格中标被取消。在“风电规划目标”与“风电设备 70%以上国产化”等一系列政策目标的刺激下，风电投资热情高涨，新增装机在随后几年快速增长。由于我国风能与负荷集中地区距离较远且电网调节能力较弱，风电行业在装机持续增长后于 2010 年出现弃风限电，这一现象在 2011-2012 年加剧。弃风限电主要原因有以下几方面：（1）电网规划滞后于风电电源建设；（2）缺乏风电管理经验，对电网安全造成较大安全隐患；（3）项目审批核准未考虑接入和消纳状况，2012 年后我国收紧风电项目审批。2015 年发改委发布公告，风电上网电价由 2016 年起下调，引发 2015 年抢装，当年新增装机容量约为 31GW，达历史高位。此后受多重因素影响，风电新增装机规模逐年下降，2017 年新增装机 15.06GW，达近三年低位，2018 年新增装机有望迎来改善。

图 11：下调上网电价引发 2015 年抢装



资料来源：川财证券研究所

#### 未来装机有望受益于弃风率下降

根据国家能源局披露数据，2016 年我国风电装机容量较高省份的弃风率达峰值，其中甘肃、新疆、吉林分别为 43%、38%、30%，省内部分限电严重的地区弃风率更高。随后发改委、能源局连续出台多项旨在缓解弃风限电现象的

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

文件，并规定弃风率高于警戒线的区域：(1) 不得核准建设新增风电项目；(2) 电网不得受理风电项目新增并网申请；(3) 不再对新建风电项目发放发电业务许可。此后，这部分地区弃风率有了较为明显的好转。

目前，弃风限电依然是对风电盈利影响较大的因素，2017年11月14日，国家发展改革委、国家能源局印发《解决弃水弃风弃光问题实施方案》的通知，明确配额制，但没有对配额比例和未达标的惩罚措施做出规定。预计配套文件的出台将会在一定程度上提升风电利用小时数，弃风限电这一情况有望得到改善。

预计弃风率下降从两方面影响行业未来装机：(1) 目前三北地区弃风率下降明显，吉林、黑龙江、内蒙古等省份有望于2018年解除新增常规风电项目建设规模的限制，该地区原本受抑制的装机需求或将得以释放；(2) 弃风率是影响存量装机盈利最重要的因素之一，弃风率下降带动装机盈利能力改善，有望加快新增装机投产进度。

### 补贴下调催发抢装预期

2015年12月，发改委发布《调整陆上风电光伏发电上网标杆电价政策》，对陆上风电标杆电价进行调整。2016年12月，发改委再次调整2018年陆上风电项目标杆电价，四类资源区分别为0.40、0.45、0.49、0.57元/kWh。

表格 3. 风电上网电价调整方案

资源区	2009年标杆 电价	2015年标杆 电价	2016年标杆 电价	2018年标杆 电价	2020年标杆 电价
I类	0.51	0.49	0.47	0.40	0.38
II类	0.54	0.52	0.50	0.45	0.40
III类	0.58	0.56	0.54	0.49	0.45
IV类	0.61	0.61	0.50	0.57	0.52

资料来源：发改委，川财证券研究所

标杆上网电价的调整对于风电行业极其重要，直接影响风电公司未来的度电收入。2015年风电抢装最主要的原因是政策规定并网时间在2015年12月31日之后的机组不能享受此前的上网电价。最近一期补贴调整政策提出，新建风电机组若要享受2016年上网电价，必须满足以下条件：(1) 2018年前核准并纳入以前年份的补贴管理；(2) 核准2年内开工且开工时间不晚于2019年年底。

从历年风电标杆电价调整情况来看，2018年标杆电价下调幅度最大，在度电收入显著下降的情况下，行业或将再度迎来抢装行情。

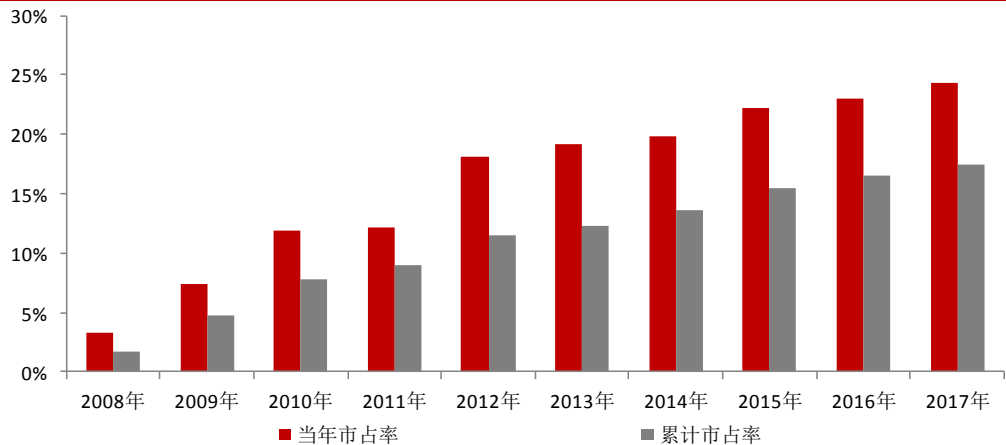
### 3.2 绑定整机龙头，有望受益于新增装机规模改善

#### 叶片市占率多年位列国内第一

公司从事风电叶片的研发、制造及销售，产品下游客户为风电机组整机商，是国内最早形成风电叶片产业化的公司之一，也是国内知名且产能最高的风电叶片生产商。公司目前具备年产4000套兆瓦级风电叶片的生产能力，拥有北京延庆、甘肃酒泉、吉林白城、内蒙锡林、江苏阜宁、江西萍乡、河北邯郸等七个生产基地，从北到南、从东到西，覆盖了所有目标客户市场，且拥有独立自主的设计研发能力，拥有1MW-6MW的6大系列59个产品型号，适用于高低温、高海拔、低风速、沿海等不同运行环境。

2017年，在国内风电市场需求下滑的形势下，公司积极开拓市场，持续加强产品研发，根据市场需求变化加快产品结构升级，合计销售风电叶片4859MW（2MW及以上产品超过80%），领跑风电叶片市场。

图 12：2017 年风电叶片市占率达持续扩大



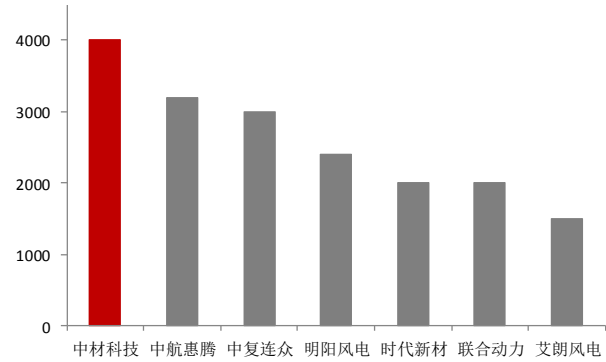
资料来源：公司官网，川财证券研究所

#### 绑定知名整机制造商，订单充足

公司客户涵盖国内知名整机制造商，与金风科技、远景能源、明阳风电、东方电气、华创风能等均有合作。在风机大型化趋势的驱动下，预计风电行业头部效应将进一步体现，排名居前的整机厂商将占有更多市场份额。公司现有叶片

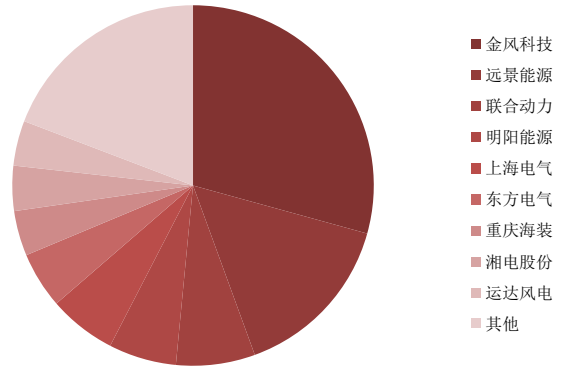
产能为 4000 套/年且技术优势明显，通过绑定国内主流整机制造商形成的强强联合局面较难被打破，预计公司将充分受益于行业基本面改善。

图 13：风电叶片制造企业产能一览



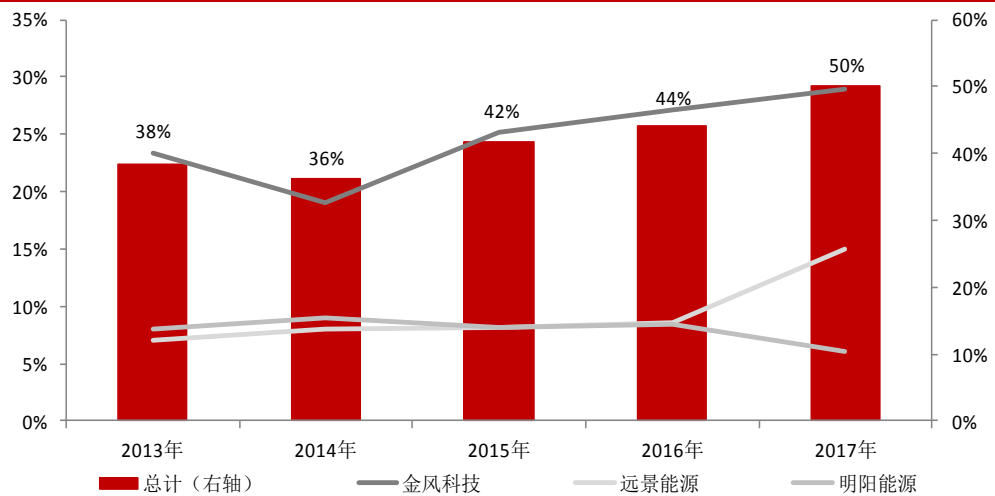
资料来源：川财证券研究所

图 14：2017 年整机厂商市占率一览



资料来源：BNEF，川财证券研究所

图 15：公司下游整机龙头客户市占率已达 50%



资料来源：BNEF，川财证券研究所

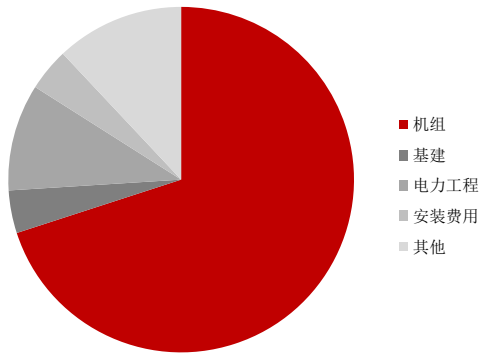
### 行业回暖，叶片盈利能力有望充分释放

风场成本中约 70% 为机组成本，其中叶片占比约为 23%，若按风场单位千瓦造价 7000 元、2018 年新增装机 22GW 估算，2018 年风电叶片市场规模约为 248 亿。

受 2016、2017 年新增装机下滑影响，公司叶片业务毛利率下降，我们预计整机市场市占率进一步向排名靠前的企业集中，绑定优质整机制造商的叶片生产公司业绩弹性将更为明显，预计装机回暖将令公司叶片业务的规模效应充分体

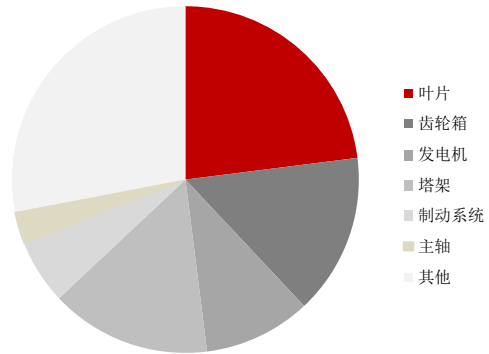
现，毛利率提升可期。

图 16：风场成本构成



资料来源：北极星电力网，川财证券研究所

图 17：风机成本构成



资料来源：北极星电力网，川财证券研究所

## 四. 隔膜：切入湿法隔膜，市场空间广阔

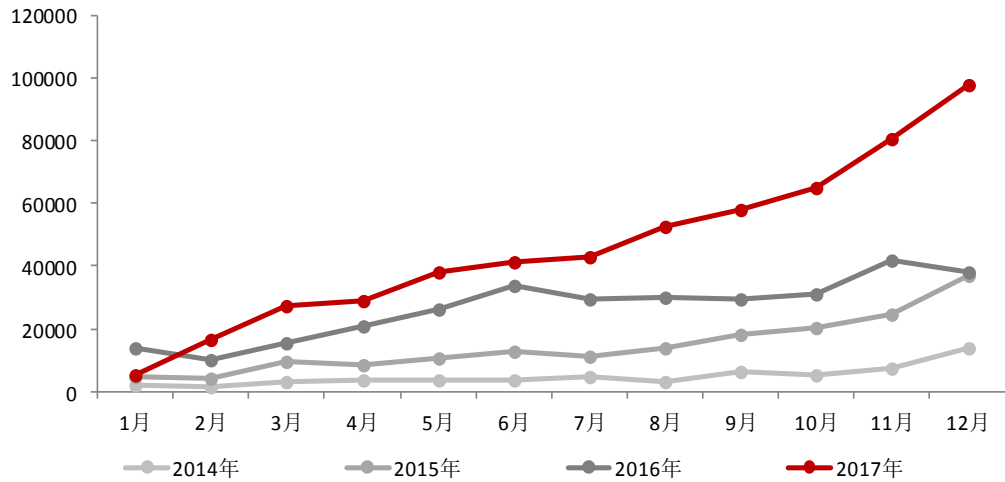
隔膜是锂电池四大材料之一，用于将正负极隔离，防止自放电而造成短路，隔膜的性能优劣决定了电池的界面结构、内阻等重要因素，直接影响锂电池容量、循环次数、寿命以及安全性能等特性。

### 4.1 新能源汽车销量快速增长

#### 2018、2019 年以乘用车销量增长为主要驱动力的逻辑不变

2015 年是新能源汽车发展元年，受补贴政策的影响，我国新能源汽车快速增长，全年累计生产新能源汽车 37.9 万辆，14 年同期为 8.4 万辆。受骗补事件影响，2016 年新能源汽车销量前三季度远低于预期，此后产销量快速增长，2016 年全年实现产量 51.7 万辆，同比增长 36%。2017 年新能源汽车主力销量车型向乘用车切换，全年实现销量 77.7 万辆，同比增长 53.3%。政策引导下，新能源汽车跑道切换完毕，预计新能源乘用车综合性能将更加贴近市场需求，新能源汽车 2018、2019 年销量以乘用车为主要驱动力的逻辑不变。

图 18: 新能源乘用车月度销量 (单位: 辆)



资料来源: 乘联会, 川财证券研究所

### 双积分政策奠定产业长期发展趋势

2017年9月27日, 工信部、财政部、商务部、海关总署、质检总局联合发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》, 根据规定, 双积分政策将于2018年4月1日起正式实行, 并与2019年度起实施企业平均燃料消耗量积分核算, 其中2019年的新能源积分占比为10%, 2020年为12%, 2020年后的新能源积分比例由工信部另行公布。双积分政策规定2018年不列入考核, 为整车企业提供了一年的缓冲期, 积分政策的落地对行业影响深远。

表格 4. 双积分政策内容简介

	乘用车企业平均燃料消耗量积分	新能源汽车积分
是否允许结转	是	否
是否允许转让	只能在关联企业间转让	可自由交易
抵偿工具	可用燃料消耗挣积分抵偿 可用新能源挣积分抵偿	只能通过新能源挣积分抵偿
抵偿方式	通过转接、受让获得燃料消耗量正积分 购买或生产新能源积分	购买或生产新能源积分

资料来源: 工信部, 川财证券研究所

表格 5. 双积分政策积分

车辆类型	标准车型积分	备注
纯电动乘用车	$0.012 * R + 0.8$	R 为纯电动续航里程
燃料电池乘用车	$0.16 * P$	P 为燃料电池系统额定功率
插电式混动乘用车	2	

资料来源：工信部，川财证券研究所

双积分政策规定平均燃料消耗量负积分、新能源汽车负积分未抵偿归零，应提交其本年度乘用车生产或者进口调整计划，使本年度预期产生的正积分能够抵偿企业尚未抵偿的负积分。否则在车企负积分抵偿归零前，工信部将对其燃料消耗量达不到《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》车型燃料消耗量目标值的新产品，不予列入《道路机动车辆生产企业及产品公告》或者不予核发强制性产品认证证书，并可以依照《汽车产业发展政策》《强制性产品认证管理规定》等有关规定处罚。

双积分政策落地使新能源汽车发展较好的整车企业可以通过出售多余积分补充发展资金，补贴由政府主导向市场主导的过渡，为新能源汽车长期发展奠定基础。

## 4.2 隔膜路线由干法向湿法倾斜

隔膜可分为干法与湿法两类，由于制造工艺不同，因此干法隔膜与湿法隔膜性能差别较大。与干法隔膜相比，湿法隔膜初始投资较高，隔膜孔隙率和透气性优于干法隔膜，且更轻薄，利于电池能量密度的提升。湿法隔膜安全性略逊色于干法隔膜，但湿法+涂覆技术具有热稳定性高、热收缩低、与电解质润浸性高的特点，有效改善了隔膜的安全性，有利于电池性能提升。随着新能源汽车动力电池的性能要求提升及三元路线占比提高，湿法+涂覆隔膜已成未来发展趋势。

表格 6. 干法隔膜与湿法隔膜性能对比

指标	单位	干法	湿法
价格	-	较低	较高
工艺难度	-	相对较易	相对较难
一致性	-	较差	较好
厚度	um	20-40	43240.0
孔隙率	%	30-40	35-45

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

透气值	S/100cc	200-350	150-300
孔径分布	Mm	0.01-0.3	0.01-0.1
穿刺强度	Gf	200-400	300-550
热收缩性 (120 摄氏度)	%	MD<3; TD<6	MD<3; TD<1
拉伸强度	TD (MPa)	<100	130-150
拉伸强度	MD (MPa)	130-160	140-160

资料来源：公司公告，川财证券研究所

新能源汽车产业蓬勃发展，动力电池需求随之增长，预计 2018、2019、2020 年我国动力电池需求分别为 50、79、109Gwh，电池材料需求量也将增加。假设每 kwh 动力电池需 20 平方米隔膜，预计 2018、2019、2020 年动力电池隔膜需求量分别为 10、15.8、21.8 亿平方米，隔膜需求量预计将随三元电池渗透率提升而增加。

### 4.3 切入湿法隔膜增厚业绩

2016 年 3 月，公司成立控股子公司中材锂膜有限公司并投资 9.95 亿元建设年产 2.4 亿平米锂电池隔膜生产线。目前 1、2 号线合计 1.2 亿平米产能已开始小批次生产，产品已送样至国内主流电池制造商。

根据公司公告，中材锂膜现有湿法同步线生产成本与行业主流厂商相差不大，现阶段生产过程中产线尚未达到最佳状态，预计成本还有下降空间。公司现有客户包括 CATL、比亚迪、亿纬锂能、沃特玛等国内锂电龙头企业，并在积极拓展松下、LG 等国外知名厂商，凭借着领先的技术工艺和优良的生产设备，公司新增产能有望较快抢占市场份额，充分受益于湿法隔膜替代。

## 五. 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

公司是国内第二大玻纤生产商，风机叶片第一大生产商。玻纤市场集中度较高，短时间内格局变化的可能性不大，叠加下游需求提升，业务实现量价双收可期；叶片销量有望优先受益于装机改善与整机市场集中度提升。此外，子公司中材锂膜现有湿法同步线生产成本与行业主流厂商相差不大，现阶段生产过程中产线尚未达到最佳状态，预计成本还有下降空间。公司现有客户包括 CATL、比亚迪、亿纬锂能、沃特玛等国内锂电龙头企业，新增产能有望较快抢占市场份额，充分受益于湿法隔膜替代。

盈利假设如下：

玻纤业务：老旧产能淘汰符合预期，扩产有序，每年净增约 10 万吨净产能；下游需求持续，一季度末玻纤单价小幅上调；产业格局无重大变化。

叶片业务：2017 年之后，随风电行业装机改善，叶片销量增长，单位兆瓦价格年降幅为 3%。

隔膜业务：考虑到隔膜业务从送样检测到量产、改善工艺提升成品率需较长时间，保守预计 2018-2020 年公司隔膜产量分别为 2000、4000、7000 万平方米；由于隔膜行业毛利率较高，补贴下降的压力由电芯向电池材料制造商传导时，隔膜或将率先承压，预计公司隔膜毛利率将会逐年下降。

基于以上假设，预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 110、120、131 亿元，归属于母公司所有者净利润分别为 9.83、11.93 和 13.86 亿元，EPS 为 0.76、0.92 和 1.07 元，对应 PE 分别为 11、9、8 倍。

### 5.2 估值

公司玻纤业务优势明显，下游需求提升有望实现量价双升；叶片业务绑定国内整机龙头，产能大概率随装机改善而释放；湿法隔膜生产线建成投产后将为公司盈利带来新的增长点。预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 110、120、131 亿元，归属于母公司所有者净利润分别为 9.83、11.93 和 13.86 亿元，EPS 为 0.76、0.92 和 1.07 元，对应 PE 分别为 11、9、8 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表格 7. 可比公司估值 (EPS 为 Wind 一致预期, 收盘价为 2018 年 6 月 22 日)

公司简称	EPS (元/股)				PE			
	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
泰胜风能	0.21	0.27	0.35	0.44	17	13	10	8
节能风电	0.1	0.14	0.16	0.25	31	22	20	12
湘电股份	0.1	0.12	0.14	0.19	71	59	51	37
上海电气	1.36	1.49	1.61	1.75	13	12	11	10
时代新材	0.09	0.26	0.33	0.49	77	27	21	14
天顺风能	0.26	0.38	0.51	0.65	17	12	9	7
金风科技	0.86	1.10	1.31	1.57	17	13	11	9
中国巨石	0.74	0.80	0.98	1.17	15	14	11	10
<b>均值</b>					<b>32</b>	<b>22</b>	<b>18</b>	<b>13</b>
<b>中材科技</b>	<b>0.95</b>	<b>0.76</b>	<b>0.92</b>	<b>1.07</b>	<b>8.7</b>	<b>10.9</b>	<b>9.0</b>	<b>7.7</b>

资料来源: Wind, 川财证券研究所

## 六、风险提示

### 玻纤价格持续下降

中小企业新增产能与环保淘汰落后产能将对市场供需格局产生影响，玻纤价格有持续下降的风险存在。

### 风电装机低于预期

若弃风率改善情况不达预期，2018-2020年风电新增装机或将低于预期。

### 隔膜销售不达预期

产线投产进度与隔膜价格均存在不达预期的可能，将影响隔膜销售情况。

# 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	9087	9564	10124	12420	<b>营业收入</b>	10268	11006	12039	13103
现金	1373	1659	1564	3177	营业成本	7419	7629	8132	8670
应收账款	2756	3028	3227	3489	营业税金及附加	143	165	193	223
其他应收款	149	176	197	209	营业费用	447	479	524	570
预付账款	416	429	457	488	管理费用	957	1046	1144	1245
存货	1831	1811	1936	2070	财务费用	356	440	530	629
其他流动资产	2561	2461	2743	2988	资产减值损失	73	50	50	50
<b>非流动资产</b>	13353	12935	12631	11997	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	62	53	56	55	投资净收益	16	2	2	2
固定资产	11005	11462	11218	10597	<b>营业利润</b>	1019	1343	1613	1863
无形资产	1088	1076	1065	1053	营业外收入	39	23	23	23
其他非流动资产	1198	343	292	291	营业外支出	73	100	100	100
<b>资产总计</b>	22440	22499	22755	24417	<b>利润总额</b>	984	1266	1536	1786
<b>流动负债</b>	9574	9852	8968	9493	所得税	174	228	277	321
短期借款	3934	3302	2139	2361	<b>净利润</b>	811	1038	1260	1464
应付账款	2313	2225	2405	2576	少数股东损益	43	55	67	78
其他流动负债	3327	4325	4423	4557	<b>归属母公司净利润</b>	767	983	1193	1386
<b>非流动负债</b>	3741	2733	2845	2828	EBITDA	2276	2430	2825	3183
长期借款	2430	2430	2430	2430	EPS (元)	0.95	0.76	0.92	1.07
其他非流动负债	1311	303	415	398					
<b>负债合计</b>	13315	12586	11812	12321	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	352	407	474	552	<b>会计年度</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
股本	807	1291	1291	1291	<b>成长能力</b>				
资本公积	5636	5152	5152	5152	营业收入	14.5%	7.2%	9.4%	8.8%
留存收益	2325	3071	4033	5108	营业利润	197.4%	31.8%	20.1%	15.5%
归属母公司股东权益	8773	9514	10476	11551	归属于母公司净利润	91.2%	28.1%	21.3%	16.2%
<b>负债和股东权益</b>	22440	22507	22762	24425	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	27.7%	30.7%	32.5%	33.8%
					净利率(%)	7.5%	8.9%	9.9%	10.6%
					ROE(%)	8.7%	10.3%	11.4%	12.0%
					ROIC(%)	7.5%	10.0%	11.9%	14.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	59.3%	55.9%	51.9%	50.4%
					净负债比率(%)	51.89%	51.35%	45.24%	45.26%
					流动比率	0.95	0.97	1.13	1.31
					速动比率	0.75	0.78	0.90	1.08
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.48	0.49	0.53	0.56
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	3.57	3.36	3.51	3.48
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.59	0.76	0.92	1.07
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	1.81	1.66	1.84
					每股净资产(最新摊薄)	6.80	7.37	8.12	8.95
					<b>估值比率</b>				
					P/E	13.91	10.86	8.95	7.70
					P/B	1.22	1.12	1.02	0.92
					EV/EBITDA	3	3	3	2

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	770	2330	2146	2376
净利润	811	1038	1260	1464
折旧摊销	901	647	682	691
财务费用	356	440	530	629
投资损失	-16	-2	-2	-2
营运资金变动	-1484	312	-448	-428
其他经营现金流	203	-105	124	22
<b>投资活动现金流</b>	-1508	-223	-360	-56
资本支出	1549	500	300	0
长期投资	-48	-125	3	-1
其他投资现金流	-7	152	-57	-57
<b>筹资活动现金流</b>	75	-1822	-1881	-708
短期借款	1183	-632	-1163	222
长期借款	590	0	0	0
普通股增加	0	484	0	0
资本公积增加	107	-484	0	0
其他筹资现金流	-1805	-1190	-719	-929
<b>现金净增加额</b>	-689	286	-95	1613

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0001