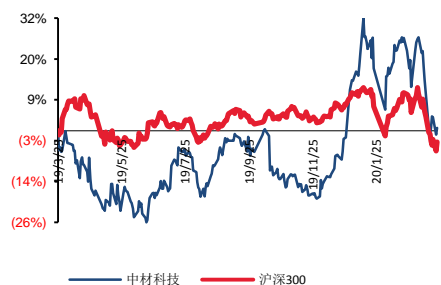


材料 材料 II

## 中国新材料、新能源优质平台，三大业务齐头并进

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,678/1,678
总市值/流通(百万元)	18,761/18,761
12 个月最高/最低(元)	14.71/8.20

### 相关研究报告:

中材科技(002080)《叶片龙头地位稳固，锂膜业务高增长可期》  
--2020/03/18

证券分析师: 张文臣

电话: 010-88321731

E-MAIL: zhangwc@tpyzq.com

执业资格证书编码:

证券分析师: 闫广

电话: 0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518090001

证券分析师: 周涛

电话: 010-88321940

E-MAIL: zhoutao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517120001

证券分析师: 刘晶敏

### 报告摘要

**玻纤行业迎来拐点。**公司目前三大业务中玻纤业务资产最重，发展稳健，结构持续优化，产能规模位居全国第二，国际前三；11月份以来部分厂家对一些产品开始进行提价，龙头企业11月份销售情况良好，库存稳步下降，行业基本已经触底，最差阶段已经过去。从供给端来看，随着18年新增产能逐步被消化，19-20年新增产能大幅减少，预计20年新增产能在20-30万吨，占比约4-6%，产能冲击十分有限；而从需求端来看，随着5G时代到来，电子布需求有望爆发，同时2020年基建触底回暖，汽车销售有望止跌回升，风电维持高景气度。待疫情影响减弱需求旺季到来，2020年仍将是行业新周期的拐点，行业龙头具备规模、渠道及产品结构等优势，反弹力度将大于行业平均。

**风电叶片龙头地位稳固，行业高景气市占率有望进一步提升。**公司具备年产4000套共8.35GW风电叶片的能力，是叶片行业绝对龙头，市占率近年来稳步提升，并在19-20年维持高增速。在目前风机大型化及海上风电高景气背景下，公司市占率有望进一步提升。近年公司稳健推进“两海战略”，即紧跟海上风电发展步伐并实施国际化战略，海外业务收入增速亦较快。风电产业链的核心环节在经历近年来的竞争淘汰后，市场集中度提高。公司已全面进入国内前十名整机商供应商体系，在国内前两位的整机厂商的供应体系中占据绝对优势，并承担其海外项目叶片供应。

**锂电隔膜技术优势凸显，产能扩张恰逢其时。**公司从南玻院高温滤料起步转到开发锂电隔膜相关技术，逐步进行产业化布局，并购湖南中锂之后，产能规模已位居国内第二，同时具备湿法同步+异步产能，采用一体两翼模式发展，实现了装备技术到产品技术到制造销售的闭环，综合竞争力大幅提升，快速成长为国内领先的锂电池隔膜供应商。2018年以来，随着国内补贴持续退坡叠加行政壁垒消除，市场全面开放，锂电池产业链已进入全方位竞争阶段，隔膜作为最核心的材料之一，正处于战略机遇期。公司于行业底部逆势扩张，目前已具备9.6亿平方米基膜产能，随着公司持续投建产能，预计公司将形成超过15亿平方米的锂电池隔膜产能。

**投资建议:**公司三大重点产业布局清晰，玻纤业务随着新线的逐步建成运营、老线的逐步关停，公司未来降本增效的潜力巨大；风电为公

电话：010-88321616

E-MAIL: liujm@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190516050001

证券分析师：方杰

电话：010-88321942

E-MAIL: fangjie@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517120002

司重点培育主导产业，作为风电叶片龙头企业有望继续受益于风电行业的向上发展势头，公司大功率叶片型号稳定生产和潜在叶片销售的增加有望进一步降低公司的叶片生产成本，盈利水平有望进一步提升。锂膜业务则随着产品实现批量销售，有望为公司带来新的利润增长点。在三大业务板块在行业内确立优势地位的同时，已布局燃料电池氢气瓶领域并已实现批量销售。公司发展定位于新材料、新能源发展平台，而在集团层面上，集团玻纤资产涵盖中国巨石与泰山玻纤（国内前两大玻璃纤维制造商），风电叶片资产则涵盖中材叶片与中复连众（国内前两大风电叶片制造商），规模效应与技术研发优势遥遥领先。“两材合并”带来的业务和资产整合将给公司发展带来更广阔的发展空间。预计公司2020-2022年净利润分别为16.6、19.2和21.1亿元，对应EPS0.99、1.14和1.25元/股，对应PE11、10和9，给予“买入”评级。

风险提示：1、风电装机不及预期。2、玻纤价格大幅下降。3、叶片原材料供应紧缺。4、宏观经济因全球公共卫生事件而恶化的风险。

#### ■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13590	15832	17031	18254
(+/-%)	19%	16%	8%	7%
净利润(百万元)	1380	1663	1920	2106
(+/-%)	48%	21%	15%	10%
摊薄每股收益(元)	0.82	0.99	1.14	1.25
市盈率(PE)	14	11	10	9

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、 叶片玻纤龙头技术实力雄厚，竞争力凸显 .....	5
二、 玻纤行业迎拐点，优化产能结构 .....	9
(一) 新增产能减少，玻纤行业迎拐点 .....	9
(二) 优化产品结构，核心工艺升级引领行业差异化发展 .....	13
(三) 国际化进程稳步推进，抗风险能力提升 .....	15
三、 风电叶片龙头地位稳固，行业高景气市占率有望进一步提升 .....	16
(一) 叶片绝对龙头竞争力强劲，受益行业抢装 .....	16
(二) 海上风电，扬帆起航 .....	22
四、 锂电隔膜技术优势凸显，产能扩张恰逢其时 .....	24
(一) 隔膜产能扩张，产销量快速增长 .....	24
(二) 湿法同步异步技术积淀，新能源汽车前景向好 .....	25
五、 投资建议 .....	28
(一) 盈利假设 .....	28
(二) 投资建议 .....	29
六、 风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1：中材科技子公司分布 .....	5
图表 2：公司发展历程 .....	6
图表 3：公司股权结构 .....	6
图表 4：2010-2019 年营业收入状况 .....	7
图表 5：2010-2019 年净利润状况 .....	7
图表 6：公司收入结构变化 .....	8
图表 7：公司近年盈利能力变化 .....	8
图表 8：2011~2018 年国内玻璃纤维产量与同比增速 .....	9
图表 9：2400TEX 缠绕直接纱价格（元/吨） .....	9
图表 10：全国 G75 电子纱主流成交价（元/吨） .....	9
图表 11：2011~2018 年国内玻璃纤维产量与同比增速 .....	10
图表 12：中国玻璃纤维应用领域分布情况 .....	11
图表 13：中材科技子公司泰山玻纤主要下游占比 .....	11
图表 14：2014 年及 2015H1 玻纤价格猛烈上涨 .....	12
图表 15：5G 宏基站数量预测 .....	12
图表 16：我国仍有 11%左右池窑产能规模较小且产品落后 .....	12
图表 17：2017~2018 年公司玻璃纤维及制品生产情况 单位：万吨/年、万吨、% .....	13
图表 18：2010~2018 年全球 PCB 产值规模统计及增长情况 .....	14
图表 19：泰山玻璃纤维及制营业成本及增速单位：百万元、% .....	15
图表 20：2014~2018 年中国玻璃纤维及制品出口量情况 单位：万吨/年 .....	15
图表 21：风电机组成本构成占比情况 .....	16
图表 22：风电叶片的原材料成本构成 .....	16
图表 23：公司风电叶片生产基地产能情况 单位：套 .....	17
图表 24：2018 年中国不同功率机组新增容量比例 .....	18
图表 25：2018 年中国不同功率机组累计容量比例 .....	18
图表 26：2017~2018 年公司销售风电叶片产品结构情况 单位：MW、% .....	18
图表 27：截至 2018 年公司全球装机情况 .....	19
图表 28：中材叶片市场占有率情况 单位：万千瓦 .....	19
图表 29：未来十年全球十大新增风电装机市场展望 .....	20
图表 30：未来十年全球十大新增海风装机市场展望 .....	20
图表 31：历年风电电价标准（元/千瓦时） .....	20
图表 32：季度公开招标容量（GW） .....	21
图表 33：月度公开招标均价（元/KW） .....	21
图表 34：2013~2018 年全国风电新增装机情况 单位：GW、% .....	21
图表 35：2013~2018 年中国海上风电装机容量情况表 .....	22
图表 36：2018 年全球新增海上风电装机量占比情况 .....	23
图表 37：国内海上风电核准情况 .....	23
图表 38：国内海上风电核准占比 .....	23
图表 39：公司锂膜业务发展历程 .....	24
图表 40：湖南中锂主要财务数据（万元） .....	25
图表 41：2014-2019 中国锂电隔膜出货量统计 .....	26
图表 42：2014-2019 中国锂电隔膜干法湿法占比 .....	26
图表 45：动力电池隔膜需求测算（GWH、亿平米） .....	27

## 一、叶片玻纤龙头技术实力雄厚，竞争力凸显

中材科技成立于 2001 年，是我国特种纤维复合材料行业唯一的集研发设计、产品制造与销售、成套技术与装备服务于一体的技术企业，承继了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大国家级科研院所核心技术资源，当前已形成三大主导产业的格局。

图表 1：中材科技子公司分布



资料来源：中材科技官网，太平洋研究院整理

一，玻璃纤维业务，从南玻院的技术、装备到与泰山玻纤的产业化尝试，2016 年泰山玻纤和中材科技业务联合重组，完善了玻纤制造领域的布局，目前三大业务中玻纤业务资产最重，发展稳健，结构持续优化，产能规模位居全国第二，国际前三；

二，风电叶片业务，公司 2007 年进军风电叶片行业，从研究、试制、搭建产业化平台，已连续 9 年国内市占率维持第一，具备年产 4000 套共 8.35GW 风电叶片的能力。近年的目标面向海外客户与海上风电，当前处于高景气阶段；

三是锂电隔膜业务，从南玻院高温滤料起步，转到开发锂膜相关技术，逐步进行产业化布局，选择了具有院所特色的高端同步法，装备与国内企业联合开发，2019 年联手湖南中锂，产能规模已位居国内第二，当前已上升为公司主导产业方向之一，将进入加速发力阶段。

公司 2006 年 11 月在深圳证券交易所上市。2017 年 11 月，控股股东中国中材股份有限公司与中国建材股份有限公司开启换股吸收合并，合并后，中国建材集团有限公司作为公司的实际控制人、国务院国资委作为公司的最终控制人未发生变化。中国建材集团是国资委旗下最大的综合

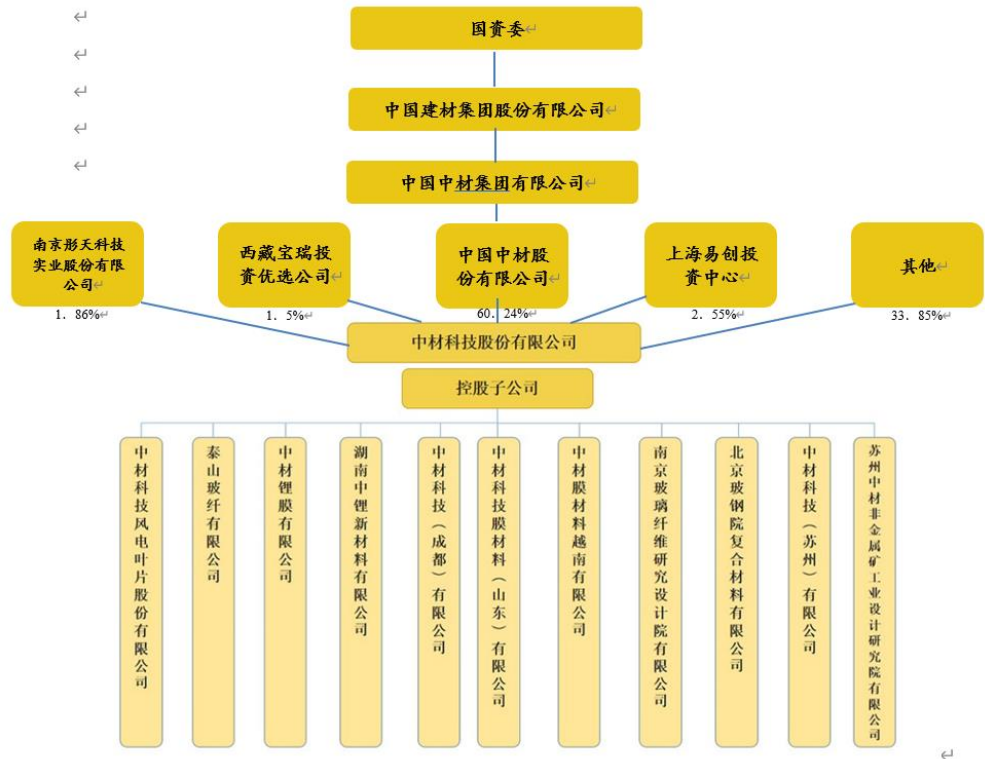
性建材产业央企集团，股东实力雄厚。公司旗下持有十家控股子公司。2016 年收购其母公司中材股份持有的泰山玻纤 100%股权，实现玻璃纤维业务整合。2019 年收购湖南中锂 60%股权，湖南中锂成为公司控股子公司。

图表 2：公司发展历程



资料来源：中材科技官网，太平洋研究院整理

图表 3：公司股权结构

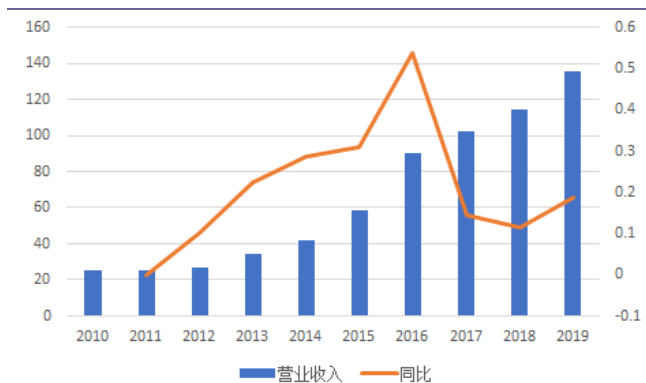


资料来源：中材科技官网，太平洋研究院整理

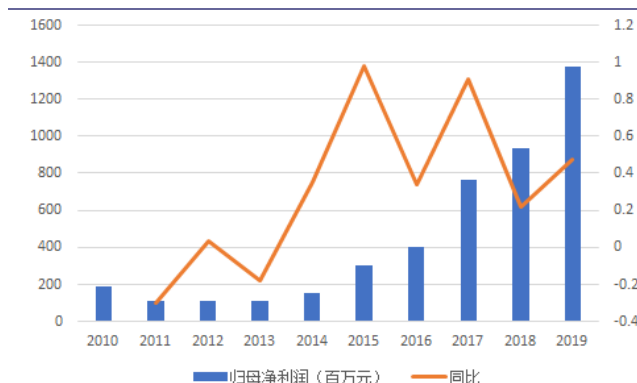
近年来，我国风电行业和玻纤行业整体景气度向好，公司紧随行业发展趋势，通过持续推进产品结构升级和产品研发实现了销售规模的扩大和盈利能力的增强，风电叶片产品和玻璃纤维产品保持领先的市场占有率和行业地位。根据业绩快报，公司 2019 年实现营业收入 135.80 亿元，同比增长 18.51%；归属于上市公司股东的净利润 13.85 亿元，同比增长 49%。近年来，公司业绩保持着较高的复合增速，2010 年-2018 年，公司营业收入从 25.74 亿元增至 114.47 亿元，CAGR 达到 20.5%；实现归母净利润 1.77 亿元到 9.34 亿元的增长，CAGR 达到 23.1%。

图表 4：2010-2019 年营业收入状况

图表 5：2010-2019 年净利润状况



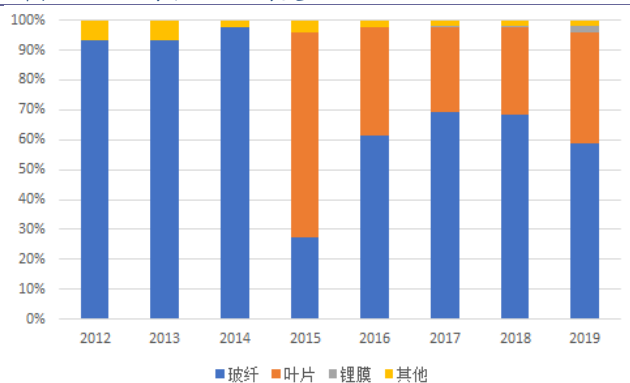
资料来源：wind，太平洋研究院整理



资料来源：wind，太平洋研究院整理

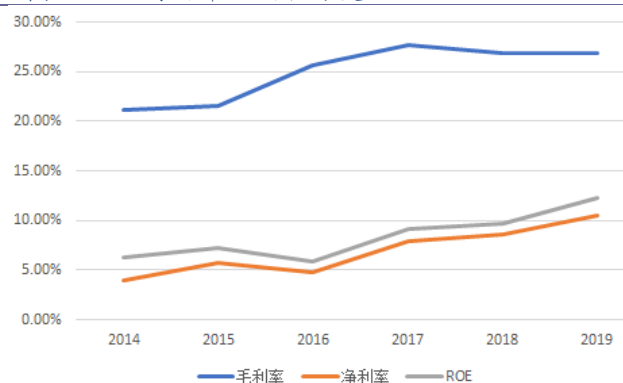
2019年，公司玻纤、风电叶片业务占比分别约55%、37%，近年来两大业务稳定发展，锂膜业务则由2018年的0.47%提升至2.47%。玻纤业务作为主营在2010-2014年占据了营收的绝大部分；2015年以来，风电叶片业务突飞猛进，已成为公司第二大主营业务；盈利能力方面，毛利率保持稳中有升态势，2016年因风电景气度下降而有所下滑，2017年泰山玻纤的并入后，盈利能力显著提升。

图表 6：公司收入结构变化



资料来源：wind，太平洋研究院整理

图表 7：公司近年盈利能力变化



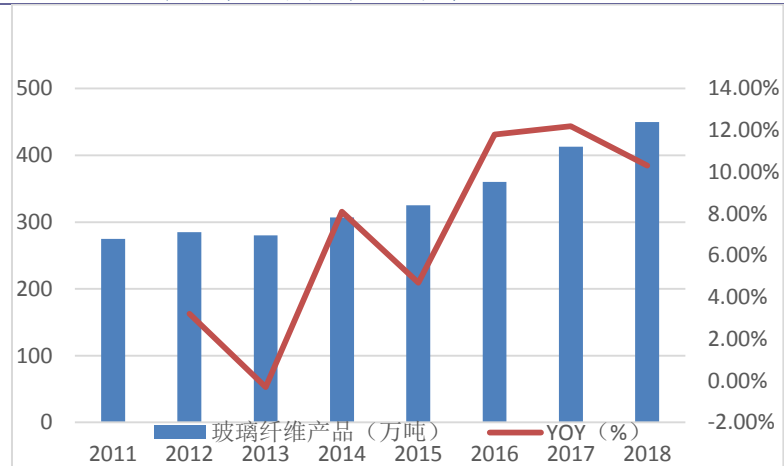
资料来源：wind，太平洋研究院整理

## 二、玻纤行业迎拐点，优化产能结构

### (一) 新增产能减少，玻纤行业迎拐点

我国玻璃纤维产业近年处于高速发展的阶段。2011~2017年，我国玻璃纤维产能年均复合增长率达到7%，高于全球玻璃纤维产能年均复合增长率。特别是近两年随着玻璃纤维产品供求关系好转，下游应用领域不断扩展，市场景气度快速回升。2017年，我国大陆地区玻纤产量达到408万吨，占全球总产量的55%，中国已成为世界规模最大的玻纤生产国。

图表 8：2011~2018 年国内玻璃纤维产量与同比增速

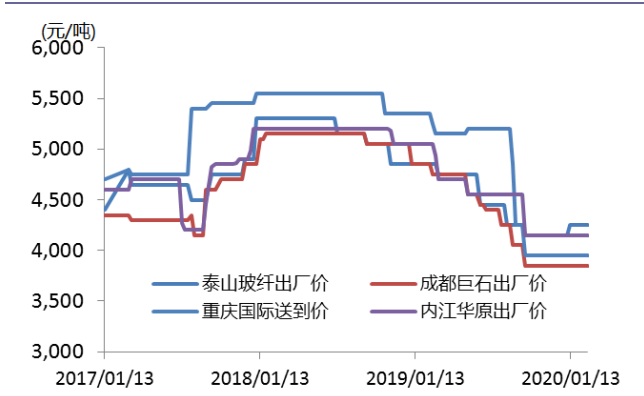


资料来源：中国玻璃纤维复合材料工业协会，太平洋研究院整理

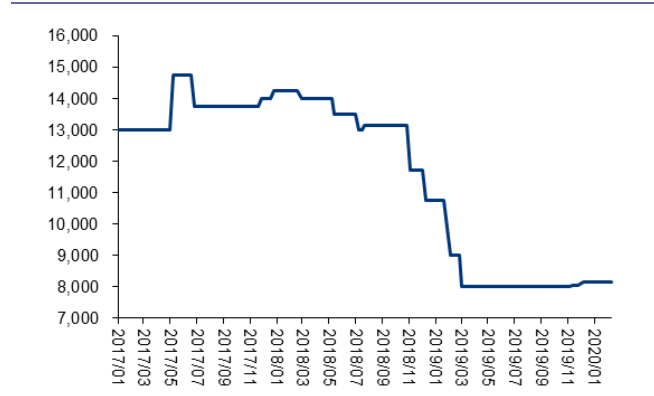
价格方面，2018年上半年，受益于玻纤市场需求良好，部分产品处于供应偏紧状态，各型号无碱玻纤价格企稳回升，大众型产品2400tex缠绕直接纱价格维持在5,100~5,200元/吨不等；下半年，随着国内无碱粗纱池窑企业产能增加加之出口受限，后逢春节期间，下游及终端市场开工率低，厂家走货偏淡，各型号无碱粗纱库存均有明显上涨，市场成交价格下调至4,500-4,800元/吨。而2019年，受往年新增产能及中美贸易摩擦影响，整体竞争加剧，景气度持续下行。

图表 9：2400tex 缠绕直接纱价格 (元/吨)

图表 10：全国 G75 电子纱主流成交价 (元/吨)



资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理



资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

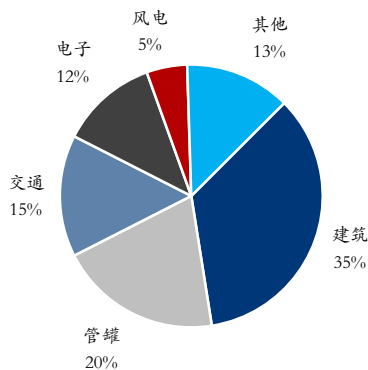
新增产能大幅减少，2019Q4 迎来产能拐点。由于 2017 年玻纤行业价格盈利良好以及 2018 年是冷修技改高峰，2018 年玻纤行业新增产能达 100 万吨左右，为近年来最高，也对 2018H2 及 2019H1 的玻纤价格造成了显著的压制。而根据我们统计，2019 年国内玻纤行业新增产能将大幅下降至 20-30 万吨，2020 年的新增产能总体也将有限。此外，全球玻纤企业海外扩张步伐也于 2019 年放缓，全年海外新增产能 20 万吨左右，因此即使考虑全球范围，2019 年新增产能的压力也明显小于 2018 年。由于 2018 年集中投产的新增产能也于 2019 年基本消化完毕，我们认为行业将迎来产能拐点。

图表 11：2011~2018 年国内玻璃纤维产量与同比增速

中国产量	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
	323	362	408	438	473	504
同比%	4.9%	12.1%	12.7%	7.3%	8.0%	6.5%
其中：池窑产量	305	340	388	424	463	499
占比%	94.3%	93.9%	95.1%	97.0%	98.0%	99.0%
其中：坩埚及其他落后产能产量	19	22	20	13	9	5
占比%	5.7%	6.1%	4.9%	3.0%	2.0%	1.0%
当年加权池窑产能（万吨/年）	352	361	390	430	502	535
加权产能利用率%	86.6%	94.3%	99.4%	98.7%	92.3%	93.2%
当年年底池窑产能（万吨/年）	370	382	410	516	545	576
理论产能利用率%	82.3%	89.0%	94.6%	82.3%	85.1%	86.6%
进口	15	11	13	10	10	10
出口	(74)	(75)	(87)	(97)	(97)	(97)
表观消费量	265	299	334	351	386	417
表观消费量增速%	7.4%	12.9%	11.8%	5.0%	10.0%	8.0%

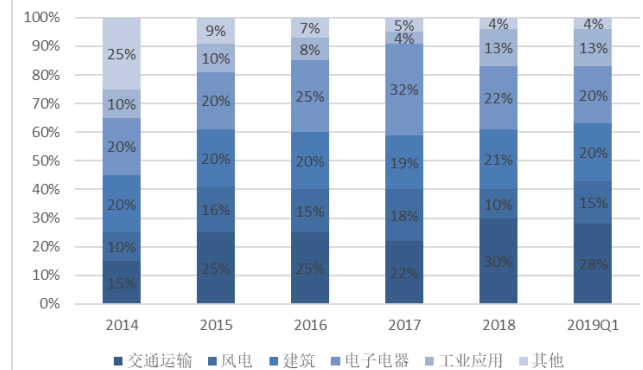
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 12：中国玻璃纤维应用领域分布情况



资料来源：中国玻纤及复合材料协会，太平洋研究院整理

图表 13：中材科技子公司泰山玻纤主要下游占比

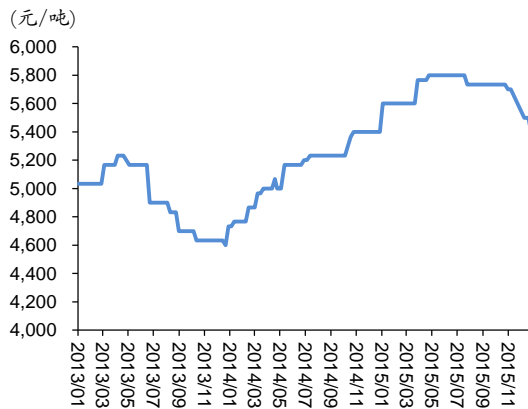


资料来源：公司财报，太平洋研究院整理

差异化发展的加速拐点来临。2008 年金融危机以及 2012 年我国大幅提高玻纤行业进入壁垒后，行业格局基本稳定，同时随着下游应用场景的拓宽以及应用环境的日益严苛，玻纤行业进入了差异化发展阶段，尽管风电、热塑纱等高端产品占我国玻纤总体需求的比重不高，但对玻纤价格的撬动作用在放大。以 2014 年为例，风电抢装提振玻纤总体需求，2014 年至 2015 年上半年玻纤平均出厂价格上升 1200 元/吨（26%），而撬动这一需求的风电纱占我国玻纤需求不足 10%。而在行业进入差异化发展阶段后，单纯提高产能规模已经无法提升盈利能力，头部企业与其余梯队

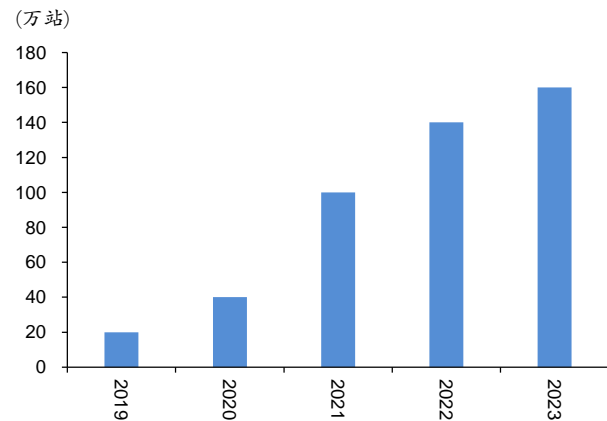
企业的差距逐渐拉大。我们认为相似的事情也将在当前上演：1) 与 2014 年类似，政策推动风电抢装，同时弃风率下降部分红六省解禁，国内龙头风电企业相较 2018 大幅上调 2019 计划装机量，而就全球而言，主要风电企业签约装机量 2018 下半年以来也明显加速，2019-2020 风电纱需求获得大幅提振；2) 发改委明确鼓励 5G 基站等新基建，而相关建设将提振电子纱等高端需求。因此，我们认为类似于 2014 年，风电及电子纱需求的增长将为行业带来差异化发展的加速拐点。此外，需求的结构性升级可能进一步出清无法生产高端产品的落后产能，从而优化行业格局；

图表 14：2014 年及 2015H1 玻纤价格猛烈上涨



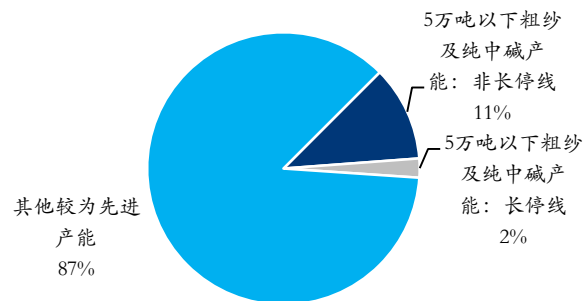
资料来源：中国玻纤及复合材料协会，太平洋研究院整理

图表 15：5G 宏基站数量预测



资料来源：太平洋研究院整理

图表 16：我国仍有 11% 左右池窑产能规模较小且产品落后



资料来源：卓创，太平洋研究院整理

此外，我们预测 2019 年玻纤需求增速也将逐步回暖：1) 基建补短板、房地产低库存下建筑业 PMI 景气度维持较高位；2) 风电装机量 2019-2020 年行业抢装高增长无虞，新能源汽车产量 2019 年为行业低谷，近期在特斯拉国产化及国家相关政策下，预计在较长时期内能保持较高速增长

长；3) 中美贸易战有缓和迹象，玻纤出口预计回暖。我们认为成本支撑及需求回暖为玻纤行业 2019H2 的提价创造了良好的条件，因此玻纤行业价格及盈利的拐点已经逐步来临。2019 年 11 月，公司对部分玻纤产品价格进行恢复性上调，行业触底回升迹象明显。

## (二) 优化产品结构，核心工艺升级引领行业差异化发展

玻璃纤维业务是公司核心业务板块之一，下游需求端尤其汽车轻量化、电子电器等行业支撑强劲。在 2019 年行业景气度下行背景下，公司积极调整产销结构，降低生产成本，整体经营情况维持平稳，全年玻纤销量 92.4 万吨，同增约 10%，收入 59.4 亿元，同比略增 1%，维持上年同期水平。新建产能方面，随着满庄新区基地的先进产能逐步投产，先进产能的占比进一步提升，目前泰山玻纤的玻纤实际生产能力已超过 90 万吨/年；新产品开发及技术创新方面，HMG 及 S-1HM 高模风电产品及织物产销进一步扩大，特种热塑短切纤维（扁平、高模等）产销比例扩大，5G 材料低介电短切纤维性能良好。

泰山玻纤共建有泰山玻纤新区、泰山玻纤泰安本部和泰山玻纤邹城公司三大生产厂区共计 22 条生产线，随着 F06 线 2018 年底点火投运，公司新增产能 12 万吨。玻璃纤维纱分为粗纱和细纱，包括直接无捻粗纱、合股无捻粗纱和细纱。随着细纱在国防、航空航天、载人飞船、电信电器等领域的应用不断拓展，2018 年粗纱和细纱分别实现产量 47.48 万吨和 7.59 万吨，同比增长 15.27% 和 11.45%。玻纤制品可分为毡类、短切纤维类和方格布类，主要产品包括短切纤维、方格布、电子布、毡制品、经编织布和耐碱纤维等，2018 年玻纤制品产量 27.80 万吨，同比增长 9.23%。

图表 17：2017~2018 年公司玻璃纤维及制品生产情况 单位：万吨/年、万吨、%

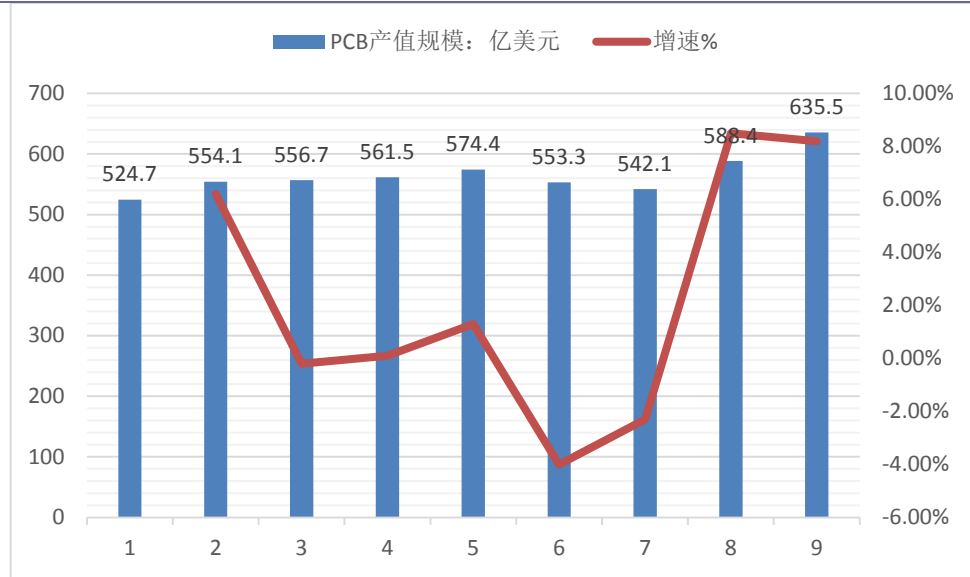
产品分类		2017	2018	同比增速
产能		75.02	83.36	11.21
产量	粗纱	41.19	47.48	15.27
	细纱	6.81	7.59	11.45
	玻纤制品	25.45	27.80	9.23
其他		0.20	0.36	80.00

资料来源：中诚信证，太平洋研究院整理

作为国内玻纤第二大应用领域，电子玻纤产品应用较广，可制成玻纤布，其中 PCB 的核心基材-覆铜板的生产，是 PCB 上游产业链的核心环节。随着 5G、人工智能发展的不断深化，PCB 的需求不断上扬，电子纱的需求随之扩张。截至 2018 年末，我国电子级玻纤纱产能约 73.2 万吨/年，

国内内资企业的年产能由 2017 年占全国总产能的 43%，增加到 2018 年的 53.5%。根据 Prismark 统计，2017 年全球和中国 PCB 产值为 588 亿美元和 297 亿美元，同比分别增长 8.6% 和 9.7%，预计 2022 年全球和中国 PCB 产值将达到 688 亿美元和 357 亿美元，2017-2022 年复合增长率将为 3.2% 和 3.7%。PCB 市场规模的扩大将带动电子纱需求的增长。

图表 18：2010~2018 年全球 PCB 产值规模统计及增长情况

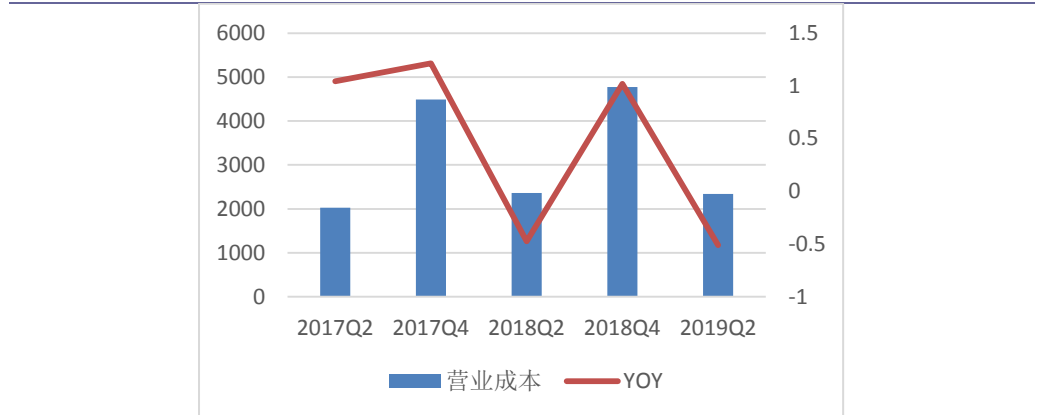


资料来源：中国产业研究网，太平洋研究院整理

公司产品结构持续优化，玻璃纤维及制品中高端产品如电子纱、热塑材料、风电纱等产品比例持续提升，占比已超 50%。其中，泰山玻纤自主研发的 5 万吨电子纱池窑拉丝生产线 2018 年该项目建成投产，具有“单体产能最大”、“技术装备最先进”、“品种最齐全”、“综合运行成本最低”等特点，是最具国际竞争力的生产线。此外，公司在邹城工业园区分别投资建设“年产 5,000 吨超细电子纱玻璃纤维生产线建设项目”和“年产 6,700 万米电子布生产线建设项目”进一步完善产品结构，增加高附加值产品。

与此同时，公司推进老产线冷修技改及关停计划，降本增效。2019 年 10 月，泰山玻纤与政府签署《泰山玻璃纤维有限公司老厂区整体搬迁补偿协议》，关停目前生产成本较高的老厂区生产线，通过老厂区搬迁和满庄新区建设，实现老厂区产能的替代衔接和转型升级。满庄新区陆续新建的生产线投产及邹城公司完成的 3#线冷修改造带来的产能提升，可有效弥补老区生产线关停所致的产能减少。

图表 19：泰山玻璃纤维及制营业成本及增速单位：百万元、%



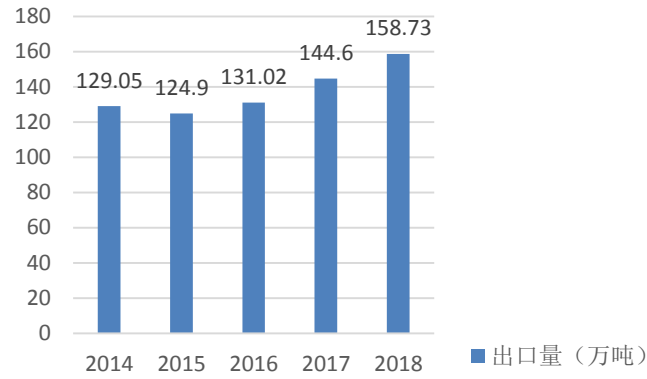
资料来源：中国玻璃纤维工业协会，太平洋研究院整理

### (三) 国际化进程稳步推进，抗风险能力提升

随着国内企业的生产技术不断进步、产品质量不断提高以及产量稳步增长，国内企业已更好的满足了国内外下游应用端的需求。2018 年我国玻璃纤维及其制品进口量 19.20 万吨，同比下降 18.30%，出口量持续上升。公司销售区域广泛，覆盖全国 30 多个省市，同时大量出口北美、欧洲、亚洲和澳大利亚等 60 多个国家和地区，2018 年公司玻纤产品出口比例为 30.56%。泰山玻纤围绕“一带一路”战略，积极推进海外产能布局。到 2020 年，在形成年产能 100 万吨的生产能力的同时，积极筹划海外玻纤基地的选址和项目建设，实现国际化产业布局，进一步增强国际市场控制力和影响力。

此外，2018 年 5 月，中建材集团旗下中国建材已经完成了对中材股份吸收合并的换股工作，二者的合并不仅能够极大的提升国内玻纤行业的集中度，还将提升中国玻纤行业全球的实力。

图表 20：2014~2018 年中国玻璃纤维及制品出口量情况 单位：万吨/年



资料来源：中国玻璃纤维工业协会，太平洋研究院整理

短期承压不改长期反弹之势，虽然当前国内疫情有所缓解，由于国外疫情处于爆发，对全球需求有所压制，短期行业供需格局或承压，但拉长周期来看，当前处于周期底部，我们测算，当前价格下中小企业已经不赚钱，且接近亏损现金流，若当前价格持续较长时间，且疫情影响全球供需格局，不排除部分小企业会被淘汰出局，行业集中度继续提升。随着 2018 年新增产能逐步消化，而 19-20 年新增产能大幅减少，待疫情影响减弱需求旺季到来，2020 年仍将是行业新周期的拐点，行业龙头具备规模、渠道及产品结构等优势，反弹力度将大于行业平均。

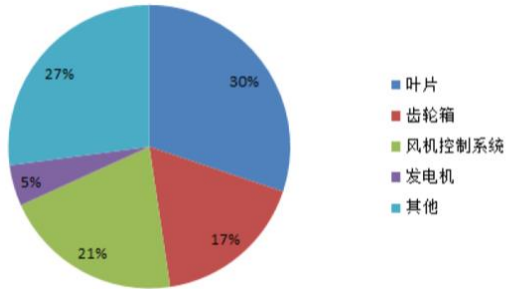
### 三、风电叶片龙头地位稳固，行业高景气市占率有望进一步提升

#### (一) 叶片绝对龙头竞争力强劲，受益行业抢装

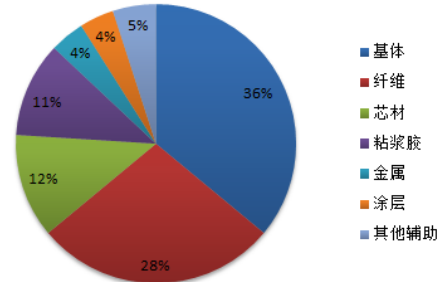
在风电机组的整机成本构成中，风机叶片占风机总成本接近 30%，齿轮箱约占 17%，发电机约占 5%，风机控制系统包括制动系统、油冷系统、安全系统等约占 21%。作为风机的核心部件，叶片是整机成本、发电效率、利用小时数等的关键要素。而风电叶片成本下降的空间主要来自原材料的国产替代以及技术进步。公司通过收购泰山玻纤，向产业链上游延伸，可有效地控制叶片成本。

图表 21：风电机组成本构成占比情况

图表 22：风电叶片的原材料成本构成



资料来源：北极星电力网，太平洋研究院整理



资料来源：《化工新材料》，太平洋研究院整理

公司目前具备年产 8.35GW 风电叶片生产能力，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，覆盖了国内所有目标客户市场；拥有独立自主的设计研发能力，具备 1MW-8MW 的 6 大系列产品，适用于高低温、高海拔、低风速、沿海等不同运行环境。2019 年，风电行业景气度提升，市场需求大幅增长，公司风电叶片产业持续优化产能布局及产品结构，合计销售风电叶片 7.94GW，实现销售收入 51.7 亿元，市场占有率稳中有升，连续 9 年市场占有率保持全国第一。

图表 23：公司风电叶片生产基地产能情况 单位：套

生产基地	产能
吉林白城线	400
内蒙古锡林郭勒线	300
甘肃酒泉线	900
北京延庆	400
江苏阜宁线	800
江西萍乡	700
河北邯郸	500
合计	4000

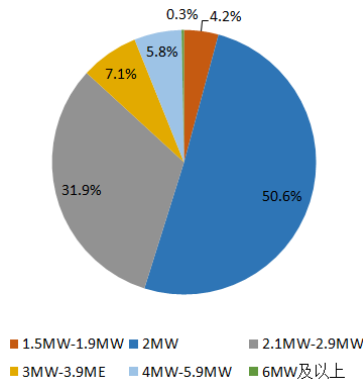
资料来源：中材科技，太平洋研究院整理

公司全年共有 19 款叶型获得 30 项认证，其中 Sinoma59.5D 获得全球首张 IECRE 叶片部件认证证书，Sinoma68.6/72/75 三款产品获得国际型式认证，为国际化发展奠定坚实基础。

机组大型化趋势显著。根据 CWEA 的统计，2018 年中国新增风电机组中，2MW 以下的新增装机市场容量占比 4.2%，2MW 风电机组新增容量占比 50.6%，2MW 至 3MW 新增装机占比 31.9%，3MW 至 4MW 机组新增占比达到 7.1%；2.1MW 至 2.9MW 机组市场份额同比增长了 31.7%，2MW

机组市场份额同比下降了 7.8%。我们认为随着平价上网的临近，风电机组大型化趋势将加快。

图表 24：2018 年中国不同功率机组新增容量比例



资料来源：CWEA，太平洋研究院整理

图表 25：2018 年中国不同功率机组累计容量比例



资料来源：CWEA，太平洋研究院整理

公司风电叶片产业紧跟行业发展趋势，叶片生产技术和质量始终处于国内领先水平，在产品开发上实现了从 1.5MW 到 2MW、3MW 乃至 6.7MW 的系列化推进，率先推出国内最长的 6MW/SINOMA77.7 风电叶片，在大叶片上非常有优势。2018 年，销售风电叶片 5,587MW，同比增长 12.66%，其中 2MW 及以上功率叶片合计 5,192MW，占总销量的 93%；1.5MW 叶片合计 396MW，占总销量的 7%，2MW 及以上功率叶片销售占比较上年提升 10pct。同时，公司从设计端开始优化降本，进一步优化材料及工艺设计，部分叶型产品实现减重 18% 公司全面升级制造工艺流程及工厂管理体系，实现大叶型产品主成型 24 小时标准作业工艺，进一步提升生产效率，降低大型叶片制造成本。

图表 26：2017~2018 年公司销售风电叶片产品结构情况 单位：MW、%

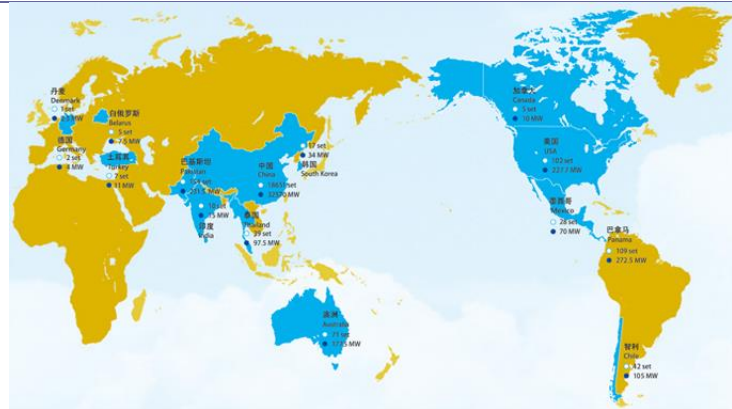
产品结构	客户名称	销售金额	占比	是否关联方
	数量	占比	数量	占比
1.5MW	810	17.00	396	7.00
2MW	2232	46.00	3759	67.00
2.5MW 以上	1817	37.00	1433	26.00
合计	4959	100.00	5587	100.00

资料来源：中材科技，太平洋研究院整理

销售方面，公司主要向国内大中型风电主机厂商提供复合材料风电叶片产品，产品覆盖国内东北、西北、华北、西南等地区，并销往美国、加拿大和澳大利亚等国家，累计装机风场达 500

多个。2018 年，公司积极拓展海外客户，持续深化国际战略合作，实现了为国际一流整机商全球首发的新产品批量供货，提升了公司国际影响力。

图表 27：截至 2018 年公司全球装机情况



资料来源：中材叶片官网，太平洋研究院整理

从行业集中度来看，风电产业链的核心环节在经历近年来的竞争淘汰后，市场集中度提高。零部件制造环节，我国风电叶片产能呈现逐渐淘汰的过程，厂商已由最高峰的 100 余家下降到不足 20 家。2019 年中材科技以约 30% 以上的市场占有率，连续九年保持风电叶片行业第一。公司已全面进入国内前十名整机商供应商体系，在国内前两位的整机厂商的供应体系中占据绝对优势，并承担其海外项目叶片供应。

风电叶片的一流企业，国内以中材叶片、中复连众为代表，国外以 LM、TPI 为代表。而中材叶片、中复连众同属中国建材集团，两者总产能达到 16GW，位居世界第一，未来有望开展业务整合与协同。

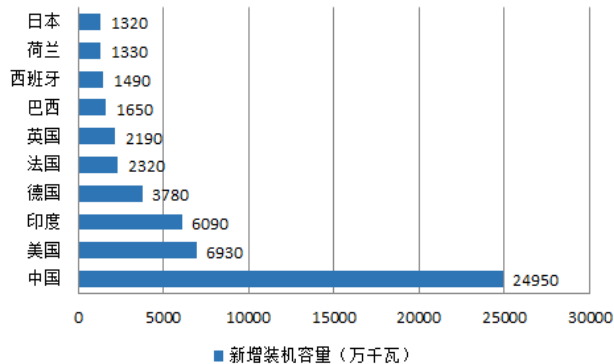
图表 28：中材叶片市场占有率情况 单位：万千瓦



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

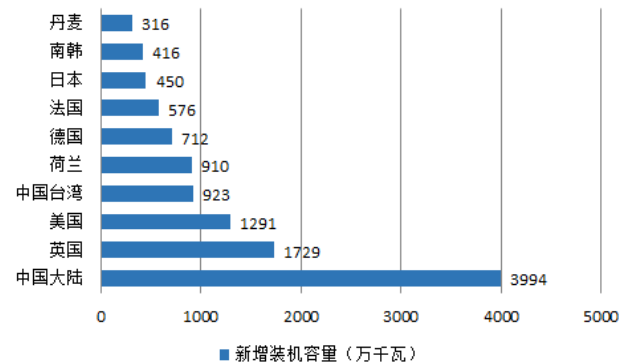
风电进入全面竞价时代，未来十年中国依然是最大的风电市场。2018年5月，国家能源局官网发布《关于2018年度风电建设管理有关要求的通知》，配发“风电项目竞争配置指导方案(试行)”。意味着运行近10年的风电标杆上网电价政策逐步退出，全面进入竞价时代，将进一步加快风电行业技术进步以及产业升级。据WM预测，全球风能市场未来十年新增装机容量约为720GW，而中国将始终是全球最大风能市场，未来十年新增装机总量将达到249.5GW，在全球新增市场中占比约36%。全球海上风电市场未来十年新增装机容量约为124GW，中国或将达到40GW，在全球新增市场中占比约为32%。

图表 29：未来十年全球十大新增风电装机市场展望



资料来源：Wood Mackenzie，太平洋研究院整理

图表 30：未来十年全球十大新增海风装机市场展望



资料来源：Wood Mackenzie，太平洋研究院整理

**政策积极引导，平价上网有序推进。**近年来，国家出台一系列配套政策促进风电行业持续降本提效，推进风电向低补贴、无补贴方向逐步有序发展。国家发改委先后于2014年及2016年就有关可再生能源上网电价机制实施指引性调整，2019年1月，国家发改委、能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》；4月，能源局发布《关于推进风电、光伏发电无补贴平价上网项目建设的工作方案(征求意见稿)》进一步推动风电平价上网进程。可以看出该指导价和燃煤机组标杆上网电价非常接近，陆上风电平价在即，作为替代火电的清洁能源具有竞争力，预计2021年新核准的陆上风电项目将全面实现平价上网。

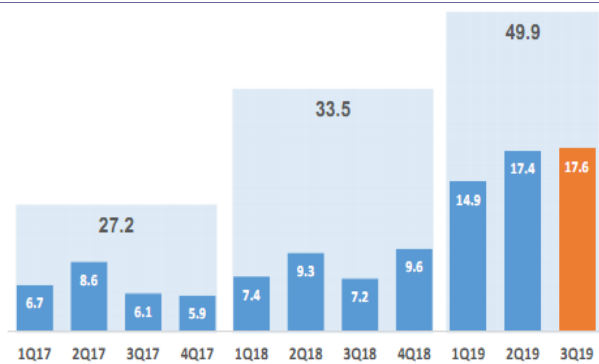
图表 31：历年风电上网电价标准 (元/千瓦时)

风电类型	资源区	2014	2015	2016	2018	2019	2020
陆上风电	I类资源区	0.51	0.49	0.47	0.40	0.34	0.29
	II类资源区	0.54	0.52	0.50	0.45	0.39	0.34
	III类资源区	0.58	0.56	0.54	0.49	0.43	0.38
	IV类资源区	0.61	0.61	0.60	0.57	0.52	0.47
海上风电	近海	0.85		0.80		0.75	
	潮汐带	0.75			同陆上风电		

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

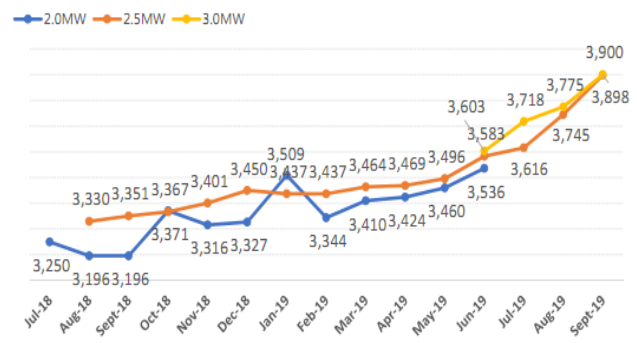
而5月，发改委发布《关于完善风电上网电价政策的通知》，意味着继2015年抢装之后，国内陆上风电有望在2020年底之前再次呈现抢装；海上风电则在2021年底之前呈现抢装。在此背景下，2019年以来，风电制造产业链相关企业业绩普遍呈现高增长，反映了行业当前的高景气度。风机产品价格处于平稳上升趋势。自2018Q3，风机招标均价呈上涨趋势，当前一线企业风机产品处于供不应求状态，并有望在抢装期间维持高位。受益于风机招标规模的大幅增长，风机企业在2019年普遍斩获大量新订单，目前在手订单饱满。2020年国内新增装机有望进一步提升。2019年国内风电新增装机达25.7GW；我们预计2020年风电抢装规模有望超过2015年，全年新增装机规模有望达35GW。

图表 32：季度公开招标容量 (GW)



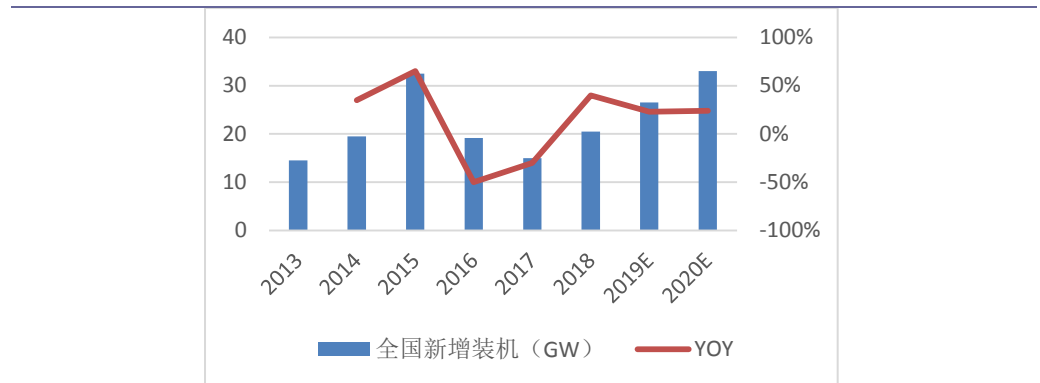
资料来源：金风科技，太平洋研究院整理

图表 33：月度公开投标均价 (元/kWh)



资料来源：金风科技，太平洋研究院整理

图表 34：2013~2018 年全国风电新增装机情况 单位：GW、%

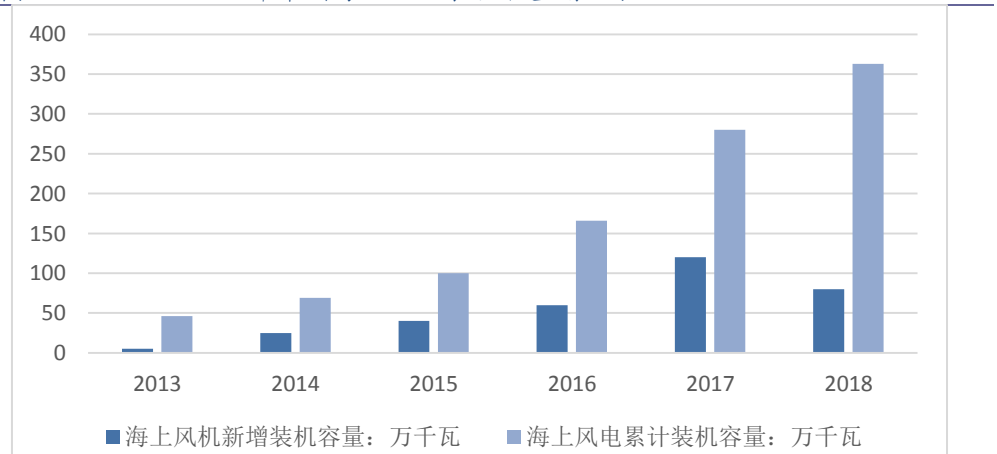


资料来源：太平洋研究院整理

## (二) 海上风电，扬帆起航

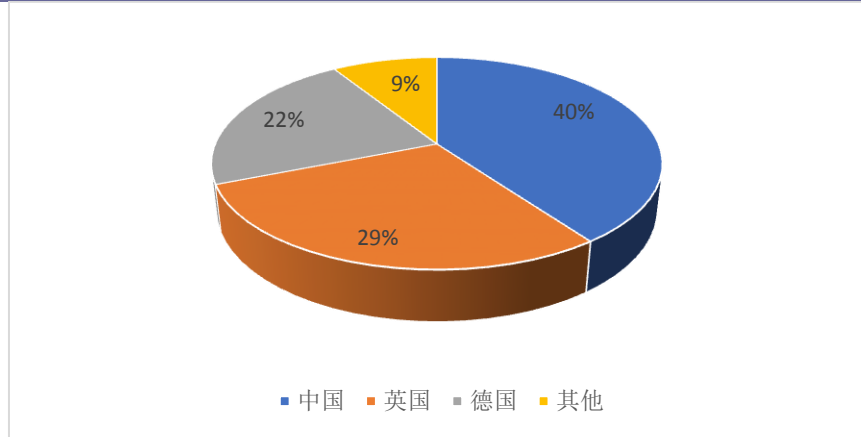
我国具有良好的海上风电开发条件。我国可开发利用的风能资源十分丰富，陆地面积约为 960 万平方千米，海岸线(包括岛屿)达 32,000 千米，拥有丰富的风能资源。我国东南部沿海地区先天条件优越，东南部沿海地区经济发达、常规能源缺乏、海上风能资源丰富，建设条件好、工业基础雄厚，具备开发建设海上风电的良好条件。能源局出台的《风电发展“十三五”规划》提出，要积极稳妥地推进海上风电建设，到 2020 年底，全国海上风电力争累计并网装机容量达到 500 万千瓦以上，开工建设规模容量达到 1,000 万千瓦。我国海上风电现已基本具备大规模开发条件，装机规模连续多年稳步增长，已跃居全球第三。根据 CWEA 数据，经过 11 年发展，截至 2018 年末，中国海上风电累计装机容量达到 363 万千瓦，已完成“十三五”规划目标的 3/4。我国 2018 年海上新增装机量约占全球海上新增装机量 40%，累计风电装机量约占全球累计量的 35.4%。

图表 35：2013~2018 年中国海上风电装机容量情况表



资料来源：CWEA，太平洋研究院整理

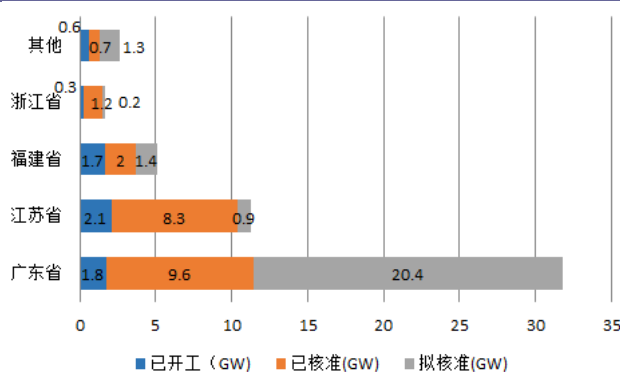
图表 36：2018 年全球新增海上风电装机量占比情况



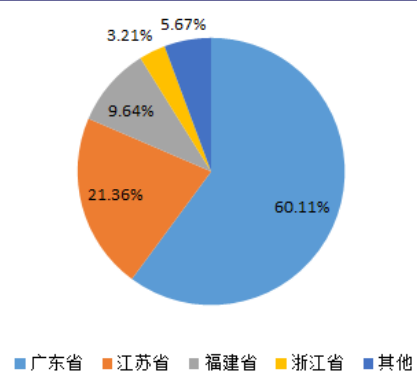
资料来源：中国产业信息网，太平洋研究院整理

海上风电的开发难度和成本远高于陆上风电。在海上风电的成本中，机组和塔架占比在 50% 左右，施工占比高达 35%，随着技术的进步、海工装备的丰富、以及机组大型化带来的机位数量减少，单位成本仍会下降。与陆上风力资源相比，海上风速更高，资源持续性更好，风机利用小时数超过 300h，电能质量更优，且靠近电力消纳能力更强的经济发达地区，无需长距离输送，有效缓解当前因弃风限电带来的影响。综合多种因素，我国海上风电的成本和度电成本均会继续下降，回报率可观。海上风电开工核准创新高，据统计，截止到 2019Q1，我国海上风电开工、核准（含拟核准项目）已逾 50GW，其中核准未开工项目 21.6GW。海上风电建设力度及进度最快的省份为广东、江苏及福建。这些项目将在未来几年开工，我国海上风电将呈现爆发式增长。

图表 37：国内海上风电核准情况



图表 38：国内海上风电核准占比



资料来源：Wood Mackenzie，太平洋研究院整理

资料来源：Wood Mackenzie，太平洋研究院整理

近年公司稳健推进“两海战略”，即紧跟海上风电发展步伐并实施国际化战略。2019年9月，中材科技首支 Sinoma85.6-8.xMW 海上叶片在江苏阜宁顺利下线。Sinoma85.6 叶片是目前国内单机兆瓦最大海上全玻纤叶片，采用全新的气动外形，轻量化设计理念，长度 85.6m，风轮直径 175m，最大弦长 4.88m，扫风面积 23891 m<sup>2</sup>，相当于 3.3 个标准足球场大小。中材叶片在 Sinoma85.6 叶片上首次尝试环向铺布的成型方式并得到成功应用。

总体来看，2018 年以来我国风电新增装机稳中有升，弃风限电现象明显缓解，风电消纳情况大幅改善；在行业抢装趋势下，加上海上风电提速，我国风电行业整体景气度回升，业内企业盈利水平改善，具备综合竞争实力的企业将从中受益。

## 四、锂电隔膜技术优势凸显，产能扩张恰逢其时

### （一）隔膜产能扩张，产销量快速增长

目前锂离子电池隔膜产业已成为公司第三大主导产业。2019 年，中材锂膜在山东滕州建设的锂电池隔膜一期项目 4 条年产 6,000 万平米生产线运行状态良好，产品性能优越，同时投资 15.5 亿元启动二期“年产 4.08 亿平方米动力锂电池隔膜生产线”项目建设。在自建的同时，公司向湖南中锂增资 9.97 亿元取得其 60% 股权，通过外延发展，迅速扩大产能规模，提升市场份额。目前合计已具备 9.6 亿平米基膜产能，随着公司持续投建产能，预计公司将形成超过 15 亿平米的锂电池隔膜产能。2019 全年中材锂膜和湖南中锂合计销售锂电池隔膜近 4 亿平米，锂膜产业实现营业收入 3.5 亿元（湖南中锂于 2019 年 9 月起并表），净利润约 6,000 万元。

图表 39：公司锂膜业务发展历程



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

市场开发方面，公司已为多家国内电池企业批量供货，并与部分知名电池厂商签订长期合作协议；同时，公司积极开发国际客户，提供多规格的样品进行评测，并已完成了工厂初审。2019 下半年以来，湖南中锂经营形式较好，整体出货量较去年有较大幅度提升，2019 上半年尚且是亏损，下半年以来已全面扭亏；在客户开发方面，已实现 LG、SK 小批量供货，三星已完成第一轮审厂，目前进行技术交流和样品评估阶段；中材锂膜已通过松下认证，有望 2020 年开始供应。

图表 40：湖南中锂主要财务数据（万元）

	2018 年	2019 年 3 月	2019 年 9-12 月
资产总额	256370.76	275366.64	283381.57
负债总额	225722.11	245103.27	134051.73
净资产	30648.64	30263.37	149329.84
营业收入	20758.2	10860.55	15908.30
营业利润	-30683.13	-387.15	3317.98
净利润	-26201.06	-385.27	3489.27
经营活动产生的现金流量净额	-240.03	-6944.39	2283.38

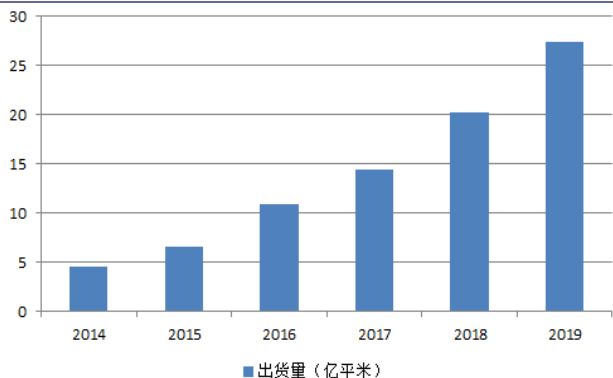
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

## （二）湿法同步异步技术积淀，新能源汽车前景向好

隔膜技术壁垒在工艺，且原材料占总成本比例~30%，生产成本主要来自设备折旧、燃料、人工等，所以隔膜行业规模效应十分明显。龙头企业在技术、成本、渠道等方面都有明显优势，

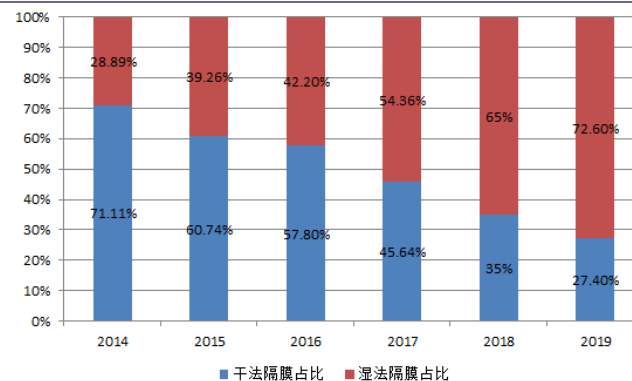
历经技术战、成本战、价格战等风霜洗礼后，隔膜领域两极分化的现象进一步加剧。头部效应明显，中小企业面临淘汰。高工锂电数据显示，2019年中国锂电隔膜出货量为27.4亿平米，同比增长35.6%，2019年恩捷在隔膜市场市占率已超40%，中材科技通过收购湖南中锂，目前在湿法隔膜市场已处于第二位置。

图表 41：2014-2019 中国锂电隔膜出货量统计



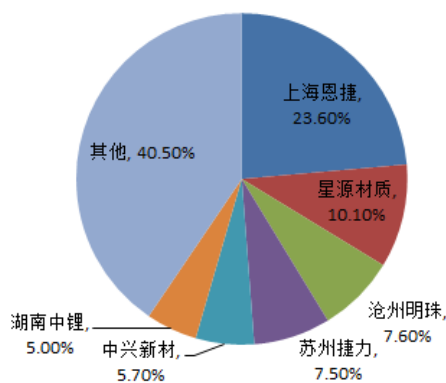
资料来源：高工锂电，太平洋研究院整理

图表 42：2014-2019 中国锂电隔膜干法湿法占比



资料来源：高工锂电，太平洋研究院整理

图表43： 2018年中国隔膜行业市占率



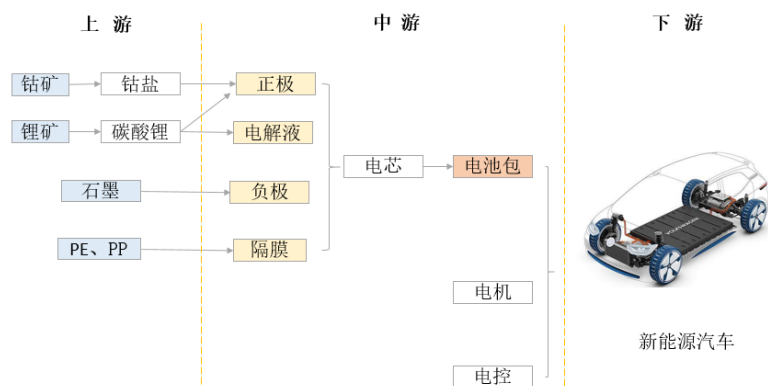
资料来源：GGII，太平洋研究院整理

锂电池隔膜是生产工艺主要分干法工艺和湿法工艺。其中，随着电池对容量、安全性等各类性能要求的提升，湿法隔膜具备的穿刺强度高、厚度更薄、孔径分布均匀等优势越发明显，逐渐成为市场的主流工艺产品。近几年新上的隔膜企业都选定湿法路线制造PE隔膜，以前有名的干法

隔膜制造企业（如星源材质、沧州明珠）也纷纷增加湿法隔膜产线，湿法隔膜产量占比迅速提高，2019年湿法隔膜产量占到总体产量的72.6%，同比提高7.6pct。公司在原有PTFE薄膜制造技术基础上，采用先进的湿法双向同步拉伸工艺制备高性能微孔隔膜。未来锂电池隔膜的发展趋势是越来越薄，技术趋势是湿法双向同步拉伸涂覆隔膜，湿法涂覆隔膜符合锂电池能量密度提升的需求。

锂电池隔膜作为锂电池的关键材料之一，是锂电池材料中技术壁垒最高的一种高附加值材料，也是锂电池材料中最后一个实现国产化的关键材料，在锂电材料总成本占比为5~10%。其终端产品广泛的应用于数码产品、动力能源、储能电站三大领域。国内新能源汽车快速发展驱动国内湿法锂电池隔膜需求快速增长，随着技术工艺水平不断提升，国内隔膜厂商已开始逐步打破日韩隔膜企业市场主导地位，实现部分国产替代。2018年中国新能源汽车销售量125.6万辆，其中乘用车105.3万辆，继续保持高速增长趋势。2019年，新能源汽车国补减半、地补取消，退坡力度超预期，从资源、材料、电芯到整车盈利承压，而全球新能源汽车趋势不改、特斯拉国产化将极大刺激产业链行业的进步，新能源汽车产业依然是国家重点支撑的方向。预计未来新能源汽车产销量将继续保持高速增长。2018年以来，随着国内补贴持续退坡叠加行政壁垒消除，市场全面开放，锂电池产业链已进入全方位竞争阶段，隔膜作为锂电池最核心的材料之一，正处于战略机遇期。

图表44：新能源汽车产业链



资料来源：太平洋研究院整理

图表45：动力电池隔膜需求测算（GWH、亿平米）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2030E
国内三元电池需求	32.43	41.63	56.88	74.15	96.21	137.40	187.48	259.68	333.00
国内磷酸铁锂电池需求	25.61	21.48	31.44	43.92	55.01	63.89	81.28	100.38	116.65
<b>国内动力电池需求合计</b>	<b>58.04</b>	<b>63.11</b>	<b>88.31</b>	<b>118.07</b>	<b>151.22</b>	<b>201.29</b>	<b>268.77</b>	<b>360.07</b>	<b>449.65</b>
国外三元电池需求	36.60	54.12	75.20	97.76	129.50	174.44	234.97	316.55	398.00
国外磷酸铁锂需求	0.00	0.00	3.71	4.83	13.51	18.24	24.62	33.24	42.00
<b>国外动力电池需求合计</b>	<b>36.60</b>	<b>54.12</b>	<b>78.91</b>	<b>102.59</b>	<b>143.02</b>	<b>192.68</b>	<b>259.60</b>	<b>349.79</b>	<b>440.00</b>
<b>全球动力电池需求合计</b>	<b>94.64</b>	<b>117.23</b>	<b>167.23</b>	<b>220.66</b>	<b>294.23</b>	<b>393.96</b>	<b>528.36</b>	<b>709.85</b>	<b>889.65</b>
<b>动力电池隔膜总需求</b>	<b>14.20</b>	<b>17.58</b>	<b>25.08</b>	<b>33.10</b>	<b>44.13</b>	<b>59.09</b>	<b>79.25</b>	<b>106.48</b>	<b>133.45</b>

资料来源：GGII，太平洋研究院整理

中材锂膜和湖南中锂均采用湿法路线，覆盖 5-20 μm 湿法双向同步及异步拉伸隔膜及各类涂覆隔膜，主要应用于新能源汽车动力电池、3C 消费电子、储能电池等领域。在这两年行业洗牌过程中，公司依托集团优势，产能扩张恰逢其时。目前除了头部企业之外，许多隔膜企业处于亏损状态，加之疫情的影响，今年或有更多中小隔膜企业退出市场，价格方面，当前已经到达底部，今年隔膜市场已没有大幅降价的空间。随着行业逐步出清，市场会逐步选择高品质高性价比产品。并购湖南中锂之后，公司同时具备了湿法同步+异步产能，采用一体两翼模式发展，实现了装备技术到产品技术到制造销售的闭环，综合竞争力大幅提升。

## 五、投资建议

### (一) 盈利假设

1. 在行业抢装、海上风电、风电平价大基地等因素带动下，预计 2020-2022 年国内风电装机量为 35/30/30GW，公司海外业务的有效拓展将有效平衡国内装机的波动，收入增速为 25.5%、5%、5%，毛利率保持 19%；
2. 玻纤行业 2019 承压，降本增效抵御行业下行，预测 2020-2022 年公司玻纤收入增速 8.5%、8%、7%，毛利率保持 34.5%；
3. 考虑湖南中锂并表影响，锂电隔膜业务扩大有望保持高增速。预测收入增速为 80%、30%、25%，毛利率分别为 32%、31.5%、30.5%。

图表 46：公司主营业务预测 单位：百万

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>叶片</b>					
收入	3328.8	5039.1	6324.1	6640.3	6972.3
YOY	13.82%	51.38%	25.50%	5.00%	5.00%
毛利率(%)	14.5%	18.6%	19.0%	19.0%	19.0%
<b>玻纤</b>					
收入	5723.7	5738.6	6226.4	6724.5	7195.2
YOY	9.45%	0.26%	8.50%	8.00%	7.00%
毛利率(%)	35.53%	32.06%	34.50%	34.50%	34.50%
<b>隔膜</b>					
收入	54.3	335.7	604.2	785.5	981.9
YOY	83.81%	518.44%	80.00%	30.00%	25.00%
毛利率(%)	35.0%	35.0%	32.0%	31.5%	30.5%
<b>高压复合气瓶</b>					
收入	520.7	588.1	693.9	798.0	917.7
YOY	26.05%	12.94%	18.00%	15.00%	15.00%
毛利率(%)	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>其他</b>					
收入	1819.4	1889.1	1983.5	2082.7	2186.8
YOY	8.88%	3.83%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率(%)	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%
<b>合计</b>					
收入	11446.87	13590.53	15832.14	17030.99	18253.93
YOY	11.5%	18.7%	16.5%	7.6%	7.2%
毛利率(%)	27.0%	25.6%	26.4%	26.4%	26.4%

资料来源：WIND，太平洋证券整理

## (二) 投资建议

公司三大重点产业布局清晰，玻纤业务随着新线的逐步建成运营、老线的逐步关停，公司未来降本增效的潜力巨大；风电为公司重点培育主导产业，作为风电叶片龙头企业有望继续受益于风电行业的向上发展势头，公司大功率叶片型号稳定生产和潜在叶片销售的增加有望进一步降低公司的叶片生产成本，盈利水平有望进一步提升。锂膜业务则随着产品实现批量销售，有望为公司带来新的利润增长点。

在三大业务板块在行业内确立优势地位的同时，已布局燃料电池氢气瓶领域并已实现批量销

售，未来有望受益于燃料电池需求增长，公司发展将定位于新材料、新能源发展平台。目前已开展十四五发展规划研究，争取打造 2-3 个新的业务板块。而在集团层面上，集团玻纤资产涵盖中国巨石与泰山玻纤（国内前两大玻璃纤维制造商），风电叶片资产则涵盖中材叶片与中复连众（国内前两大风电叶片制造商），规模效应与技术研发优势遥遥领先。“两材合并”带来的业务和资产整合将给公司发展带来更广阔的发展空间。我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 16.6、19.2 和 21.1 亿元，对应 EPS0.99、1.14 和 1.25 元/股，对应 PE11、10 和 9，给予“买入”评级。

## 六、风险提示

1、风电装机不及预期。2、玻纤价格大幅下降。3、叶片原材料供应紧缺。4、宏观经济因全球公共卫生事件而恶化的风险。

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11447	13590	15832	17031	18254	成长性					
减:营业成本	8364	9935	11659	12530	13430	营业收入增长率	11%	19%	16%	8%	7%
营业税费	151	147	171	184	197	营业利润增长率	27%	21%	25%	15%	7%
销售费用	418	528	565	630	679	净利润增长率	22%	48%	21%	15%	10%
管理费用	696	734	1098	1045	1124	EBITDA增长率	24%	29%	-1%	10%	5%
财务费用	345	361	354	353	356	EBIT增长率	46%	29%	-2%	12%	6%
资产减值损失	25	(108)	25	40	60	NOPLAT增长率	21%	20%	18%	13%	7%
加:公允价值变动收益	0	1	0	0	0	投资资本增长率	10%	13%	21%	-31%	33%
投资和汇兑收益	29	(7)	(6)	(6)	(5)	净资产增长率	21%	16%	4%	14%	14%
营业利润	1290	1558	1954	2242	2403	利润率					
加:营业外净收支	(112)	107	24	25	79	毛利率	27%	27%	26%	26%	26%
利润总额	1178	1666	1978	2267	2482	营业利润率	11%	11%	12%	13%	13%
减:所得税	187	237	315	348	376	净利润率	8%	10%	11%	11%	12%
净利润	934	1380	1663	1920	2106	EBITDA/营业收入	23%	25%	21%	22%	21%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	16%	17%	15%	15%	15%
货币资金	1209	1655	4750	7664	9127	运营效率					
交易性金融资产	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	353	333	312	290	261
应收帐款	3074	3420	4546	3988	5029	流动营业资本周转天数	83	57	90	73	72
应收票据	2672	92	5536	156	5278	流动资产周转天数	289	264	343	375	405
预付帐款	318	184	770	150	771	应收帐款周转天数	94	86	91	90	89
存货	1708	2151	2744	2400	3056	存货周转天数	56	51	56	54	54
其他流动资产	305	3122	1194	1540	1952	总资产周转天数	731	706	751	728	714
可供出售金融资产	24	0	0	0	0	投资资本周转天数	491	461	464	399	354
持有至到期投资	0	0	0	0	0	投资回报率					
长期股权投资	170	321	321	321	321	ROE	9.0%	11.2%	12.5%	12.6%	12.1%
投资性房地产	119	163	163	163	163	ROA	4.1%	4.9%	4.5%	6.0%	5.2%
固定资产	11451	13670	13796	13645	12837	ROIC	9.3%	10.1%	10.5%	9.8%	15.2%
在建工程	1238	2134	1067	213	0	费用率					
无形资产	1397	1559	1454	1350	1246	销售费用率	3.7%	3.9%	3.6%	3.7%	3.7%
其他非流动资产						管理费用率	6.1%	5.4%	6.9%	6.1%	6.2%
资产总额	24042	29285	36806	32082	40330	财务费用率	3.0%	2.7%	2.2%	2.1%	2.0%
短期债务	3000	3529	7402	7124	7456	三费/营业收入	12.7%	11.9%	12.7%	11.9%	11.8%
应付帐款	2849	3477	3835	4107	4389	偿债能力					
应付票据	1693	1973	2926	2064	3252	资产负债率	54.2%	56.4%	63.8%	52.4%	56.9%
其他流动负债						负债权益比	118.2%	129.1%	175.9%	110.2%	132.2%
长期借款	2782	3358	5647	0	4139	流动比率	1.04	0.91	1.19	1.03	1.45
其他非流动负债						速动比率	0.85	0.73	1.02	0.88	1.27
负债总额	13024	16504	23466	16822	22964	利息保障倍数	5.29	6.50	6.52	7.35	7.74
少数股东权益	383	1061	1061	1061	1061	分红指标					
股本	1291	1678	1678	1678	1678	DPS(元)	0.19	-	-	-	-
留存收益	8242	8938	10601	12521	14627	分红比率	33.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	11018	12781	13340	15260	17366	股息收益率	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	992	1428	1663	1920	2106	EPS(元)	0.56	0.82	0.99	1.14	1.25
加:折旧和摊销	833	1111	1045	1109	1126	BVPS(元)	6.34	6.98	7.32	8.46	9.72
资产减值准备	25	110	0	0	0	PE(X)	20	14	11	10	9
公允价值变动损失	0	(1)	0	0	0	PB(X)	2	2	2	1	1
财务费用	344	368	354	353	356	P/FCF	(17)	35	5	6	12
投资收益	(29)	7	6	6	5	P/S	2	1	1	1	1
少数股东损益	57	49	0	0	0	EV/EBITDA	6	8	9	5	6
营运资金的变动	(751)	(1670)	(4537)	5778	(6263)	CAGR(%)	24.6%	13.8%	27.1%	24.6%	13.8%
经营活动产生现金	1579	2970	(1468)	9166	(2670)	PEG	0.8	1.0	0.4	0.4	0.6
投资活动产生现金	(1732)	(3282)	(16)	1	(6)	ROIC/WACC	0.9	1.0	1.1	1.0	1.5
融资活动产生现金	15	719	4579	(6253)	4139	REP	1.1	1.5	1.2	1.3	0.7

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com





## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。