

# 玻纤+叶片稳步增长，湿法隔膜加速放量

——中材科技首次覆盖报告

公司深度

● **公司概况：**央企旗下，玻纤+叶片+隔膜三块业务并行，财务稳健，近7年归母净利润 CAGR 增速 40%

公司是央企中国建材集团旗下的非金属复合材料公司。2019年三大业务收入占比：玻纤 42%，叶片 37%，隔膜 2%。财务表现优质稳健，2019年收入 136 亿元，同比+19%，2012-2019年 CAGR 为 25%；2019年归母净利润 14 亿元，同比+48%，2012-2019年 CAGR 为 40%。

● **行业分析：**玻纤周期底部向上，叶片需求拉动集中度提升，隔膜二线厂商加速放量（中性预计 2022 年龙头电池厂释放 8 倍空间）

**玻纤行业：**目前价格周期底部，未来供给收缩，需求稳步提升。目前玻纤价格处于底部区域。从产能来看，2019年有效产能增量 34 万吨，预计 2020 年有效产能增量 8 万吨，边际增量减少，从需求来看，预计未来下游基建、风电、交通以及电子需求提升。量价齐升下，预计玻纤龙头中国巨石、OC、泰山玻纤、重庆国际等公司将会受益。

**叶片行业：**装机需求拉动，叶片大型化，集中度进一步提升。国内风电叶片的市场规模在 170-200 亿元，行业 CR5 集中度持续提升，2019 年为 68%，其中第一名中材科技为 30%。2018 年/2019 年国内需求增速分别为 37%/25%，未来随着叶片大型化渗透率提升，行业集中度将进一步提升。

**隔膜行业：**需求快速增长，二线湿法隔膜厂商加速放量。湿法隔膜需求增速很快，2019 年市场规模 52 亿元，预计 2025 年 336 亿元，CAGR 为 36%。从格局来看，恩捷股份（苏州捷力）占比最高，2019 年为 55%。但由于成本压力，电池厂引入隔膜二供或成为难以避免的趋势。从龙头电池厂来看，如果 CATL 选择二供，我们预计中性假设下，CATL 二供湿法隔膜 2022 年将有 5.4 亿平米的潜在空间，约为 2019 年的 8 倍。

● **公司核心优势和推荐逻辑：**玻纤低成本优势量价齐升，叶片龙头优势稳步提量，隔膜资金+技术优势放量降本

- 1) 玻纤：低成本优势→行业景气周期向上+公司产品结构升级→量价提升；
- 2) 叶片：龙头优势→下游装机需求拉动+公司份额提升→稳步提量；
- 3) 隔膜：资金+技术优势→需求景气向上+电池厂二供意愿增强→放量降本。

● **盈利预测、估值与评级**

我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 15,477、17,437、19,547 百万元，归母净利润分别为 1,567、2,056、2,641 百万元；按照最新收盘价对应 PE 分别为 12、9、7 倍。给予 2020 年 PE 估值 16-18 倍，对应股价 14.88-16.74 元/股。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**1) 玻纤板块：行业产能增加超预期、下游需求回升速度低于预期；2) 叶片板块：下游风电装机量进度低于预期；3) 隔膜板块：下游电动车销量低于预期、电池厂二供进度低于预期；4) 其他：全球新冠疫情导致的系统性风险。

## 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,447	13,590	15,477	17,437	19,547
增长率(%)	11.5	18.7	13.9	12.7	12.1
净利润(百万元)	934	1,380	1,567	2,056	2,641
增长率(%)	21.7	47.7	13.6	31.2	28.5
毛利率(%)	26.9	26.9	28.6	30.5	32.3
净利率(%)	8.2	10.2	10.1	11.8	13.5
ROE(%)	9.0	11.2	11.6	13.6	15.2
EPS(摊薄/元)	0.56	0.82	0.93	1.23	1.57
P/E	20.7	14.0	12.4	9.4	7.3
P/B	2.0	1.8	1.6	1.4	1.2

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为 2020 年 4 月 3 日

## 强烈推荐（首次评级）

开文明（分析师）

021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号：S0280517100002

赵勇臻（分析师）

zhaoyongzhen@xsdzq.cn

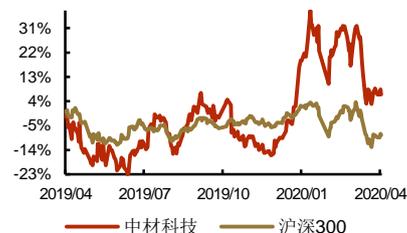
证书编号：S0280520030001

## 市场数据

时间 2020.04.03

收盘价(元):	11.34
一年最低/最高(元):	8.1/15.2
总股本(亿股):	16.78
总市值(亿元):	190.3
流通股本(亿股):	16.78
流通市值(亿元):	190.3
近 3 月换手率:	83.69%

## 股价一年走势



## 相关报告

### 盈利预测、估值与目标价、评级

1) **盈利预测:** 预计公司 2020-2022 年收入分别为 15,477、17,437、19,547 百万元, 增速分别为 14%、13%、12%, 归母净利润分别为 1,567、2,056、2,641 百万元, 增速分别为 14%、31%、29%;

2) **估值指标:** 预测公司 2020-2022 年 EPS 为 0.93、1.23、1.57 元/股。我们根据公司历史 PE 值和可比公司 PE 值, 综合考虑行业景气向上趋势, 盈利能力变化, 可比公司差异等等因素, 给予 2020 年 PE 估值 16-18 倍, 对应股价 14.88-16.74 元/股。

3) **目标价格:** 14.88-16.74 元/股;

4) **投资评级:** 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

### 关键假设

#### 收入成本预测:

1) **玻纤:** 假设玻纤业务销量提升, 价格上升, 成本下降, 预计 2020-2022 年收入分别为 6,400、7,260、8,160 百万元, 毛利率分别为 34%、38%、41%。

2) **叶片:** 假设叶片业务销量提升, 价格成本提升, 预计 2020-2022 年收入分别为 5,760、6,500、7,260 百万元, 毛利率分别为 18%、18%、19%。

3) **隔膜:** 假设隔膜业务销量快速提升、价格成本下降, 预计 2020-2022 年收入分别为 840、1,200、1,650 百万元, 毛利率分别为 50%、50%、50%。

4) **其他:** 假设其他业务稳步推进, 整体保持不变, 预计 2020-2022 年收入分别为 2,477、2,477、2,477 百万元, 毛利率分别为 31%、31%、31%。

#### 费用预测:

假设公司保持高质量经营, 规模扩大后, 费用率逐年降低。预计 2020-2022 年期间费用率分别为 15.35%、15.15%、14.95%。

### 公司核心优势和推荐逻辑

- 1) **玻纤:** 低成本优势→行业景气周期向上+公司产品结构升级→量价提升;
- 2) **叶片:** 龙头优势→下游装机需求拉动+公司份额提升→稳步提量;
- 3) **隔膜:** 资金+技术优势→需求景气向上+电池厂二供意愿增强→放量降本。

### 投资风险

- 1) **玻纤板块:** 行业产能增加超预期、下游需求回升速度低于预期;
- 2) **叶片板块:** 下游风电装机量进度低于预期;
- 3) **隔膜板块:** 下游电动车销量低于预期、电池厂二供进度低于预期;
- 4) **其他:** 全球新冠疫情导致的系统性风险。

## 目 录

1、 公司概况——央企旗下，玻纤+叶片+隔膜三块业务并行，财务稳健，近7年归母净利润 CAGR 增速 40% .....	5
2、 行业分析——玻纤周期底部向上，叶片需求拉动集中度提升，隔膜二线厂商加速放量 .....	9
2.1、 玻纤行业：目前价格周期底部，未来供给收缩，需求稳步提升 .....	9
2.2、 叶片行业：装机需求拉动，叶片大型化，集中度进一步提升 .....	11
2.3、 隔膜行业：需求快速增长，二线湿法隔膜厂商加速放量（中性预计 2022 年龙头电池厂释放 8 倍空间） .....	12
3、 公司核心优势和推荐逻辑——玻纤低成本优势量价齐升，叶片龙头优势稳步提量，隔膜资金+技术优势放量降本 .....	15
4、 关键假设和盈利预测：三大业务贡献业绩，预计 2020 年归母净利润 16 亿元，同比+14% .....	16
5、 估值水平与投资评级：给予 2020 年 16-18 倍估值，对应股价 14.88-16.74 元/股，首次覆盖给予“强烈推荐”评级 .....	18
6、 风险分析 .....	19
附：财务预测摘要 .....	20

## 图表目录

图 1： 公司股权结构（截至 2019 年 9 月 30 日） .....	5
图 2： 公司三块业务时间线 .....	5
图 3： 2019 年公司营收分布情况 .....	6
图 4： 玻纤业务收入及增速 .....	6
图 5： 玻纤业务毛利率（%） .....	6
图 6： 叶片业务收入及增速 .....	7
图 7： 叶片业务毛利率（%） .....	7
图 8： 隔膜业务收入及增速 .....	7
图 9： 隔膜业务毛利率（%） .....	7
图 10： 公司收入及增速 .....	8
图 11： 公司归母净利润及增速 .....	8
图 12： 公司毛利率（%） .....	8
图 13： 公司归母净利率（%） .....	8
图 14： 公司期间费用率（%） .....	8
图 15： 公司三项费用率（%） .....	8
图 16： 玻璃纤维是一种重要的工业中间品 .....	9
图 17： 玻纤下游需求领域（%） .....	9
图 18： 粗纱价格目前处于底部区域（元/吨） .....	10
图 19： 电子纱价格目前处于底部区域（元/吨） .....	10
图 20： 全球玻纤产量及增速 .....	10
图 21： 2019 年全球玻纤产能占比（%） .....	11
图 22： 国内 CR5 集中度近年来持续提升（%） .....	11
图 23： 国内风电新增装机量近年来稳步增长 .....	12
图 24： 新增装机大功率机组占比提升（%） .....	12
图 25： CATL 毛利率（%） .....	14
图 26： 恩捷股份毛利率（%） .....	14
图 27： 泰山玻纤单位成本（元/吨） .....	15

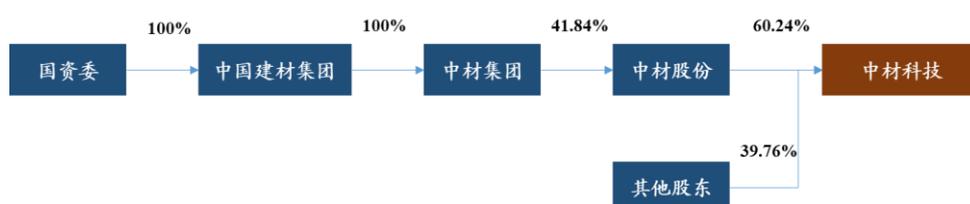
图 28: 中材科技叶片市占率 (%) .....	16
表 1: 公司 ROE 和杜邦拆分 .....	9
表 2: 粗纱和电子纱对比 .....	9
表 3: 全球湿法隔膜市场空间测算 .....	13
表 4: 湿法隔膜市占率 (%) .....	13
表 5: CATL 动力电池出货量预测 (GWh) .....	14
表 6: CATL 隔膜需求量预测 (亿平米) .....	14
表 7: 二供隔膜商出货量弹性 (倍) .....	15
表 8: 湖南中锂财务和业务数据 .....	16
表 9: 玻纤及制品业务收入成本假设 .....	17
表 10: 风电叶片业务收入成本假设 .....	17
表 11: 锂电隔膜业务收入成本假设 .....	17
表 12: 其他业务收入成本假设 .....	18
表 13: 费用率假设 .....	18
表 14: 中材科技盈利预测 .....	18
表 *: 可比公司的 PE 比较 .....	19

## 1、公司概况——央企旗下，玻纤+叶片+隔膜三块业务并行，财务稳健，近7年归母净利润 CAGR 增速 40%

公司是央企中国建材集团旗下的非金属复合材料公司。

中材科技是一家以非金属矿物材料、玻璃纤维、纤维复合材料的生产和销售为主业的上市公司。实控人是国资委，成立于2001年，于2006年上市。2017年“两材合并”后，公司第一大股东成为央企中国建材集团。

图1：公司股权结构（截至2019年9月30日）

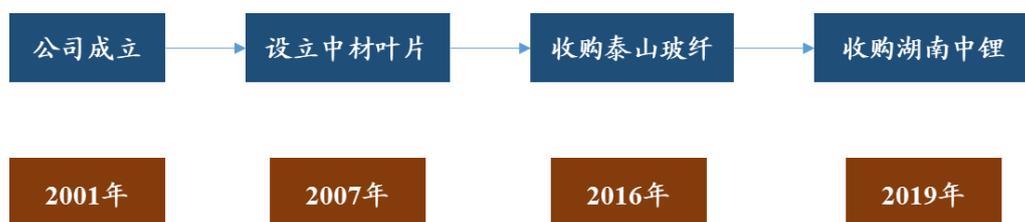


资料来源：公司债券跟踪评级报告，新时代证券研究所

目前公司关注度最高的三块业务分别为玻纤、叶片、隔膜。

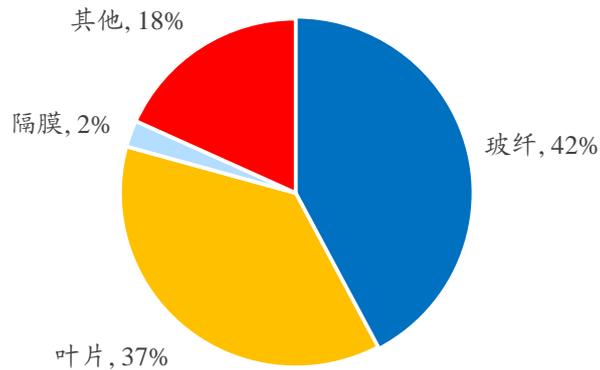
从时间上来看，公司2007年设立子公司中材叶片，进入风电叶片领域，2016年并表泰山玻纤，引入玻纤业务，2019年并表湖南中锂，在原有中材锂膜业务的基础上，协同加速隔膜业务发展。

图2：公司三块业务时间线



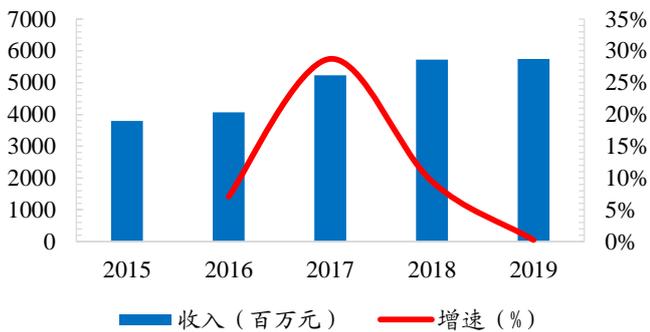
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

从体量上来看，玻纤、叶片占比最大，湖南中锂2019年9月开始并表，占比虽小但增速很快。2019年从收入来看，玻纤占比42%，叶片占比37%，隔膜占比2%，三块业务合计占比约82%（精确至1%）。

**图3： 2019 年公司营收分布情况**

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

玻纤板块：公司是全球玻纤第一梯队，2019 年全球产能市占率 13%。2019 年玻纤收入 57 亿元，同比+0.3%，在行业景气低下仍实现基本持平，毛利率 32%，在玻纤价格下行下仍保持较为稳定。2019 年玻纤净利润 8.3 亿元，占归母净利润 60%。

**图4： 玻纤业务收入及增速**

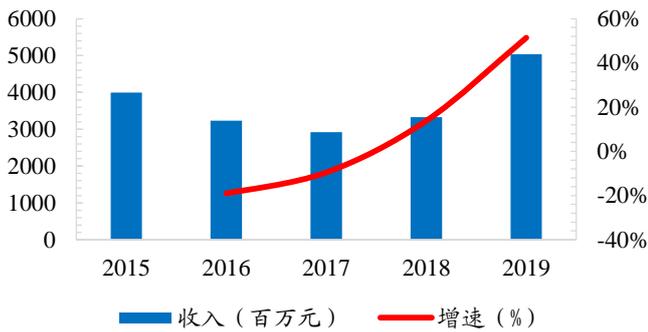
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**图5： 玻纤业务毛利率 (%)**

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

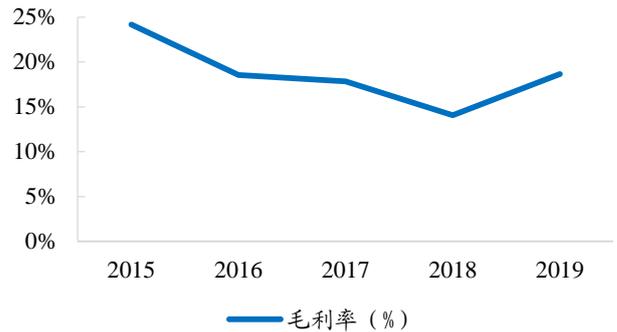
叶片板块：公司是国内风电叶片龙头，2019 年国内装机市占率 30%。受益于风电需求大幅增长，2019 年叶片收入 50 亿元，同比+51%，毛利率 19%，相比 2018 年提升 5pct。2019 年叶片净利润 4.0 亿元，占归母净利润 29%。

图6: 叶片业务收入及增速



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

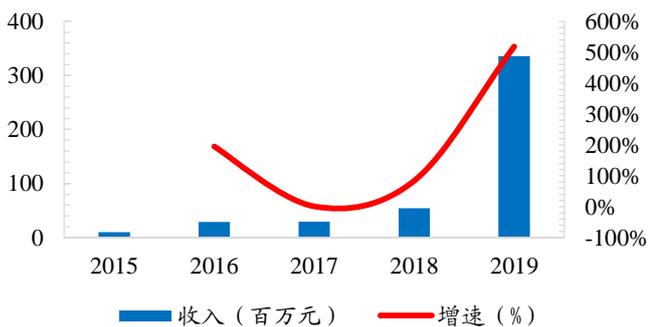
图7: 叶片业务毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

隔膜板块: 公司2019年收购湖南中锂, 湖南中锂处于国内湿法隔膜第二梯队, 2019年出货量占比14%。湖南中锂与公司原有中材锂膜合并后, 2019年隔膜收入3.4亿元, 同比+518%, 毛利率34%, 相比2018年提升8pct。未来随着湖南中锂放量, 隔膜板块业绩将出现快速上升。

图8: 隔膜业务收入及增速



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

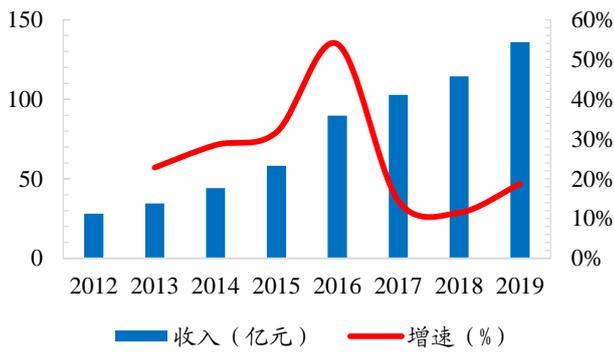
图9: 隔膜业务毛利率 (%)



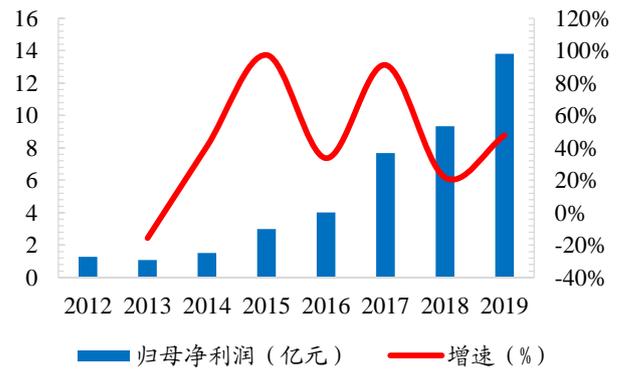
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

从财务数据上来看, 公司近年来表现优质稳健。

2019年收入136亿元, 同比+19%, 2012-2019年CAGR为25%; 2019年归母净利润14亿元, 同比+48%, 2012-2019年CAGR为40%。

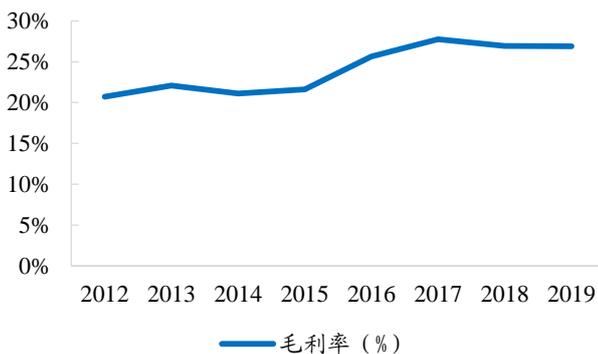
**图10: 公司收入及增速**

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

**图11: 公司归母净利润及增速**

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

从毛利率来看, 2019年为27%, 2012-2019年整体呈上升趋势, 从归母净利率来看, 2019年为10%, 2012-2019年同样整体呈上升趋势。

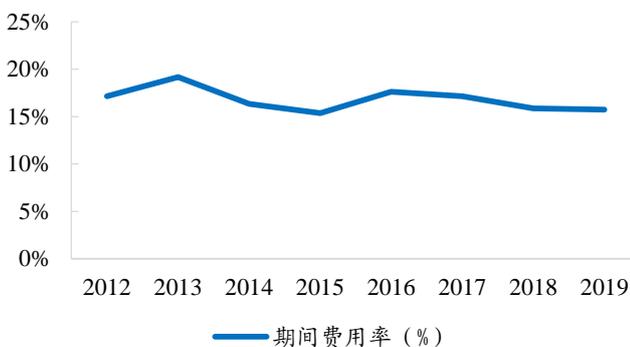
**图12: 公司毛利率 (%)**

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

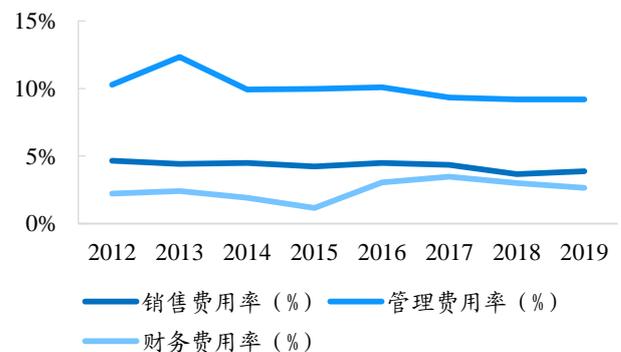
**图13: 公司归母净利率 (%)**

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

从期间费用率来看, 2019年为16%, 其中销售费用率4%, 管理费用率9%, 财务费用率3%, 三项费用率控制良好, 基本维持不变, 2012-2019年在15%-20%之间。  
 (注: 2018和2019年的管理费用率采用加回研发费用的口径)

**图14: 公司期间费用率 (%)**

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

**图15: 公司三项费用率 (%)**

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

(注: 2018和2019年的管理费用率采用加回研发费用的口径)

从ROE来看，2019年为12.3%，2012-2019年整体呈上升趋势。

从杜邦分析可以看出，从2016年起，ROE逐年提升，在权益乘数下降的同时，归母净利率逐年提高，反映公司经营质量的提高。

**表1: 公司 ROE 和杜邦拆分**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROE (%)	5.5%	4.6%	6.3%	7.3%	<b>5.8%</b>	<b>9.2%</b>	<b>9.6%</b>	<b>12.3%</b>
归母净利率 (%)	4.6%	3.1%	3.4%	5.2%	<b>4.5%</b>	<b>7.5%</b>	<b>8.2%</b>	<b>10.2%</b>
资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
权益乘数	2.3	2.6	3.0	3.2	2.9	2.6	2.4	2.4

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 2、行业分析——玻纤周期底部向上，叶片需求拉动集中度提升，隔膜二线厂商加速放量

### 2.1、玻纤行业：目前价格周期底部，未来供给收缩，需求稳步提升

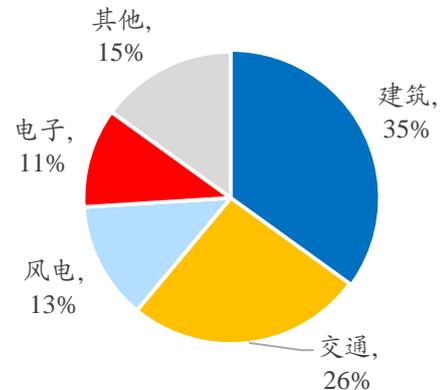
玻纤是一种非常重要的工业中间品。玻璃纤维(以下简称玻纤)是氧化硅、氧化钙等熔融而成的无机非金属材料，具有抗拉、绝缘、耐热、耐腐蚀等优良性质，被广泛应用于建筑、交通、风电、电子(PCB电路板等)等领域，是一种非常重要的工业中间品。

**图16: 玻璃纤维是一种重要的工业中间品**



资料来源：卓创资讯，新时代证券研究所

**图17: 玻纤下游需求领域 (%)**



资料来源：卓创资讯，新时代证券研究所

玻纤的分类繁多，从下游需求来看大致可以分为两类：**粗纱**和**电子纱**。粗纱主要用于传统的建筑、交通、风电等领域，电子纱主要用于电子领域，具体是在PCB电路板上。电子纱性能和价格高于粗纱，目前全球电子纱产量约占整体10%，未来随着社会电动化、智能化的提升，预计电子纱需求将持续提升。

**表2: 粗纱和电子纱对比**

	全球产能	价格	下游
粗纱	约600万吨	3000-6000元/吨	建筑、交通、风电等
电子纱	约60万吨	9000-15000元/吨	电子领域

资料来源：卓创资讯，新时代证券研究所

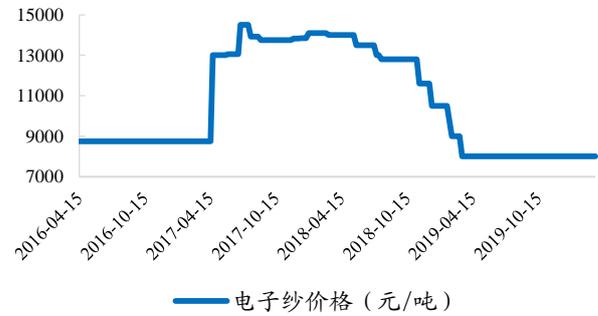
两种产品价格处在周期底部。玻纤下游需求与宏观经济景气相关，供给由于重资产属性投入高达产时间长，因此供需错配下行业呈现周期性特征。从粗纱和电子纱价格来看，经历了上一轮扩产高峰，在目前需求偏弱的背景下，价格正处在周期底部。

图18: 粗纱价格目前处于底部区域(元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

图19: 电子纱价格目前处于底部区域(元/吨)



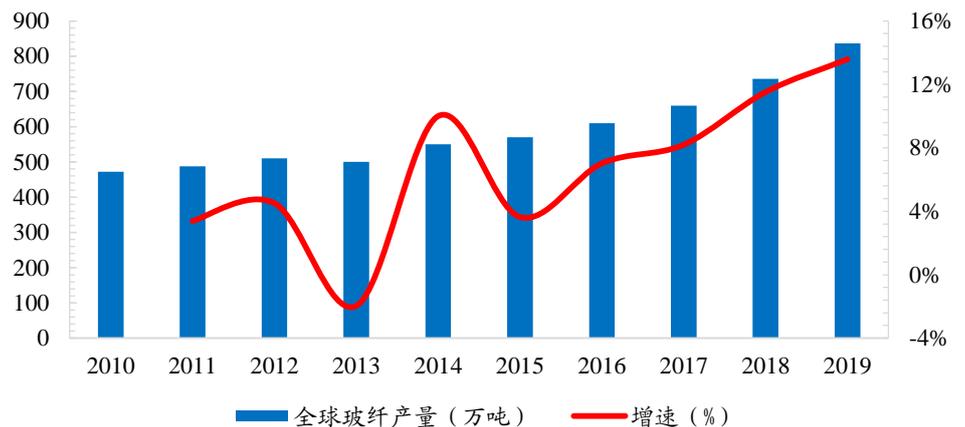
资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

供给收缩, 需求提升, 未来玻纤行业有望迎来量价齐升。

从产能来看, 据卓创资讯数据, 2019年国内在产产能473万吨, 由于行业高景气, 2019年有效产能增量34万吨, 但进入2020年后由于库存较高, 同时玻纤厂冷修增加, 边际增量减少, 预计2020年有效产能增量8万吨。

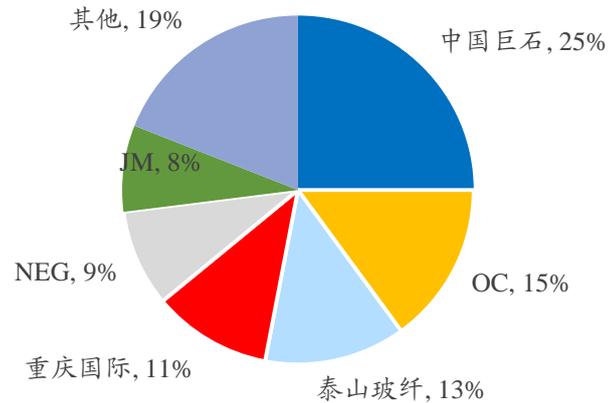
从需求来看, 预计未来随着下游基建、风电、交通以及电子需求提升, 行业需求继续保持高景气。

图20: 全球玻纤产量及增速



资料来源: 中国玻纤工业协会, 新时代证券研究所

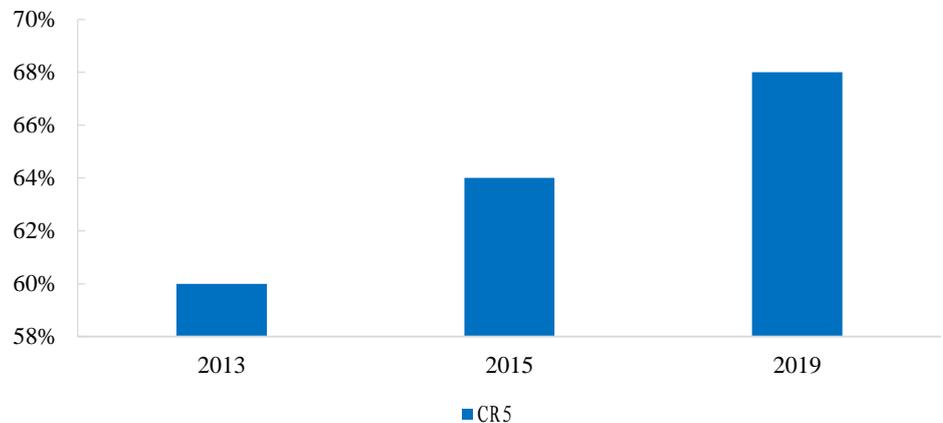
行业量价齐升下, 预计玻纤龙头中国巨石、OC、泰山玻纤、重庆国际等公司将会受益。

**图21: 2019年全球玻纤产能占比(%)**

资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

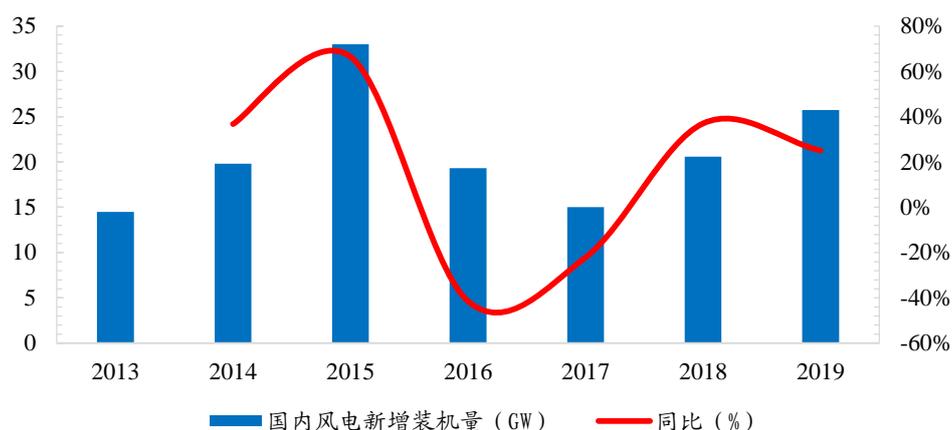
## 2.2、叶片行业: 装机需求拉动, 叶片大型化, 集中度进一步提升

风电叶片是风机的重要零部件之一, 约占风机总成本的 20%。据北极星风力发电网, 国内风电叶片的市场规模在 170-200 亿元。行业集中度高, CR5 (中材科技、中复连众、中航惠腾、明阳风电、时代新材等) 近几年持续提升, 2019 年为 68%, 其中第一名中材科技市占率为 30%。

**图22: 国内 CR5 集中度近年来持续提升 (%)**

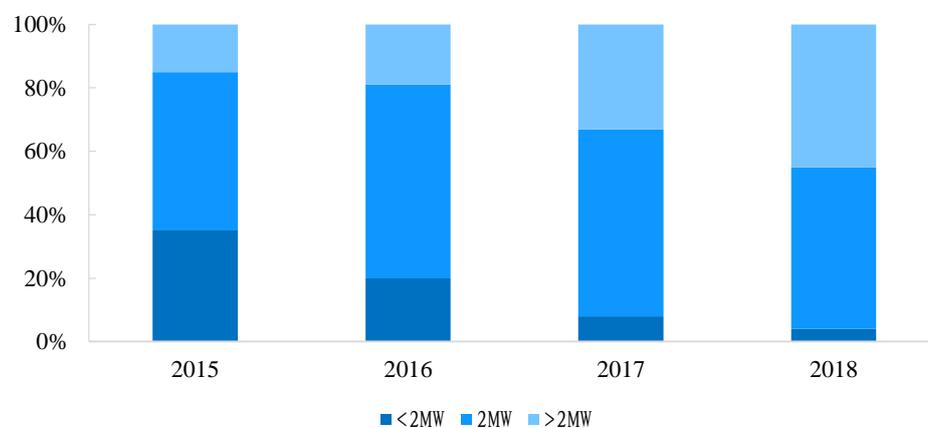
资料来源: 北极星风力发电网, 新时代证券研究所

近年来国内风电新增装机需求稳步增长, 2018 年、2019 年增速分别为 37%、25%。未来实现平价后, 风电装机量预计将进一步提升。

**图23: 国内风电新增装机量近年来稳步增长**

资料来源：国家能源局，新时代证券研究所

**叶片大型化，集中度将进一步提升。**为进一步降低成本，从2015年起，2MW以上的机组占比持续提升，对应叶片长度（50米）以上也在持续提升，叶片朝着大型化趋势演变。中材叶片等行业龙头，具备从技术、成本到供应链的一系列优势，预计未来集中度将进一步提升。

**图24: 新增装机大功率机组占比提升 (%)**

资料来源：北极星风力发电网，新时代证券研究所

### 2.3、隔膜行业：需求快速增长，二线湿法隔膜厂商加速放量（中性预计2022年龙头电池厂释放8倍空间）

**看未来趋势：湿法隔膜需求增速很快，2019年市场规模52亿元，预计2025年336亿元，CAGR为36%。**全球新能源汽车快速发展，带动高能量密度三元动力电池快速发展，湿法隔膜作为隔绝正负极使得锂离子通过的必需材料，也将快速发展。

**表3: 全球湿法隔膜市场空间测算**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球电动车销量(万辆)	138	211	220	380	560	770	1,030	1,330	1,600
三元电池装机量(GWh)	33	69	95	158.08	243.936	350.812	490.28	669.921	840
湿法隔膜出货量(亿平米)	9	15	17	32	49	70	98	134	168
湿法隔膜单价(元/平米)	6.5	4.5	3.0	2.8	2.6	2.4	2.2	2.1	2.0
湿法隔膜空间(亿元)	57	67	52	89	127	168	216	281	336
增速(%)		17%	-22%	69%	43%	33%	28%	30%	19%

资料来源: GGII, 新时代证券研究所

**看过去演变:** 近年来, 恩捷股份与 CATL 强强联合, 在新能源汽车快速发展的大潮下, 实现快速增长。从湿法隔膜行业的格局来看, 恩捷股份(苏州捷力)占比最高, 2019 年为 55%。

**表4: 湿法隔膜市占率(%)**

	2016	2017	2018	2019
上海恩捷	20%	26%	36%	43%
苏州捷力	13%	21%	11%	12%
长园中锂	-	17%	8%	11%
星源材质	5%	2%	3%	8%
辽源鸿图	4%	2%	4%	3%
重庆纽米	10%	6%	4%	3%
金辉高科	12%	6%	3%	2%
沧州明珠	3%	6%	5%	0%

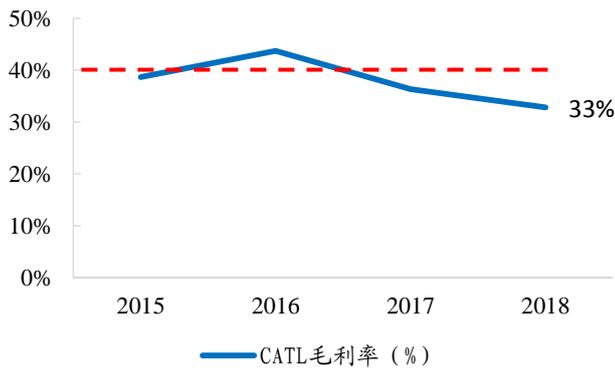
资料来源: GGII, 新时代证券研究所

**看当下矛盾: 电池厂引入隔膜二供或成为难以避免的趋势。**

以动力电池龙头 CATL 为例来看, CATL 一直受到下游汽车厂降价的压力, 从毛利率来看, 近年来毛利率呈下滑趋势, 2018 年毛利率 33%, 相比 2016 年下降 11pct。

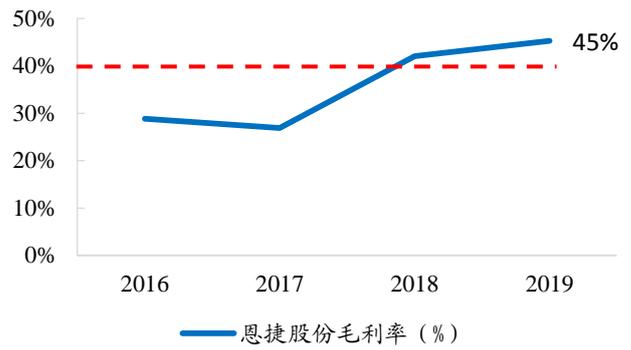
对于电池厂来说, 降价是未来必经之路, 为了维持足够的毛利率, 在保持产品质量的前提下, 必须全方位降低成本。从原材料隔膜来看, 引入湿法隔膜二供以提升议价能力(以及增加供应安全性)或成为难以避免的趋势。

图25: CATL 毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图26: 恩捷股份毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

注: 隔膜业务 2018 年并表

### 如果 CATL 选择二供, 规模会有多大?

**结论:** 我们预计中性假设下, CATL 二供湿法隔膜 2022 年将有 5.4 亿平米的潜在空间, 是 2019 年的 8 倍。

#### 过程:

首先, 假设 CATL 未来三年动力电池装机量增速为 40%, 之后增速为 35%, 得到如下装机量预测:

表5: CATL 动力电池出货量预测 (GWh)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
动力电池出货量 (GWh)	12	23	33	46	64	89	120	163	219
增速 (%)		95%	39%	40%	40%	40%	35%	35%	35%

资料来源: 盖世汽车, 新时代证券研究所

第二, 假设 1GWh 对应 2000 万平米隔膜需求量, 假设二供隔膜厂商占比分别达到 10%、20%、30%, 得到如下隔膜需求预测, 可以看到, 2022 年二供湿法隔膜的空间, 悲观假设 (10%) 为 1.8 亿平米、中性假设 (30%) 为 5.4 亿平米, 乐观假设 (50%) 为 8.9 亿平米。

表6: CATL 隔膜需求量预测 (亿平米)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
隔膜需求量 (亿平米)	2.4	4.7	6.5	9.1	12.7	17.8	24.1	32.5	43.9
占比 10%	0.2	0.5	0.7	0.9	1.3	1.8	2.4	3.3	4.4
占比 30%	0.7	1.4	2.0	2.7	3.8	5.4	7.2	9.8	13.2
占比 50%	1.2	2.3	3.3	4.6	6.4	8.9	12.0	16.3	21.9

资料来源: GGII, 新时代证券研究所

最后我们以 2019 年 0.7 亿平米隔膜需求为基数, 测算二供隔膜厂商的弹性, 可以得到, 2022 年二供隔膜厂商的出货量相比 2019 年, 悲观假设 (10%) 为 3 倍、中性假设 (30%) 为 8 倍, 乐观假设 (50%) 为 14 倍。

**表7: 二供隔膜商出货量弹性(倍)**

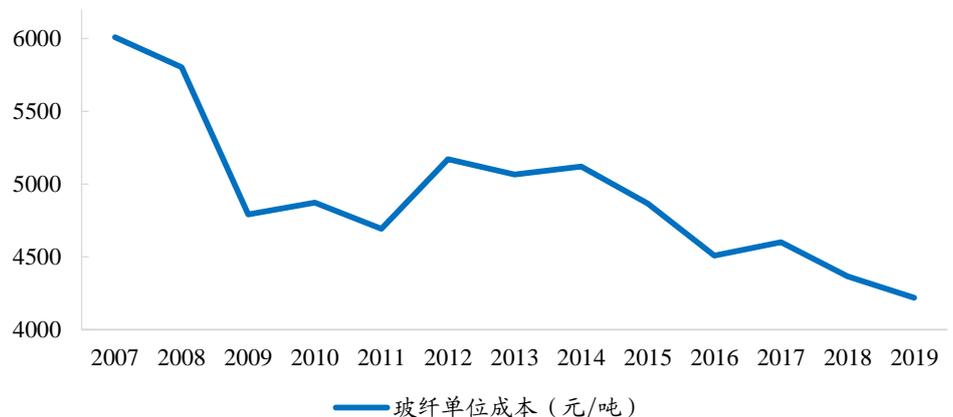
	2019	2020E	2021E	2022E
悲观(10%)	1.0	1.4	2.0	2.7
中性(30%)	-	4.2	5.9	8.2
乐观(50%)	-	7.0	9.8	13.7

资料来源: GGII, 新时代证券研究所

### 3、公司核心优势和推荐逻辑——玻纤低成本优势量价齐升，叶片龙头优势稳步提量，隔膜资金+技术优势放量降本

**玻纤板块，低成本优势→行业景气周期向上+公司产品结构升级→量价提升**

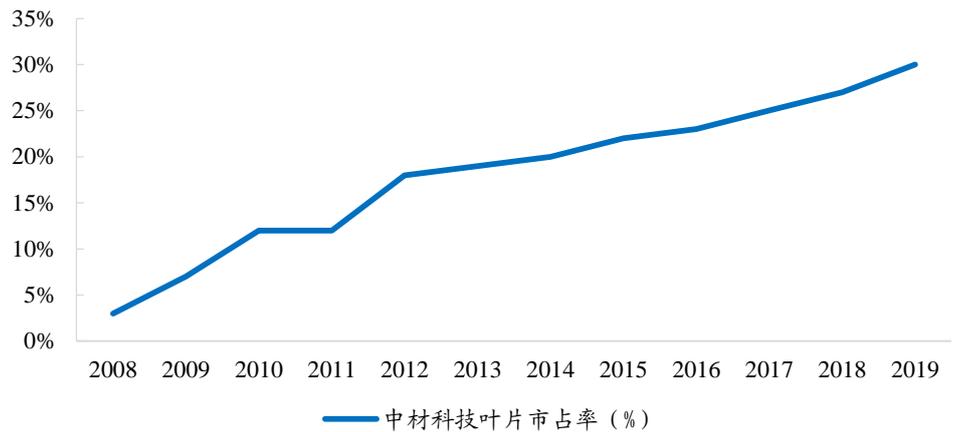
泰山玻纤的核心优势是低成本，2019年玻纤平均成本4219元/吨，未来在玻纤行业供需偏紧，下游需求拉动带来的景气向上的基础上，公司积极升级产品结构，有望带来玻纤板块的量价齐升。

**图27: 泰山玻纤单位成本(元/吨)**

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

**叶片板块，龙头优势→下游装机需求拉动+公司份额提升→稳步提量**

中材叶片是风电叶片龙头，2019年国内装机量市占率30%，从研发、产能、成本到客户口碑在行业中都是首屈一指的，随着风电装机需求拉动，公司份额稳步提升，未来将稳步体量。

**图28: 中材科技叶片市占率 (%)**

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

#### 隔膜板块, 资金+技术优势→需求景气向上+电池厂二供意愿增强→放量降本

中材科技的央企背景具备低融资成本优势, 湖南中锂在湿法隔膜领域具备领先的工艺技术优势, 二者强强联合, 未来随着湿法隔膜需求景气向上叠加电池厂二供意愿增强, 湿法隔膜板块将迎来放量降本。2019年湖南中锂出货量约2.8亿平米, 中性假设下预计2020年将达到约5亿平米(其中CATL预计占比约一半)。

**表8: 湖南中锂财务和业务数据**

	收入 (亿元)	出货量 (亿平米)	均价 (元/平米)
2016	1.75	0.46	3.80
2017	2.22	0.80	2.78
2018	2.08	1.00	2.08
2019Q1-3	3.70	2.13	1.74

资料来源: 公司公告, GGII, 新时代证券研究所

## 4、关键假设和盈利预测: 三大业务贡献业绩, 预计2020年归母净利润16亿元, 同比+14%

### 收入成本假设:

**玻纤:** 假设玻纤业务销量提升, 价格上升, 成本下降, 预计2020-2022年收入分别为6,400、7,260、8,160百万元, 毛利率分别为34%、38%、41%。

**表9: 玻纤及制品业务收入成本假设**

	2019	2020E	2021E	2022E
收入(百万元)	5,739	6,400	7,260	8,160
成本(百万元)	3,899	4,200	4,510	4,800
毛利率(%)	32%	34%	38%	41%
销量(万吨)	92	100	110	120
单位收入(元/吨)	6,211	6,400	6,600	6,800
单位成本(元/吨)	4,219	4,200	4,100	4,000
单位毛利(元/吨)	1,991	2,200	2,500	2,800

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

**叶片:** 假设叶片业务销量提升, 价格成本提升, 预计 2020-2022 年收入分别为 5,760、6,500、7,260 百万元, 毛利率分别为 18%、18%、19%。

**表10: 风电叶片业务收入成本假设**

	2019	2020E	2021E	2022E
收入(百万元)	5,039	5,760	6,500	7,260
成本(百万元)	4,100	4,707	5,300	5,885
毛利率(%)	19%	18%	18%	19%
销量(GW)	7.9	9.0	10.0	11.0
单位收入(元/W)	6.3	6.4	6.5	6.6
单位成本(元/W)	5.2	5.2	5.3	5.4
单位毛利(元/W)	1.2	1.2	1.2	1.3

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

**隔膜:** 假设隔膜业务销量快速提升、价格成本下降, 预计 2020-2022 年收入分别为 840、1,200、1,650 百万元, 毛利率分别为 50%、50%、50%。

**表11: 锂电隔膜业务收入成本假设**

	2019	2020E	2021E	2022E
收入(百万元)	336	840	1,200	1,650
成本(百万元)	220	420	600	825
毛利率(%)	34%	50%	50%	50%
销量(百万平)	200	600	1000	1500
单位收入(元/平)	1.7	1.4	1.2	1.1
单位成本(元/平)	1.1	0.7	0.6	0.6
单位毛利(元/平)	0.6	0.7	0.6	0.6

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

**其他:** 假设其他业务稳步推进, 整体保持不变, 预计 2020-2022 年收入分别为 2,477、2,477、2,477 百万元, 毛利率分别为 31%、31%、31%。

**表12: 其他业务收入成本假设**

	2019	2020E	2021E	2022E
收入(百万元)	2,477	2,477	2,477	2,477
成本(百万元)	1,716	1,716	1,716	1,716
毛利率(%)	31%	31%	31%	31%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

**费用假设:**

假设公司保持高质量经营, 规模扩大后, 费用率逐年降低。预计 2020-2022 年期间费用率分别为 15.35%、15.15%、14.95%。

**表13: 费用率假设**

	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用/营业收入(%)	3.88%	3.60%	3.50%	3.40%
管理费用/营业收入(%)	5.40%	5.30%	5.20%	5.10%
研发费用/营业收入(%)	3.79%	3.79%	3.79%	3.79%
财务费用/营业收入(%)	2.66%	2.66%	2.66%	2.66%
<b>期间费用/营业收入(%)</b>	<b>15.73%</b>	<b>15.35%</b>	<b>15.15%</b>	<b>14.95%</b>

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

**盈利预测:**

预计公司 2020-2022 年收入分别为 15,477、17,437、19,547 百万元, 增速分别为 14%、13%、12%, 归母净利润分别为 1,567、2,056、2,641 百万元, 增速分别为 14%、31%、29%。

**表14: 中材科技盈利预测**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,590	15,477	17,437	19,547
YOY(%)	19%	14%	13%	12%
归母净利润(百万元)	1,380	1,567	2,056	2,641
YOY(%)	48%	14%	31%	29%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

## 5、估值水平与投资评级: 给予 2020 年 16-18 倍估值, 对应股价 14.88-16.74 元/股, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级

我们预测公司 2020-2022 年 EPS 为 0.93、1.23、1.57 元/股。我们根据公司历史 PE 值和可比公司 PE 值, 综合考虑行业景气向上趋势, 盈利能力变化, 可比公司差异等等因素, 给予 2020 年 PE 估值 16-18 倍, 对应股价 14.88-16.74 元/股。

表 \*: 可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价	EPS					PE				市值 亿元
	4.3	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
中材科技*	11.34	0.56	0.82	0.93	1.23	20	14	12	9	190	
中国巨石	7.94	0.68	0.61	0.65	0.78	12	13	12	10	278	
金风科技	9.55	0.76	0.69	0.96	1.13	13	14	10	8	377	
恩捷股份	48.46	0.64	0.81	1.39	1.81	75	60	35	27	390	

资料来源：中材科技采用新时代电新团队预测，其他公司使用 wind 一致预期。

## 6、风险分析

玻纤板块：行业产能增加超预期、下游需求回升速度低于预期；

叶片板块：下游风电装机量进度低于预期；

隔膜板块：下游电动车销量低于预期、电池厂二供进度低于预期；

其他：全球新冠疫情导致的系统性风险。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>9287</b>	<b>10624</b>	<b>14549</b>	<b>10779</b>	<b>17043</b>	<b>营业收入</b>	<b>11447</b>	<b>13590</b>	<b>15477</b>	<b>17437</b>	<b>19547</b>
现金	1209	1655	427	593	539	营业成本	8364	9935	11043	12126	13226
应收票据及应收账款合计	5664	3431	8366	4132	10217	营业税金及附加	151	147	167	188	211
其他应收款	85	80	108	104	133	营业费用	418	528	557	610	665
预付账款	318	184	388	256	466	管理费用	696	734	820	907	997
存货	1708	2151	2138	2572	2566	研发费用	356	515	586	660	740
其他流动资产	303	3122	3122	3122	3122	财务费用	345	361	412	464	520
<b>非流动资产</b>	<b>14756</b>	<b>18662</b>	<b>19896</b>	<b>21311</b>	<b>22570</b>	资产减值损失	25	-108	0	0	0
长期投资	170	321	471	622	772	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
固定资产	11451	13670	14849	16101	17278	其他收益	166	252	0	0	0
无形资产	1397	1559	1679	1822	1869	投资净收益	29	-7	0	0	0
其他非流动资产	1737	3112	2896	2767	2651	<b>营业利润</b>	<b>1290</b>	<b>1558</b>	<b>1891</b>	<b>2481</b>	<b>3188</b>
<b>资产总计</b>	<b>24042</b>	<b>29285</b>	<b>34444</b>	<b>32091</b>	<b>39613</b>	营业外收入	128	120	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>8905</b>	<b>11652</b>	<b>16270</b>	<b>12853</b>	<b>18789</b>	营业外支出	240	13	0	0	0
短期借款	3000	3529	7346	3529	8555	<b>利润总额</b>	<b>1178</b>	<b>1666</b>	<b>1891</b>	<b>2481</b>	<b>3188</b>
应付票据及应付账款合计	4303	5208	5557	6155	6678	所得税	187	237	269	353	454
其他流动负债	1603	2915	3367	3169	3555	<b>净利润</b>	<b>992</b>	<b>1428</b>	<b>1622</b>	<b>2128</b>	<b>2734</b>
<b>非流动负债</b>	<b>4119</b>	<b>4852</b>	<b>4207</b>	<b>3579</b>	<b>2867</b>	少数股东损益	57	49	55	72	93
长期借款	3481	4065	3420	2792	2080	<b>归属母公司净利润</b>	<b>934</b>	<b>1380</b>	<b>1567</b>	<b>2056</b>	<b>2641</b>
其他非流动负债	638	787	787	787	787	EBITDA	2428	3262	3519	4292	5243
<b>负债合计</b>	<b>13024</b>	<b>16504</b>	<b>20477</b>	<b>16432</b>	<b>21656</b>	EPS(元)	0.56	0.82	0.93	1.23	1.57
少数股东权益	383	1061	1116	1188	1281						
股本	1291	1678	1678	1678	1678	<b>主要财务比率</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
资本公积	5225	4908	4908	4908	4908	<b>成长能力</b>					
留存收益	3016	4031	5167	6621	8488	营业收入(%)	11.5	18.7	13.9	12.7	12.1
归属母公司股东权益	10635	11720	12851	14471	16676	营业利润(%)	26.7	20.8	21.4	31.2	28.5
<b>负债和股东权益</b>	<b>24042</b>	<b>29285</b>	<b>34444</b>	<b>32091</b>	<b>39613</b>	归属于母公司净利润(%)	21.7	47.7	13.6	31.2	28.5
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	26.9	26.9	28.6	30.5	32.3
						净利率(%)	8.2	10.2	10.1	11.8	13.5
						ROE(%)	9.0	11.2	11.6	13.6	15.2
						ROIC(%)	8.1	10.2	8.4	12.3	11.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	54.2	56.4	59.4	51.2	54.7
						净负债比率(%)	57.6	57.0	84.5	46.3	64.9
						流动比率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.9
						速动比率	0.8	0.4	0.5	0.4	0.6
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	2.1	3.0	2.6	2.8	2.7
						应付账款周转率	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.56	0.82	0.93	1.23	1.57
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	2.38	-0.73	4.90	-0.40
						每股净资产(最新摊薄)	5.69	6.33	7.01	7.97	9.28
						<b>估值比率</b>					
						P/E	20.7	14.0	12.4	9.4	7.3
						P/B	2.0	1.8	1.6	1.4	1.2
						EV/EBITDA	10.8	8.5	9.2	6.5	6.2

现金流量表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1579</b>	<b>2970</b>	<b>-1220</b>	<b>8218</b>	<b>-669</b>
净利润	992	1428	1622	2128	2734
折旧摊销	833	1111	1216	1347	1535
财务费用	345	361	412	464	520
投资损失	-29	7	0	0	0
营运资金变动	-601	-6	-4469	4279	-5459
其他经营现金流	40	68	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1732</b>	<b>-3282</b>	<b>-2450</b>	<b>-2763</b>	<b>-2794</b>
资本支出	1709	2177	1084	1265	1108
长期投资	34	-184	-150	-150	-150
其他投资现金流	11	-1289	-1517	-1648	-1836
<b>筹资活动现金流</b>	<b>15</b>	<b>719</b>	<b>-1376</b>	<b>-1472</b>	<b>-1617</b>
短期借款	-934	529	0	0	0
长期借款	353	585	-645	-628	-711
普通股增加	484	387	0	0	0
资本公积增加	-411	-317	0	0	0
其他筹资现金流	523	-464	-731	-843	-906
<b>现金净增加额</b>	<b>-133</b>	<b>406</b>	<b>-5046</b>	<b>3984</b>	<b>-5081</b>

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**开文明**，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

**赵勇臻**，上海交通大学硕士，2017-2019年任广发证券研究所非金属建筑材料行业分析师，2020年加入新时代证券，覆盖电动车产业链和部分非电动车光伏风电公司。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b> 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b> 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b> 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>