

中材科技的认知差：成长的玻纤，拐点的锂膜

投资要点

- 玻纤：周期弱化，成长突出。**市场普遍存在玻纤为强周期性行业的认知，站在目前时点看未来3-5年，我们认为玻纤行业供给可控，周期性弱化，龙头的成长性将极为突出，并有望带来利润和估值的全面提升。首先，在需求端我国玻纤历史4年增速均超过10%，在可预见的未来5年，由于玻纤下游主要应用领域如汽车、电子等需求在扩张，同时玻纤作为低成本高强度材料，下游应用极广且在持续拓宽，未来3-5年需求增速有望超过10%，需求成长性较强。其次，玻纤供给端趋于稳定，新增产能有序可控，价格战不存在市场基础，2020年9月的玻纤涨价确认了价格底部，长期有望小幅向上，周期性弱化。中材科技旗下泰山玻纤作为行业龙头，通过冷修持续降低生产成本，成本持续降低叠加产品高端化使公司获得超额利润率，超额盈利能力又使其具备产品定价权和产能扩张权，最终形成良性循环。泰山玻纤有望持续保持超越行业平均水平的增速和利润率，进而有望带动利润和估值的持续提升。
- 叶片：抢装之后仍有看点。**2020年为风电抢装大年，中材科技叶片业务规模创历史新高。但市场对抢装之后的叶片业务存在担忧，我们认为2020年陆风抢装后中材叶片还存海风增量和海外增量，同时陆风平价上网时代和海风都催生一个必然需求，即通过叶片大型化带动发电效率提升，中材叶片在此领域将大展拳脚，市场份额有望持续提升。中材叶片于2017年全面推行“两海”战略，积极开拓国际化市场。同时，陆风平价上网时代和海风都催生叶片大型化需求，而大型叶片技术难度较高，需兼具叶片大、重量轻、强度高的特点，只有少数厂商具备量产能力，中材叶片在此领域将大展拳脚，市场份额有望持续提升。
- 锂膜：飞跃已经开始，龙头冉冉升起。**市场广泛认为公司锂膜业务还处在培育阶段，但公司目前已是CATL的主要供应商，海外LG、SK、ATL也已批量供货，成为电池巨头的供应商极具说服力，显示了公司产品质量和一致性已进入一流水平。2020年下半年以来，新能源汽车需求复苏，公司出货量、下游客户供货占比均有明显提升，目前锂膜业务正处于出货量、利润、估值的三重拐点。根据当前电动车及锂电池行业发展趋势，预计未来5年行业需求增速约为30%，在湿法替代干法的趋势下，湿法隔膜的需求增速预计超过30%。中材科技通过整合湖南中锂，产能和出货跃居行业第二，2020年H1中材锂膜实现营收8440万元，净利润1037万元，同比大幅增长。湖南中锂2020年H1营收1.5亿元，净利润-1956万元，7月单月中锂营收6215万元，接近上半年单季度水平，预计8月、9月及后续出货仍将持续提升，目前正处于出货量、利润、估值的三重拐点。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2020-2022年营业收入分别为162.1、179.8和192.5亿元，归母净利润分别为20.5、23.9和25.8亿元，对应PE分别为15、13和12倍，分部估值目标市值510亿元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**玻纤需求不及预期风险，风电抢装及后续发展不及预期风险，锂电池隔膜业务拓展不及预期风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13590.47	16206.69	17980.16	19250.58
增长率	18.73%	19.25%	10.94%	7.07%
归属母公司净利润(百万元)	1379.97	2046.57	2391.26	2577.69
增长率	47.73%	48.31%	16.84%	7.80%
每股收益EPS(元)	0.82	1.22	1.42	1.54
净资产收益率ROE	11.18%	15.67%	15.88%	15.01%
PE	22	15	13	12
PB	2.60	2.46	2.12	1.85

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛
执业证号: S1250519080004
电话: 021-58351679
邮箱: smg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.78
流通A股(亿股)	16.78
52周内股价区间(元)	8.94-22.77
总市值(亿元)	305.08
总资产(亿元)	315.70
每股净资产(元)	6.53

相关研究

- 中材科技(002080): 玻纤价值凸显, 锂膜开启新时代 (2020-08-20)
- 中材科技(002080): 玻纤底部, 叶片创新高在即, 锂膜潜力巨大 (2020-06-29)

目 录

1 玻纤：周期弱化，成长突出	1
1.1 需求端：预计未来 5 年复合增速超 10%，成长性突出.....	1
1.2 供给端：价格战不存在基础，供给稳定，周期性大幅弱化.....	4
1.3 价格端：价格底部确认，长期小幅上行.....	6
1.4 产业趋势：差距拉大，强者愈强，龙头利润和估值有望双击.....	7
2 叶片：抢装之后仍有看点	9
2.1 陆风抢装之后，海风接力.....	9
2.2 海外市场亦可贡献增量.....	10
2.3 叶片大型化趋势下，中材叶片市占率持续提升.....	12
3 锂膜：飞跃已经开始，龙头冉冉升起	14
3.1 湿法锂膜壁垒高，行业规模高速增长，竞争格局已形成.....	14
3.2 整合湖南中锂，“做大锂膜”战略布局完成，万事俱备.....	16
3.3 东风已来，出货量、利润率、估值全面提升的拐点.....	19
4 盈利预测与估值	21
5 风险提示	22

图 目 录

图 1: 国内玻纤产量情况	1
图 2: 全球玻纤下游占比	1
图 3: 国内玻纤下游占比情况	1
图 4: 玻纤产量与房地产景气度存在一定关联	2
图 5: 电子玻纤布—PCB 应用流程	2
图 6: 电子布销量情况	3
图 7: 我国 PCB 行业产值	3
图 8: 我国汽车产量情况	3
图 9: 我国新能源车产量情况	3
图 10: 我国风电新增装机量	4
图 11: 2020-2025 全球风电装机规模预测 (GW)	4
图 12: 2018 年以来玻纤产能变化情况	4
图 13: 近两年玻纤价格走势 (以 1200tex 无碱玻纤直接纱出厂价为例, 单位: 元/吨)	5
图 14: 玻纤企业库存情况	6
图 15: 泰山玻纤单位生产成本变化	7
图 16: 泰山玻纤玻璃纤维纱及制品产能和产量情况	7
图 17: 行业龙头玻纤平均单位售价情况 (元/吨)	8
图 18: 龙头净利率情况	8
图 19: 2010 年以来玻纤行业各公司经营活动净现金流情况	8
图 20: 2010 年来企业资本开支情况	8
图 21: 2019 年沿海各省累计装机容量 (万 KW)	9
图 22: 2021 年沿海各省累计装机容量预计 (万 KW)	9
图 23: 截止 2019 年底已招标未开工海上风电项目容量 (万千瓦)	10
图 24: 2001-2019 年全球新增风电装机情况	10
图 25: 2001-2019 年全球新增陆上风电装机情况	11
图 26: 2001-2019 年全球新增海上风电装机情况	11
图 27: 2019 年全球风电整机制造商前十强	11
图 28: 2015-2019 年金风科技国际营收与总营收变化情况	12
图 29: 全球陆上风电风机发展趋势	12
图 30: 全球海上风电风机发展趋势	12
图 31: 2008-2018 年全国不同功率风电机组新增装机占比	13
图 32: 2008-2018 年新增 2.0MW 机组平均风轮直径占比	13
图 33: 中材叶片产品线	13
图 34: 2019 年主要叶片厂商产能	14
图 35: 中材叶片市占率	14
图 36: 锂电池材料中隔膜技术壁垒最高	14
图 37: 隔膜六大性能参数, 性能指标难以兼顾研发难度大	14
图 38: 国内隔膜合计出货量 (亿平) 及同比增长	15
图 39: 湿法隔膜出货量占比逐渐提升	15

图 40: 全球动力电池装机需求量 (Gwh) 及增速.....	16
图 41: 全球湿法隔膜市场空间估算.....	16
图 42: 新增隔膜企业数量.....	16
图 43: 2019 年隔膜行业竞争格局.....	16
图 44: 中材锂膜 2019 年盈利转正.....	17
图 45: 中材锂膜 2021 年湿法隔膜产能将达 6.48 亿平.....	17
图 46: 湖南中锂历史业绩情况.....	17
图 47: 湖南中锂 2021 年湿法隔膜产能将达 12 亿平.....	17
图 48: 公司锂膜生产设备.....	18
图 49: 公司锂膜业务核心客户.....	19
图 50: 国内新能源车销量情况.....	19

表 目 录

表 1: 2018 年新增产能情况.....	5
表 2: 2020 年新增产能情况.....	6
表 3: 涨价带来的利润弹性测算.....	7
表 4: 涨价带来的利润弹性测算.....	7
表 5: 干湿法工艺区别, 湿法隔膜具有性能优势.....	15
表 6: 公司资金优势强.....	18
表 7: 欧盟地区主要新能源车市场税费优惠、购车补贴概况.....	20
表 8: 隔膜企业利润率情况.....	20
表 9: 分业务收入及毛利率.....	21
表 10: 可比公司估值.....	22
附表: 财务预测与估值.....	23

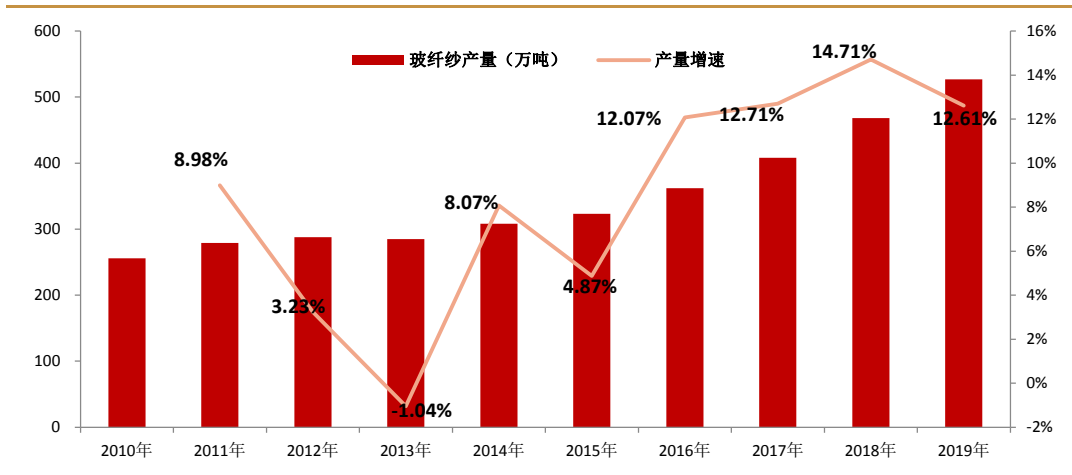
1 玻纤：周期弱化，成长突出

市场普遍存在玻纤为强周期性行业的认知，站在目前时点看未来 3-5 年，我们认为玻纤行业供给可控，周期性弱化，龙头的成长性将极为突出，并有望带来利润和估值的全面提升。

1.1 需求端：预计未来 5 年复合增速超 10%，成长性突出

我国玻纤行业历史 4 年产量增速均超过 10%，需求持续旺盛。在可预见的未来 5 年，对应到我国的玻纤下游需求增速预计在 10% 以上，将体现出突出的成长性。支撑下游需求增速的核心原因在于 1) 玻纤下游主要应用领域需求在扩张；2) 玻纤作为低成本高强度材料，下游应用极广且在持续拓宽。

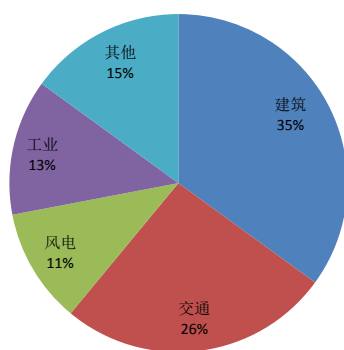
图 1：国内玻纤产量情况



数据来源：玻纤协会，西南证券整理

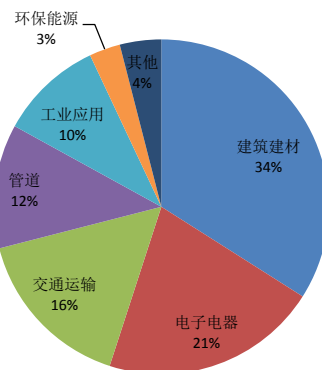
1) 2019 年玻纤全球产量约 800 万吨，我国产量 527 万吨，占全球产量比重超过 60%。我国玻纤产品出口量 154 万吨，占国内总产量的 29.2%，国内和国际共同提供需求支撑。玻纤下游主要应用领域包括建筑、交通运输、风电、电子等，占比分别约 35%、20%、10%、20%。各领域需求趋势具体来看：

图 2：全球玻纤下游占比



数据来源：玻纤协会，西南证券整理

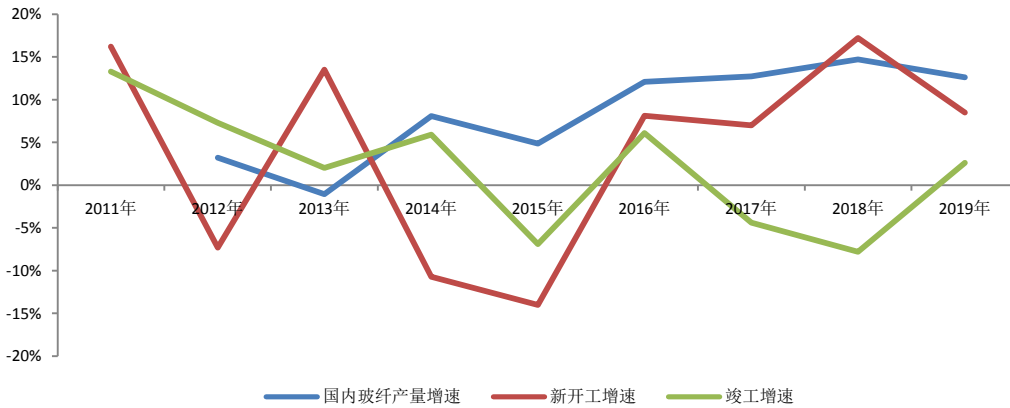
图 3：国内玻纤下游占比情况



数据来源：玻纤协会，西南证券整理

建筑领域：玻纤在建筑领域中主要用在保温、防水、增强混凝土、复合材料墙体、卫浴、顶棚等方面。全球建筑领域玻纤用量约 270 万吨，国内用量约 130 万吨，均占玻纤总用量的约 35%，国内市场估算约 70 亿元。玻璃纤维增强混凝土能够有效提高保温效果与防水抗裂性能；增强塑料可用于给排水工程，增加管网强度和耐腐蚀性；玻纤布是玻纤胎防水卷材的胎基材料；玻纤织物、玻璃钢可用于门窗工程、顶棚、卫浴等，实现建筑轻量化并增加强度及保温防水性能。现代建筑轻量化、高强度的趋势必然带来玻纤在建筑领域应用的扩大。

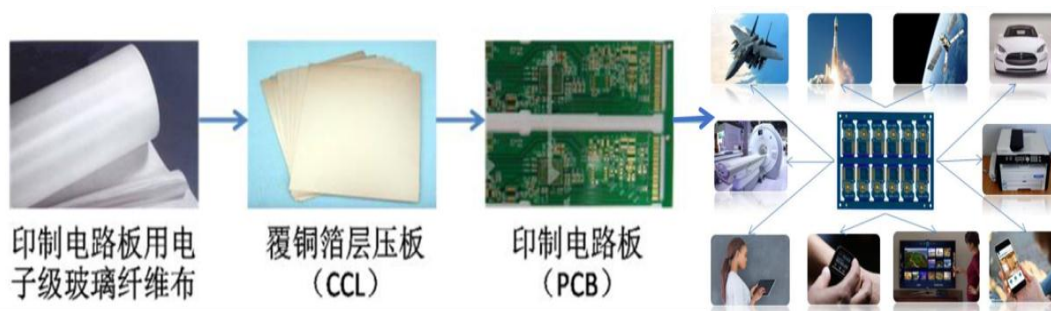
图 4：玻纤产量与房地产景气度存在一定关联



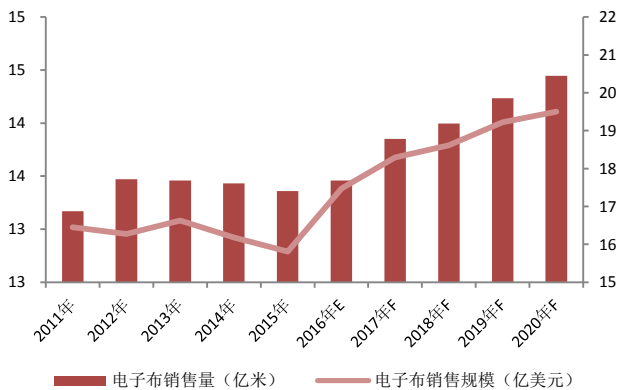
数据来源：玻纤协会、Wind, 西南证券整理

电子电器：玻纤优秀的绝缘性和耐腐蚀特性使其广泛应用在电子电器领域，如印刷电路板 (PCB)、电气元件、电部件、绝缘工具、电器罩壳等。其中电子玻纤纱 (布) 是覆铜板生产的主要原材料，约占覆铜板成本的 25%-40%，而覆铜板是 PCB 的核心基材，几乎所有的电子设备都需要用到 PCB，是“电子系统产品之母”。根据台湾工研院发布数据，预计 2020 年全球电子布需求量 14.4 亿米，对应市场规模约 140 亿元。我国电子玻纤纱需求占全球的 50%，那么国内电子玻纤布市场规模约 70 亿元。随着电子产品种类的持续增加以及 5G 基站建设等，预计 PCB 需求将持续长期放大，带动电子玻纤纱市场空间不断扩大。

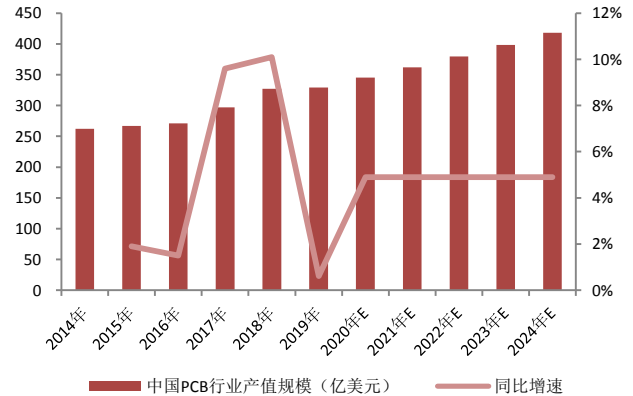
图 5：电子玻纤布—PCB 应用流程



数据来源：宏和科技公告，西南证券整理

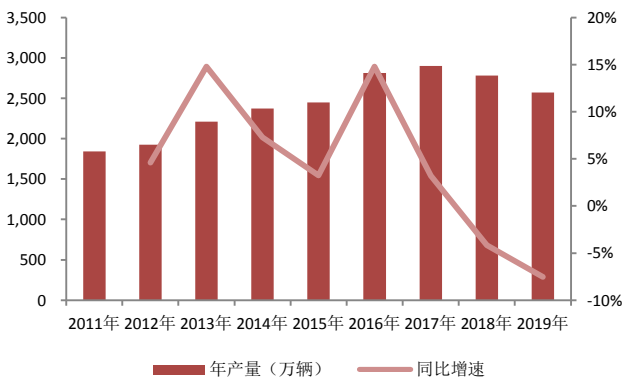
图 6: 电子布销量情况


数据来源: 台湾工研院, 西南证券整理

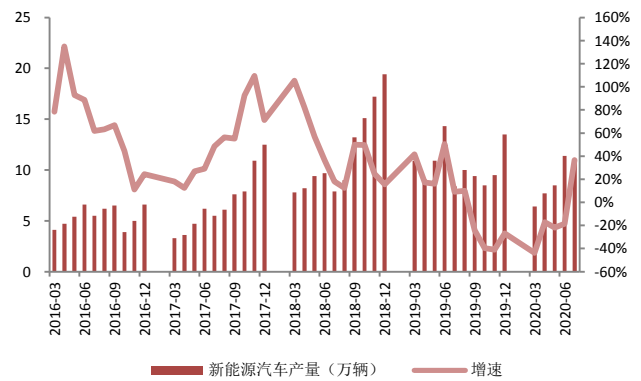
图 7: 我国 PCB 行业产值


数据来源: Prisma, 西南证券整理

交通运输: 玻纤轻量化、强度高、易加工, 在交通运输领域用于汽车、高铁、飞机、船体结构等。尤其是汽车轻量化方面, 玻纤是实现汽车“以塑代钢”的重要材料。汽车重量减轻 10% 能够减少油耗 6%-8%、减少排放 10%, 节能减排要求下汽车轻量化是长期确定性趋势。国产汽车玻纤复合材料应用比例在 8%-12%, 单车用量为 90-110kg, 较发达国家 20%-30% 的比例、单车用量大于 300kg 而言还有翻倍空间。同时新能源汽车对玻纤轻量化材料的需求更加迫切, 新能源汽车的轻量化不仅能够节能降耗, 还能够增加汽车行驶里程数, 增加电池使用寿命, 新能源汽车的崛起对玻纤需求将有更大拉动。

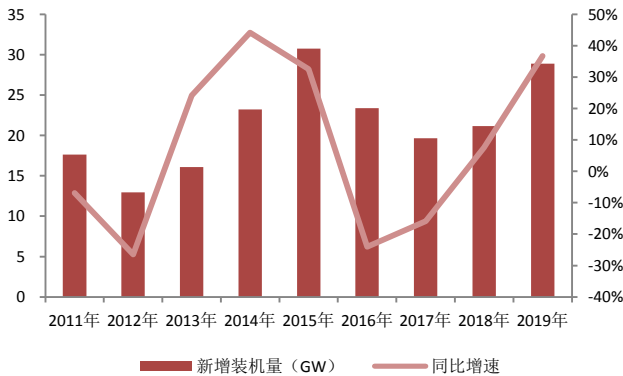
图 8: 我国汽车产量情况


数据来源: 统计局, 西南证券整理

图 9: 我国新能源车产量情况


数据来源: 统计局, 西南证券整理

风电: 玻纤材料主要用于制造风电叶片和机舱罩部分。2019 年受补贴退坡刺激及海上风电发展提速的共同影响, 我国风电市场保持高速增长态势, 新增吊装容量达到 28.9GW, 同比增长 36.7%, 新增装机容量全球占比达到 48%。其中, 陆上风电新增 26.2GW, 增速近 36%, 海上风电新增 2.7GW、增速高达 57%。1GW 风电玻纤用量在 1 万吨以上, 2019 年新增装机量带来的玻纤需求约 30 万吨。由于补贴退坡刺激带来的抢装需求将持续到 2021 年, 未来两年国内风电用玻纤需求将维持高景气度。此外, 国外风电需求旺盛, 海外出口有望平滑国内长期风电需求波动。

图 10: 我国风电新增装机量


数据来源: 统计局, 西南证券整理

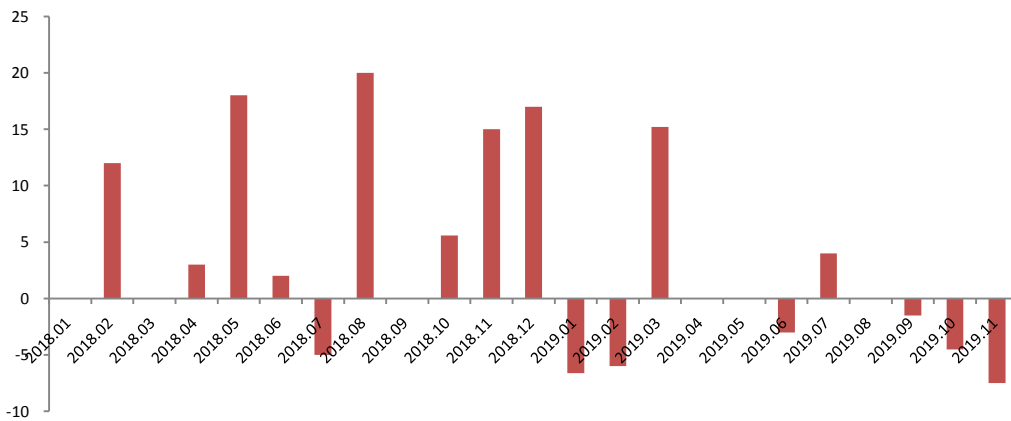
图 11: 2020-2025 全球风电装机规模预测 (GW)


数据来源: 彭博新能源财经, 西南证券整理

2) 玻纤作为一种高性能材料, 应用领域持续扩张, 且随着技术进步, 各种新型玻纤复合材料层出不穷。美国玻纤下游应用种类超过 6 万种。目前我国人均玻纤年消费量还远低于发达国家, 成熟并广泛应用的下游领域仅有美国的十分之一, 其他很多发展中国家玻纤消费量更低, 发展中国家玻纤产品的应用领域远未被充分开发。下游应用领域的不断扩展将带动玻纤需求量长期向上增长。

1.2 供给端: 价格战不存在基础, 供给稳定, 周期性大幅弱化

2017 年环保去产能关停了大量违规产线, 促成了 2017 年玻纤价格的大幅上涨, 丰厚的利润也促成了留存玻纤企业的大规模扩张, 2018 年国内新增产能超过 90 万吨, 增速超过 25%。集中爆发的无序产能扩张使得行业供给过剩明显, 玻纤价格持续下滑。

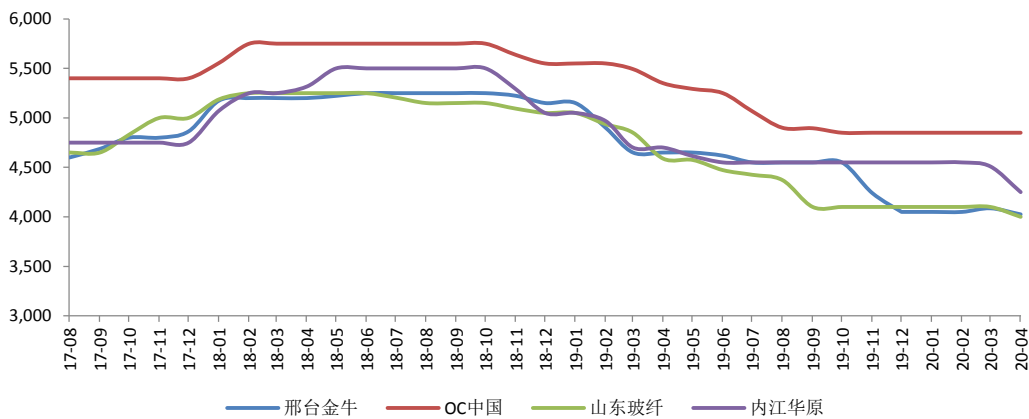
图 12: 2018 年以来玻纤产能变化情况


数据来源: 玻纤协会, 西南证券整理

表 1: 2018 年新增产能情况

公司	点火时间	产线名称	产能增量 (万吨)	备注
中国巨石	2018.05	九江一、二线	5	由 15 万吨/年增产至 20 万吨/年
	2018.05	九江三线	1	由 2 万吨/年增产至 3 万吨/年
	2018.03	九江四线	12	新建
	2018.12	桐乡智能制造基地 (一期)	15	新建
	2018.12	6 万吨电子纱	6	新建
长海股份	2018.03	环保型玻璃纤维池窑拉丝生产线	2.5	由 3 万吨/年扩建至 5.5 万吨/年
	2018.05	E-CH 玻璃纤维生产性	1.5	由 7 万吨/年扩建至 8.5 万吨/年
泰山玻纤	2018.09	本部新区 F06#线	10	新建
四川威玻	2018.05	威玻四期	2	技改扩建
重庆国际	2018.08	重庆总部 F05 线	10	新建
中材金晶	2018 年	8 万吨/年无碱池窑新项目	8	新建
安徽凤丹	2018.11	-	3	-
林州光远	2018.10	三期	5	2018.04 开建
台嘉玻纤	-	蚌埠一线	3	
元源新材	2018.05	一期	5	新建
重庆三磊	2018.01	一线	8.5	新建
江西大华	2018.07	一号线	3	由 7 万吨/年扩建至 8.5 万吨/年
合计			95.5	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 13: 近两年玻纤价格走势 (以 1200tex 无碱玻纤直接纱出厂价为例, 单位: 元/吨)


数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

2019 年玻纤价格下跌至多数中小企业成本线以下, 产能无需扩张终结, 停窑产能 30 余万吨, 2020 年预计新增产能不超过 30 万吨, 行业供需重回平衡。站在当前时点我们认为行业无序扩张和价格战不存在基础。第一, 当前玻纤价格下, 中小玻纤企业处于盈亏平衡或亏损状态, 缺乏资金和动力扩产; 第二, 虽然中小企业利润水平差, 但多为地方国资背景, 彻底退出难度高, 利润水平高的龙头企业不存在发动价格战的基础。

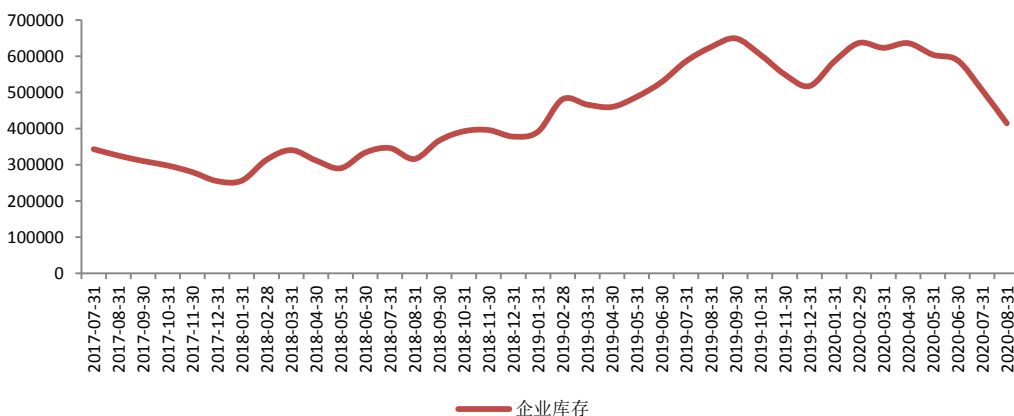
表 2: 2020 年新增产能情况

	公司	状态	产线名称	新增产能 (万吨)	备注
2020 年 新增产能	泰山玻纤	新建	满庄 F07 年产 9 万吨高强高模产线	9	已点火
	中国巨石	新建	玻纤智能制造生产线 (二期) 15 万吨	15	已点火
		新建	成都 25 万吨/年搬迁项目	25	已点火 13 万吨
	邢台金牛	新建	邢台三线 10 万吨/年产线	10	
	重庆三磊	新建	潜江二线 10 万吨/年产线	10	
	合计			69	
2020 年 冷修、关停 产能	邢台金牛	待冷修	5 万吨/年无碱沙池窑线	-5	预计 2020 年冷修
	泰山玻纤	待停产	本部老区 1 线	-1.5	老厂区搬迁
		已停产	本部老区 2 线	-3.5	
		已停产	本部老区 3 线	-4.5	
		已停产	本部老区 9 线	-4	
	中国巨石	已停产	成都青白江 22 万吨产能搬迁	-22	老厂区搬迁
	合计			-40.5	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

1.3 价格端: 价格底部确认, 长期小幅上行

目前玻纤供给稳定, 需求端持续向好的趋势下, 玻纤行业周期性弱化, 成长性逐步体现, 价格底部确认, 未来有望长期开启小幅上涨通道。玻纤价格的表现观测指标为企业库存, 目前玻纤企业库存快速下降, 涨价水到渠成。8 月底, 玻纤龙头中国巨石和泰山玻纤发布涨价公告, 自 9 月 1 日起巨石旗下玻纤粗砂及制品售价上调 7%, 泰玻旗下无碱玻纤粗纱及制品售价上调 300 元/吨。

图 14: 玻纤企业库存情况


数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

根据巨石和泰山玻纤涨价幅度测算: 目前巨石产能约 200 万吨, 泰山玻纤产能约 100 万吨, 考虑到内外销比例、长协以及个别不涨价品种, 预计受益产能约为 50%, 根据涨价幅度测算, 2021 年全年因此次涨价带来的利润增幅约为 15%。

表 3: 涨价带来的利润弹性测算

利润测算	泰山玻纤	中国巨石
预计产能	100 万吨	200 万吨
受益产能	50 万吨	100 万吨
涨价幅度	300 元/吨	300-350 元/吨
利润增幅	1.5 亿元	2.5-3 亿元

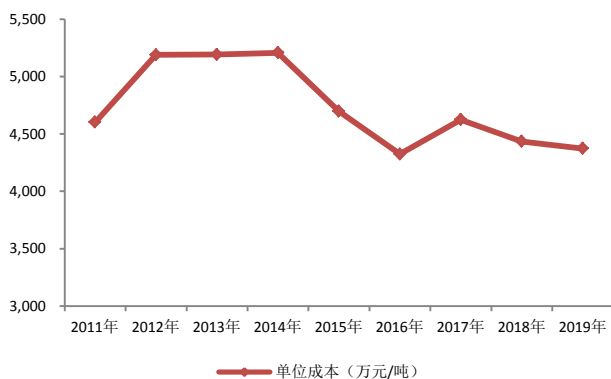
数据来源: 西南证券整理测算

1.4 产业趋势: 差距拉大, 强者愈强, 龙头利润和估值有望双击

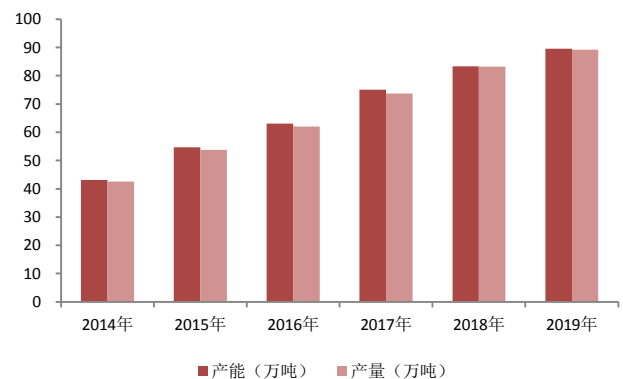
玻纤行业的三个特性使龙头强者恒强, 差距越拉越大。

(1) 冷修带来的成本持续降低

玻纤设备冷修周期约为 6-8 年, 冷修可以改良熔化率、开机率、拉丝成品率等制造环节指标水平, 亦可以优化技术路线和扩大单窑产能, 以此实现单位能耗、人工及折旧费用缩减, 提升良品率。以泰山玻纤为例, 2013-2015 年期间泰玻陆续关停本部 5#、6# 和 8# 生产线, 同时建成投产了新区 4 条产线, 2015-2019 年泰玻对池窑开展集中冷修, 新老产能替换和冷修均带来了明显的单位生产成本下降。

图 15: 泰山玻纤单位生产成本变化


数据来源: 公司债券评级报告, 西南证券整理测算

图 16: 泰山玻纤玻璃纤维纱及制品产能和产量情况


数据来源: 公司债券评级报告, 西南证券整理

(2) 成本持续降低叠加产品高端化带来龙头超额利润率

玻纤下游应用广, 尤其在新能源汽车、风电、PCB 等中高端细分领域的应用不断深化, 热塑性 (汽车轻量化) 材料、电子纱等高端产品需求增速远超玻纤行业平均需求增速。高端产品由于生产工艺、改性剂等因素技术壁垒高, 有实力进行研发生产的企业国内也就是中国巨石、泰山玻纤等龙头。以电子纱为例, 2019-2020 年电子纱产能扩建仅有巨石、泰玻、台嘉三家企业。

表 4: 涨价带来的利润弹性测算

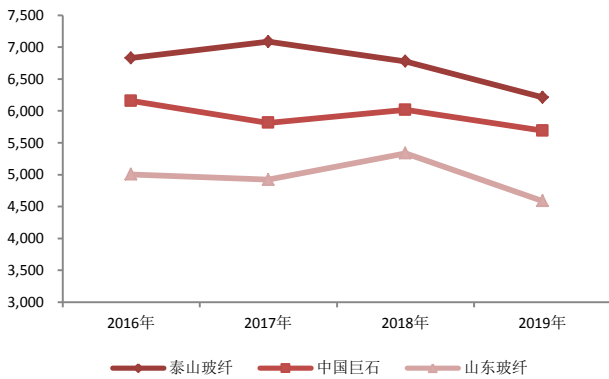
公司	状态	产线名称	近两年电子纱新增产能	备注
台嘉玻纤	新建	蚌埠 8 万吨电子纱一期	8 万吨	-
中国巨石	在建	桐乡电子纱	6 万吨	投资 23.73 亿元, 预计年销售收入 9.21 亿元, 利润 3.36 亿元

公司	状态	产线名称	近两年电子纱新增产能	备注
泰山玻纤	计划	桐乡电子纱	6万吨	投资 25.93 亿元, 预计年销售收入 11.27 亿元, 利润 3.92 亿元
	在建	5000 吨超细电子纱	0.5 万吨	投资额 4.96 亿元, 预计年收入 3.95 亿元, 利润 1.04 亿元
	在建	0.67 亿米电子布	-	投资额 4.91 亿元, 预计年收入 4.30 亿元, 利润 0.47 亿元

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

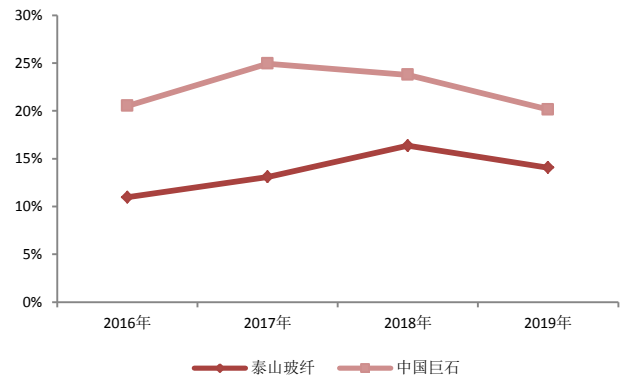
高端产品较高的门槛带来的是较高的价格水平和利润率。龙头产品平均售价显著高于同行业水平, 叠加冷修带来持续的成本降低, 即使在玻纤价格大幅下跌的 2018 和 2019 年, 绝大多数玻纤企业处在盈亏平衡或者亏损状态, 中国巨石和泰山玻纤仍然保持着 20%、14% 以上的净利率水平。2020 年上半年疫情影响下, 泰山玻纤实现销量增速 8.8%, 收入增速 6.0%, 净利润增速 22.6%, 单吨净利增长 12.6%, 超额利润率明显。

图 17: 行业龙头玻纤平均单位售价情况 (元/吨)



数据来源: 玻纤协会, 西南证券整理

图 18: 龙头净利率情况

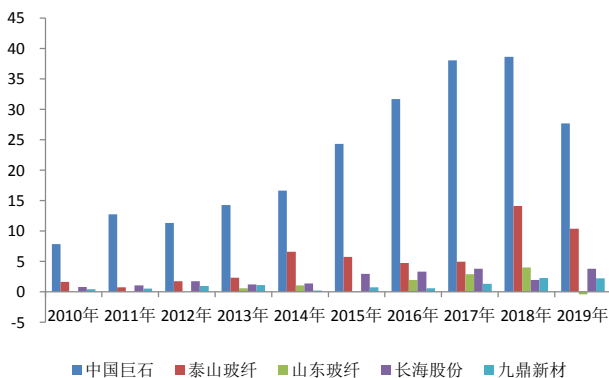


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

(3) 超额盈利能力带来的定价权和产能扩张权

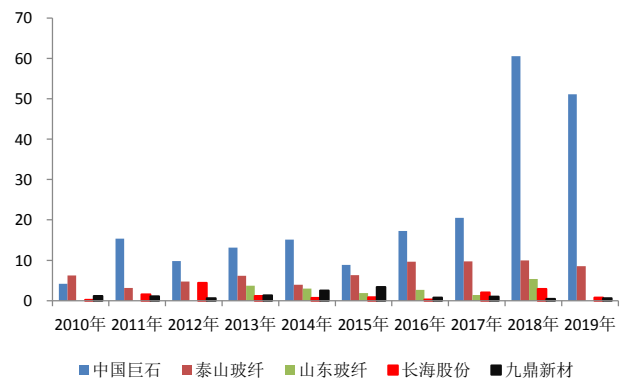
龙头超额的利润水平使其在产品定价权上具备绝对主动。同时, 龙头长期超额的利润水平带来丰厚现金流, 经营性现金流的分化比产能规模、盈利情况分化更为严重。资金的巨大优势不仅带来了研发优势、技术优势, 在产线冷修和扩产上也具备主动权。在此基础上玻纤龙头将成为行业需求增长的主要受益者, 实现市占率的持续提升。

图 19: 2010 年以来玻纤行业各公司经营活动净现金流情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 20: 2010 年以来企业资本开支情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

综合来看，中材科技旗下泰山玻纤作为行业龙头，通过冷修持续降低生产成本，成本持续降低叠加产品高端化使公司获得超额利润率，超额盈利能力又使其具备产品定价权和产能扩张权，最终形成良性循环。在当前周期性弱化，成长性突出的行业背景下，泰山玻纤有望持续保持超越行业平均水平的增速和利润率，进而有望带动利润和估值的持续提升。

2 叶片：抢装之后仍有看点

2020 年为风电抢装大年，中材科技叶片业务规模创历史新高。但市场对抢装之后的叶片业务存在担忧，认为中材叶片业务规模或面临断崖式下跌。我们认为 2020 年陆风抢装后中材叶片还存在海风增量和海外增量，同时陆风平价上网时代和海风都催生一个必然需求，即通过叶片大型化带动发电效率提升，中材叶片在此领域将大展拳脚，市场份额有望持续提升。

2.1 陆风抢装之后，海风接力

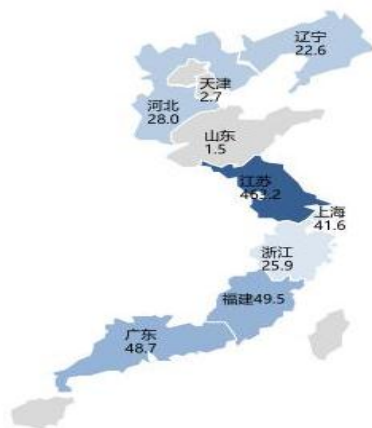
风电抢装潮来源于 2019 年 5 月国家发改委发布《关于完善风电上网电价政策的通知》，明确“2018 年底之前核准的陆上风电项目，2020 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴；2019 年 1 月 1 日至 2020 年底前核准的陆上风电项目，2021 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴。对 2018 年底前已核准的海上风电项目，如在 2021 年底前全部机组完成并网的，执行核准时的上网电价；2022 年及以后全部机组完成并网的，执行并网年份的指导价。”也

就是说：

1) 2018 年底前核准的陆上风电项目需于 2020 年底前全容量并网方可享受核准时的标杆电价。2019 年底核准未并网陆上装机容量约 30GW，是 2020 年抢装潮主力。2020 年上半年中材科技叶片销量 4.6GW，同比增长 43.3%，营收 32.7 亿元，同比增长 65.2%，净利润 3.9 亿元，同比增长 116.7%，陆风抢装带来中材叶片 2020 年业绩爆发式增长。

2) 2018 年底前已核准的海上风电项目，享受核准时上网电价的并网截至日为 2021 年 12 月 31 日；截止 2019 年底，已招标未开工海上风电项目容量约 21GW。由于海上风电建设周期长，2021 年海风装机预计迎来爆发。此外 2022 年及以后并网的海风项目虽执行并网年份指导价，但仍然有补贴，且当前海风发展仍处在起步阶段，未来空间和增量较大，海风叶片需求长期向上。

图 21：2019 年沿海各省累计装机容量（万 KW）

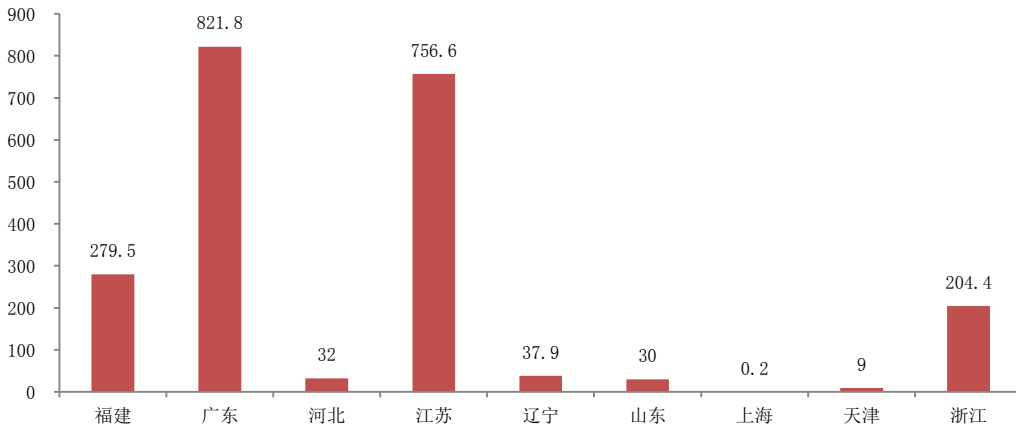


数据来源：中国海洋工程咨询协会海上风电分会

图 22：2021 年沿海各省累计装机容量预计（万 KW）



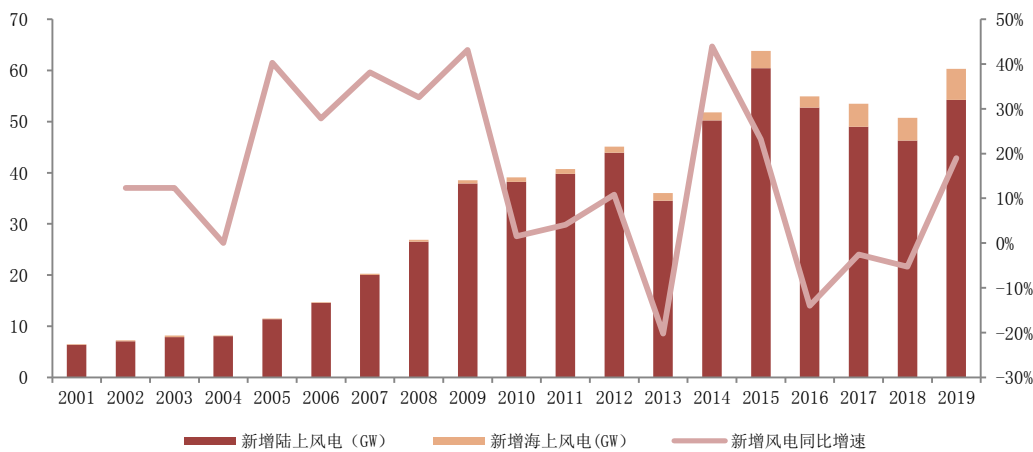
数据来源：中国海洋工程咨询协会海上风电分会

图 23: 截止 2019 年底已招标未开工海上风电项目容量 (万千瓦)


数据来源: 中国海洋工程咨询协会海上风电分会, 西南证券整理

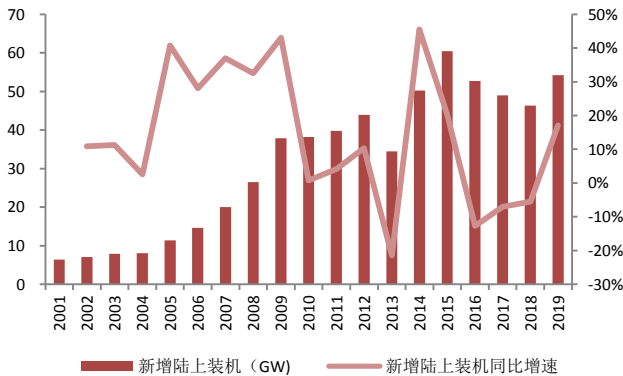
2.2 海外市场亦可贡献增量

2019 年全球风电新增装机 60.3GW, 同比增速 18.9%。其中新增陆上风电 54.2GW, 占总新增 89.9%, 同比增速 17%; 新增海上风电 6.1GW, 占总新增 10.1%, 同比增速 38.6%, 总体呈明显上升趋势。根据全球需求, 彭博新能源预测 2020 年新增装机达 66.4GW, 同比增速约 23.8%, 2021 年达 73GW, 同比增速约 9.9%, 预计全球风电市场持续向上。

图 24: 2001-2019 年全球新增风电装机情况


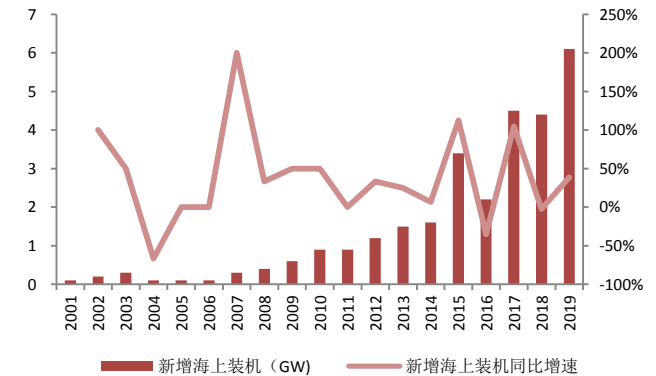
数据来源: GWEC, 西南证券整理

图 25: 2001-2019 年全球新增陆上风电装机情况



数据来源: GWEC, 西南证券整理

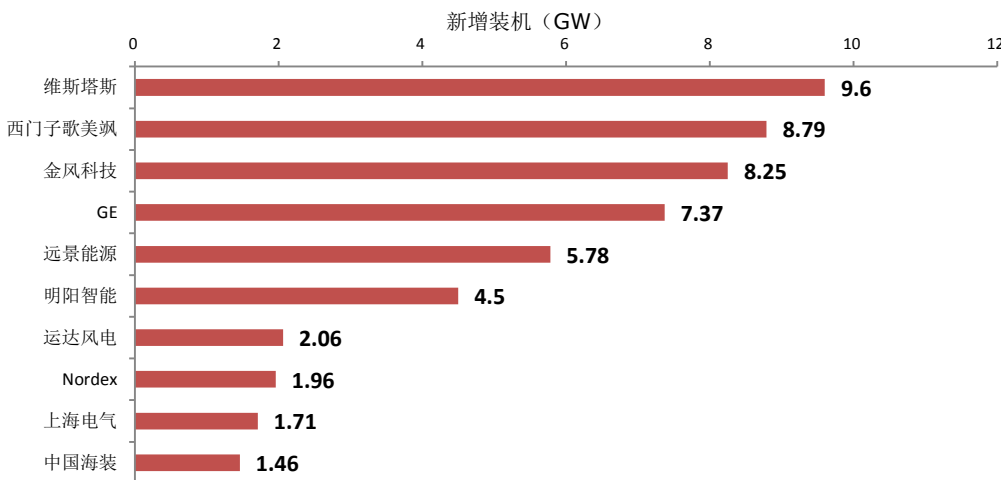
图 26: 2001-2019 年全球新增海上风电装机情况



数据来源: GWEC, 西南证券整理

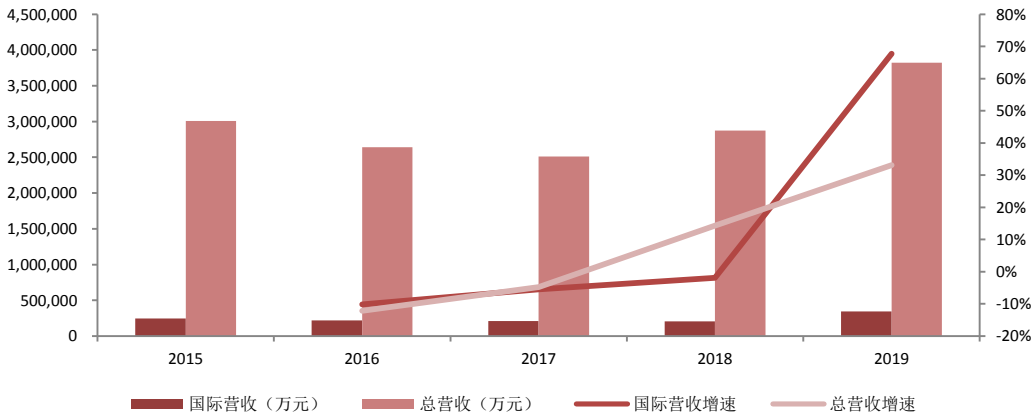
中材叶片于 2017 年全面推行“两海”战略，两海即海上+海外，海外以江苏阜宁国际化工厂及海外研发中心为依托，开拓国际化市场。截止 2019 年底，中材科技叶片产品已在 20 个国家稳定运行，累计装机突破 45GW。同时，中材叶片与整机厂商合作密切，是金风、远景等整机厂商的核心叶片供应商，以金风科技为例，2019 年金风科技总营收为 382.4 亿元，同比增长 33.1%，其中国际业务营收为 34.4 亿元，同比增长 67.7%，占比 9.0%，海外业务增长较快，也将持续带动中材叶片的海外拓展。

图 27: 2019 年全球风电整机制造商前十强



数据来源: BNEF, 西南证券整理

图 28: 2015-2019 年金风科技国际营收与总营收变化情况

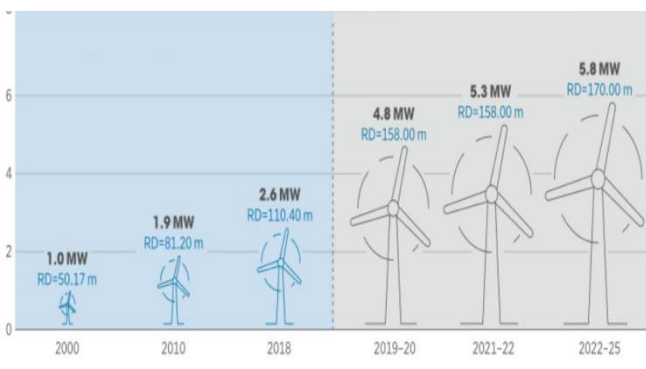


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.3 叶片大型化趋势下, 中材叶片市占率持续提升

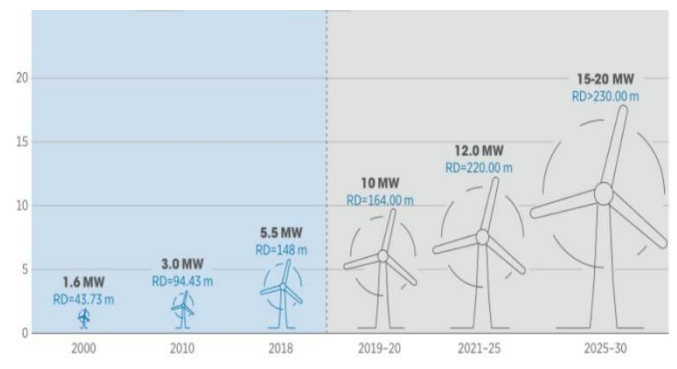
风机大型化是风电降本增效的关键突破点。全球平均来看, 2018 年陆上风电风机功率在 2.6MW, 风轮直径 110.4m, 海上风电风机功率在 5.5MW, 风轮直径 148m。预计 2021-2022 年, 海上风机功率将达到 12MW, 风轮直径达到 220m。国内来看, 国内新增装机的平均单机容量由 2008 年的 1.21MW 上升至 2019 年的 2.18MW, 累计增幅 80%。2019 年新增 2.0-2.5MW 功率机组占 73%, 成为主流机型。以 2.0MW 机组为准, 十年间此功率新增装机的平均风轮直径由 80m 上升至 118m, 累计增幅 47.5%。2019 年大于等于 120m 的风轮直径占比 56%, 同比提升 19 个百分点, 叶片大型化趋势明显。而大型叶片技术难度较高, 兼具叶片大、重量轻、强度高的特点, 只有少数厂商具备量产能力。

图 29: 全球陆上风电风机发展趋势

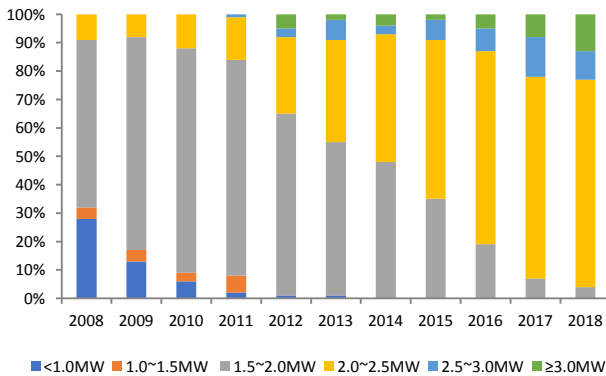


数据来源: IRENA, 西南证券整理

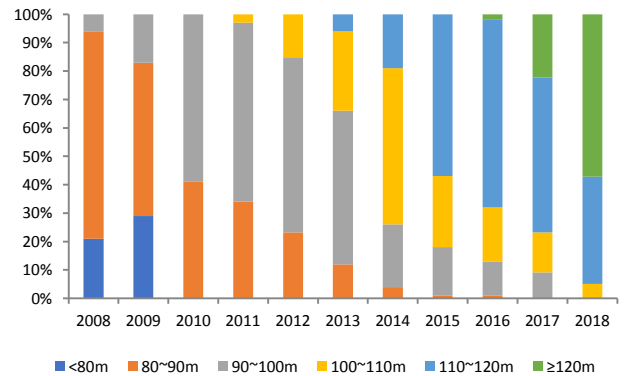
图 30: 全球海上风电风机发展趋势



数据来源: IRENA, 西南证券整理

图 31: 2008-2018 年全国不同功率风电机组新增装机占比


数据来源: 中国风能协会 CWEA, 西南证券整理

图 32: 2008-2018 年新增 2.0MW 机组平均风轮直径占比


数据来源: 中国风能协会 CWEA, 西南证券整理

中材叶片具备国内最大的 12MW 级别 120m(半径)全尺寸全生命周期叶片室内测试台, 得到国际权威认证机构 DNVGL 颁发的全球首张此类型认证证书。公司持续向大型叶片产品制造升级, 目前 2.5MW 及以上的大型叶片已成为公司叶片销售的主力, 同时目前国内单机兆瓦最大海上风电全玻纤叶片是中材制造的 Sinoma85.6-8.xMW。Sinoma85.6 海上风电叶片在 2019 年下线并实现量产, 风轮直径 175m, 最大弦长 4.88m, 扫风面积 23891 m², 相当于 3.3 个标准足球场大小。公司走在叶片大型化前列, 代表着国内叶片最高制造水平, 竞争力突出。

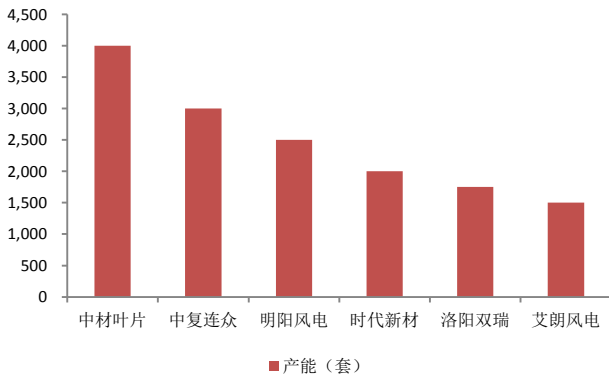
图 33: 中材叶片产品线

额定功率 (MW)	叶片类型	转子直径 (M)	节圆直径 (M)	扫风面积 (M ²)	重量 (T)	认证机构	额定功率 (MW)	叶片类型	转子直径 (M)	节圆直径 (M)	扫风面积 (M ²)	重量 (T)	认证机构
6.0MW	Sinoma81.8	167.4	3.6	22000	29T	/	2.0MW	Sinoma56.5B	116	2.3	10563	12.62	CGC
6.0-6.7MW	Sinoma77.7	160	4	20000	31.50	DNVGL	2.0MW	Sinoma57	115	2.3	10542	12.60	TUV NORD
6.0-6.7MW	Sinoma75	154	3.6	18482	26.70	TUV NORD/CGC	2.0MW	Sinoma57A	115	2.3	10542	12.81	CGC
4.5MW	Sinoma72	145	3.2	16972	23.60	DNVGL/CGC	2.0MW	Sinoma58.5B	121	2.3	11631	13.56	DNVGL/CGC
3.6MW	Sinoma66.4	116	2.3	10514	11.00	DNVGL	2.0MW	Sinoma59.6	121	2.3	11499	12.54	CGC
3.4MW	Sinoma68.6	140	2.8	15394	18.60	DNVGL/CGC	2.0MW	Sinoma59.6A	121	2.3	11499	12.58	CGC
3.0MW	Sinoma50.5	103	2.3	8421	9.70	DNVGL	2.0MW	Sinoma59.6B	121	2.3	11499	12.1	CGC
3.0MW	Sinoma52.5B	107	2.3	9030	12.00	TUV SUD	2.0MW	Sinoma59.6C	121	2.3	11499	11.7	CGC
3.0MW	Sinoma59.5	121	2.3	11684	14.70	GL/CGC	2.0MW	Sinoma59.6D	121	2.3	11499	11.5	CGC
2.5MW	Sinoma50.5A	103	2.3	8332	11.80	DNVGL	2.0MW	Sinoma59.5C	121	2.3	11631	13.5	/
2.5MW	Sinoma50.5B	103	2.3	8332	12.70	DNVGL	1.8MW	Sinoma51.9	106	1.8	8826	9.11	DEWI/CGC
2.5MW	Sinoma50.5D	103	2.3	8332	11.80	DNVGL	1.8MW	Sinoma51.9A	106	1.8	8826	9.31	DNVGL/CGC
2.5MW	Sinoma52.5	107	2.3	9030	10.95	DEWI/CGC	1.65MW	Sinoma42.2B	87	1.8	5920	6.89	CGC
2.5MW	Sinoma52.5A	103	2.3	8332	11.80	CGC	1.65MW	Sinoma45.2B	93	1.8	6793	7.95	CGC
2.5MW	Sinoma52.5B	107	2.3	9030	11.70	TUV SUD/CGC	1.6MW	Sinoma50.4	103	1.8	8334	8.75	DEWI
2.5MW	Sinoma53.8A	110	2.3	9503	12.80	CCS	1.5MW	Sinoma32	66	1.8	3461	5.36	CGC
2.5MW	Sinoma53.8B	110	2.3	9503	12.96	TUV NORD/CGC	1.5MW	Sinoma37.5	77	1.8	4656	5.93	DNVGL
2.5MW	Sinoma53.8C	110	2.3	9503	11.80	TUV NORD/CGC	1.5MW	Sinoma40.2	83	1.8	5361	6.12	DNVGL
2.5MW	Sinoma53.8D	110	2.3	9503	13.27	DNVGL/CGC	1.5MW	Sinoma40.3	83	1.8	5361	5.93	DNVGL/CGC
2.5MW	Sinoma59.5	121	2.3	11684	14.70	DNVGL/CGC	1.5MW	Sinoma40.3A	83	1.8	5361	5.94	CGC
2.5MW	Sinoma63.5	130	2.3	13171	15.31	CGC	1.5MW	Sinoma42.2	87	1.8	5920	6.56	DNVGL/CGC
2.5MW	Sinoma68.6A	140	2.8	15394	16.90	GL/CGC	1.5MW	Sinoma42.2A	87	1.8	5920	6.74	DNVGL/CGC
2.5MW	Sinoma68.6B	140	2.8	15394	13.70	/	1.5MW	Sinoma42.8	87	1.8	5920	6.30	CCS
2.2MW	Sinoma59.5D	121	2.3	11550	11.60	TUV NORD	1.5MW	Sinoma42.8B	88	1.8	6073	6.59	DNVGL/CGC
2.0MW	Sinoma45.3	93	2.11	6908	8.46	DNVGL	1.5MW	Sinoma45.2A	93	1.8	6793	7.75	DEWI/CGC
2.0MW	Sinoma49	100	2.11	7916.8	9.15	DNVGL	1.5MW	Sinoma45.2B	93	1.8	6793	7.95	CGC
2.0MW	Sinoma50.2	103	2.11	8235	9.84	DNVGL	1.5MW	Sinoma45.2C	93	1.8	6793	7.20	DNVGL
2.0MW	Sinoma56.8	116	2.3	10563	12.30	CGC	1.0MW	Sinoma31	64	1.6	3257	3.80	-

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

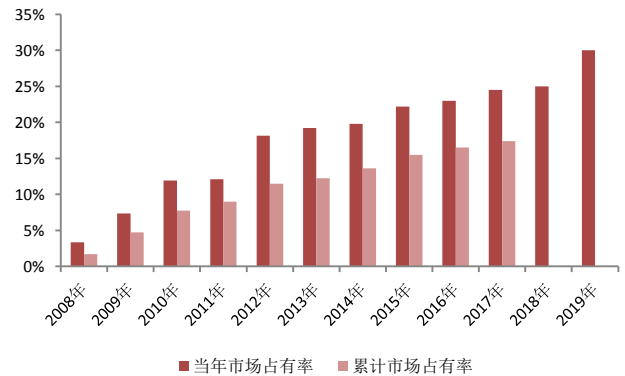
国内前三叶片制造商为中材叶片、中复连众、明阳风电, 2019 年产能分别为 4000 套 (8.35GW)、3000 套、2500 套, 市占率分别为 30%、11%、10%。中材叶片市占率连续九年位居国内第一, 随着叶片大型化趋势, 中材叶片市场竞争力加速提升, 市占率提升趋势明显。

图 34: 2019 年主要叶片厂商产能



数据来源: 北极星风力发电, 西南证券整理

图 35: 中材叶片市占率



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

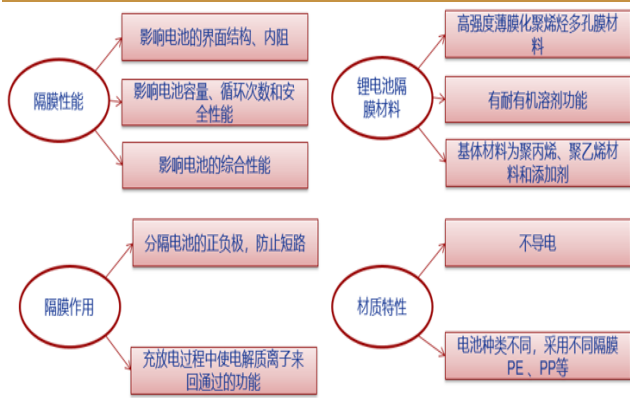
3 锂膜: 飞跃已经开始, 龙头冉冉升起

市场广泛认为公司锂膜业务还处在培育阶段, 但公司目前已是 CATL 的主要供应商, 海外 LG、SK、ATL 也已通过认证并开始批量供货, 成为电池巨头的供应商极具说服力, 显示了公司产品质量和一致性已进入一流水平。2020 年下半年以来, 新能源汽车需求复苏, 公司出货量、下游客户供货占比均有明显提升, 目前锂膜业务正处于出货量、利润、估值的三重拐点。

3.1 湿法锂膜壁垒高, 行业规模高速增长, 竞争格局已形成

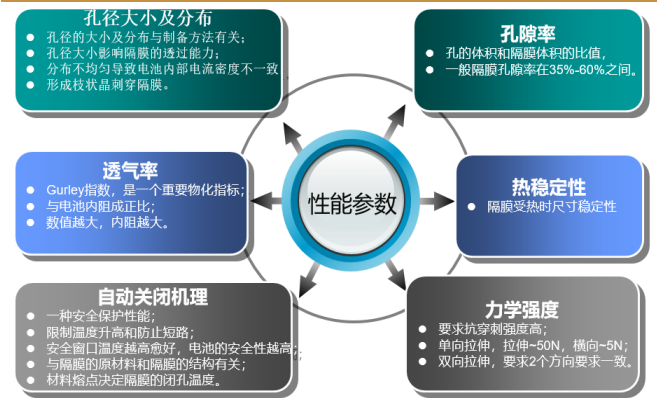
隔膜技术壁垒高: 隔膜是锂电池材料中技术壁垒最高的环节, 其性能的优劣对锂电池的轻量化和安全性至关重要, 直接影响电池内阻、循环使用寿命、电池容量等性能, 是支撑锂离子电池完成充放电电化学过程的重要构件。高性能锂电池需要隔膜具有厚度均匀性以及优良的力学性能、透气性能、理化性能 (包括润湿性、化学稳定性、热稳定性、安全性), 诸多特性以及其性能指标的难以兼顾决定了其生产工艺技术要求高、研发难度大。比如隔膜造孔工艺难度高, 需要定制化的成套精密生产设备; 聚丙烯、聚乙烯和添加剂等高分子材料直接影响隔膜厚度、面密度、力学性能一致性; 技术水平也直接影响隔膜最终质量和良率。因此, 定制化设备、技术、材料等缺一不可, 行业壁垒高。

图 36: 锂电池材料中隔膜技术壁垒最高



数据来源: 西南证券

图 37: 隔膜六大性能参数, 性能指标难以兼顾研发难度大



数据来源: 高工锂电, 西南证券整理

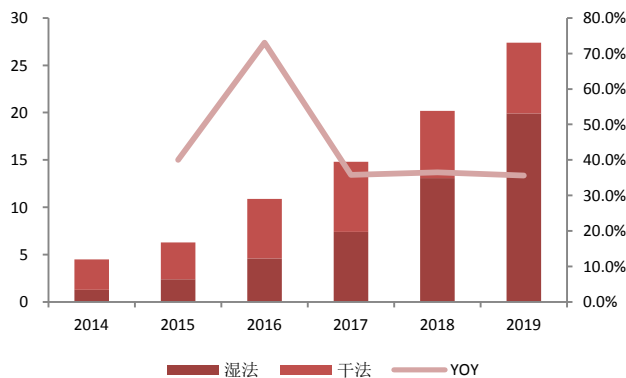
湿法成为主流且仍在持续替代干法：隔膜又分干法和湿法，湿法隔膜比干法隔膜在力学强度、透气性和理化性能方面均有优势，而涂覆后可以大幅改善湿法基膜热稳定性差这一痛点，还能提高隔膜耐穿刺能力，总体来说湿法涂覆隔膜具有明显性能优势。2019 年中国锂电隔膜出货量为 27.4 亿平米，同比增长 35.6%，其中湿法出货量为 19.9 亿平米，同比增长 52%，而干法隔膜出货量为 7.5 亿平米，同比增长 6%。湿法隔膜市占率达 72.6%，已成主流，且由于其性能优异和成本的持续降低，湿法仍在持续替代干法。

表 5：干湿法工艺区别，湿法隔膜具有性能优势

比较方法		干法（物理法）	湿法（化学法）
工艺比较	工序	简单	复杂
	工艺控制	难度高	低
产品比较	单层膜	可以	可以
	三层膜	可以	不能够
原料	PP	可以	不能够
	PE	可以	可以
	原料特性	流动性好、分子量低	不流动、分子量高
产品性能	成本	低	高
	适用范围	小功率、低容量电池	大功率、高容量电池
	安全性	低	高
	热关闭温度	低（135℃）	高（180℃）
	热收缩性	高	比较低
	孔径	比较大	纳米级
	孔隙率	30%-40%	35%-45%
	环境	友好	污染
	穿刺强度（gf）	200-400	300-550
	横向拉伸强度（Mpa）	<100	130-150
	纵向拉伸强度（Mpa）	130-160	140-160

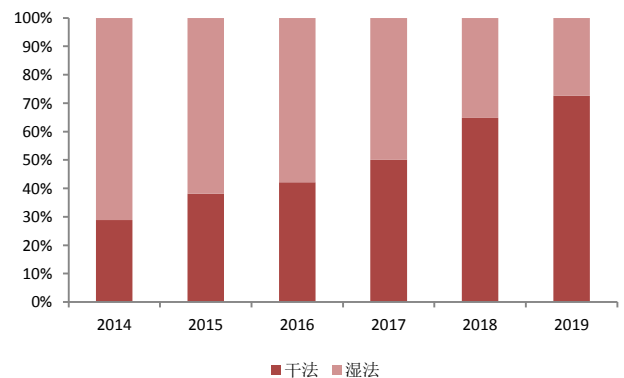
数据来源：康佳研究院，《绝缘材料》，《电源技术》，西南证券整理

图 38：国内隔膜合计出货量（亿平）及同比增长



数据来源：高工锂电，西南证券整理

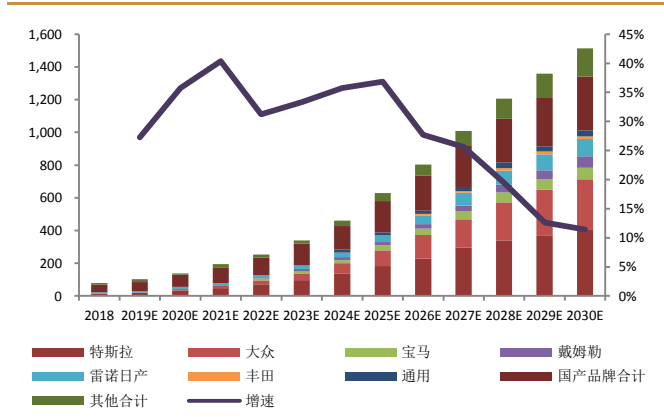
图 39：湿法隔膜出货量占比逐渐提升



数据来源：高工锂电，西南证券整理

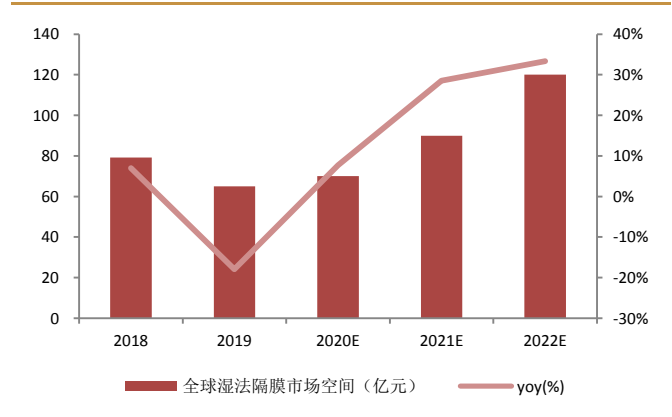
隔膜行业高增速：根据《中国锂离子电池产业发展(2020年)》数据显示，2019年中国锂离子电池出货量达到131.6Gwh，同比增长18.6%，其中储能用锂电池出货量8.6GWh，占比2.9%；动力锂电池出货量71GWh，占比54%；消费型锂电池出货量为56.8GWh，占比43.2%。全球来看，2019年全球动力用锂电池出货量116.6Gwh，锂电池累计出货量超过200Gwh。根据当前电动车及锂电池行业发展趋势，预计隔膜行业当前全球市场需求约35亿平，市场空间约100亿元，未来5年行业需求增速约为30%，且在湿法替代干法的趋势下，湿法隔膜的需求增速预计超过30%。

图 40：全球动力电池装机需求量 (Gwh) 及增速



数据来源：产业信息网，西南证券整理

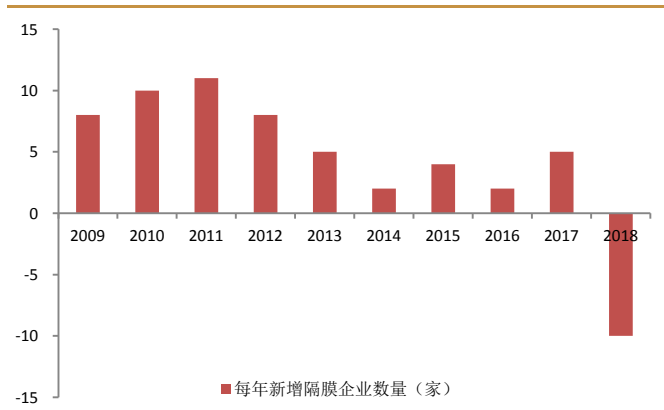
图 41：全球湿法隔膜市场空间估算



数据来源：西南证券整理测算

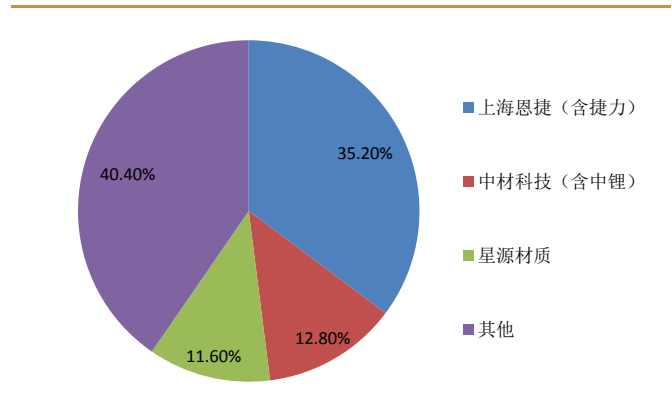
竞争格局已经形成：由于湿法隔膜行业的壁垒较高，虽在行业兴起之初参与者众多，但经过市场淘汰和产业并购，目前对下游电池厂商批量供货隔膜生产厂商屈指可数。主要包括恩捷股份、中材科技、星源材质，2019年三家累计市占率约60%，2020年仍在快速提升，竞争格局基本形成。

图 42：新增隔膜企业数量



数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 43：2019年隔膜行业竞争格局

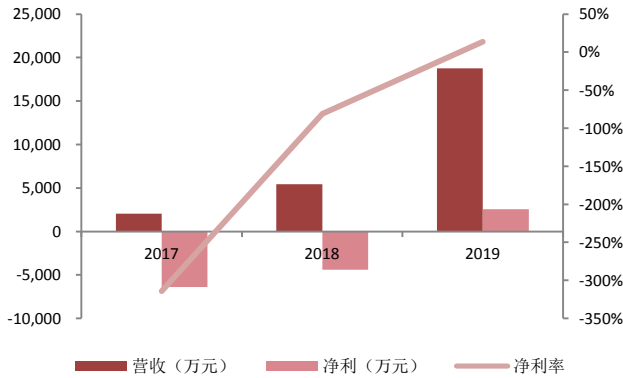


数据来源：智研咨询，西南证券整理

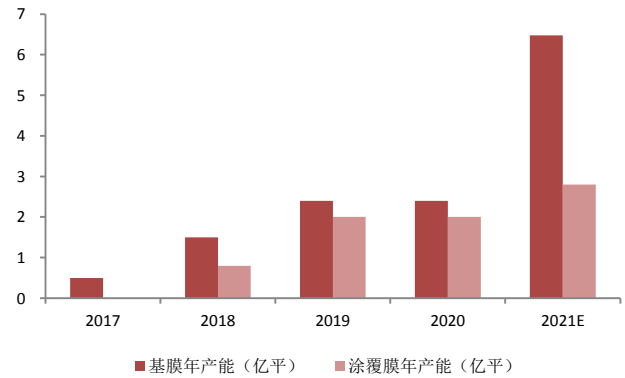
3.2 整合湖南中锂，“做大锂膜”战略布局完成，万事俱备

锂电池隔膜是公司核心主业，“做大锂膜”是公司战略方向。中材锂膜成立于2016年10月，2018年底山东滕州一期4条锂电池隔膜生产线全部投产，年产能达2.4亿平米，配

套 0.8 亿平米涂覆能力。2019 年 5 月公司投资 15.5 亿元启动山东滕州二期项目，新建 6 条锂电池隔膜生产线项目，新增产能 4.08 亿平米，配套 2 亿平米涂覆能力。中材锂膜 2019 年隔膜出货量约 1.6 亿平米，实现营收 1.88 亿元，同比增长 246%，净利润 2542 万元，净利率 13.5%。

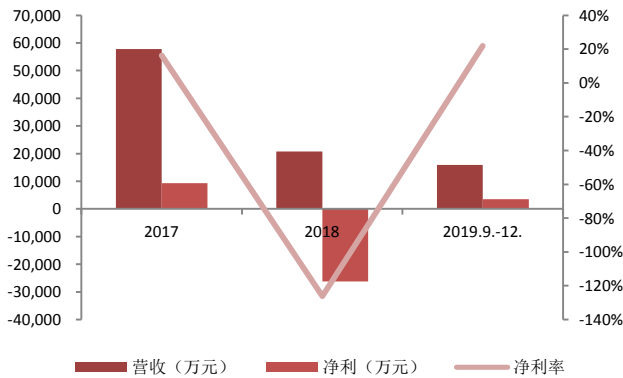
图 44：中材锂膜 2019 年盈利转正


数据来源：公司公告，西南证券整理

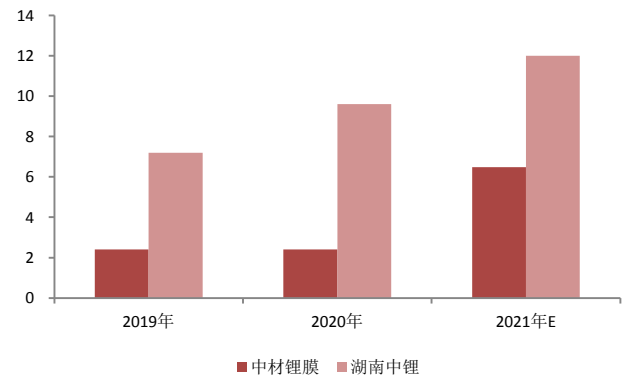
图 45：中材锂膜 2021 年湿法隔膜产能将达 6.48 亿平


数据来源：公司公告，西南证券整理

2019 年 8 月中材科技向湖南中锂增资 9.97 亿元获 60% 股权，湖南中锂成立于 2012 年，2019 年湖南中锂已在常德、宁乡、内蒙古设 16 条湿法隔膜产线和 11 条涂敷隔膜产线，目前产能 9.6 亿平，2021 年产能扩建后将达 12 亿平，配套涂覆产能 3 亿平。2019 年 8-12 月并表营收 1.6 亿元，净利润 3489 万元，净利率 21.8%。

图 46：湖南中锂历史业绩情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 47：湖南中锂 2021 年湿法隔膜产能将达 12 亿平


数据来源：公司公告，西南证券整理

中材科技整合湖南中锂后，公司产能和出货跃居行业第二，在锂膜行业有资金、有设备、有技术、有客户，万事俱备。具体来看：

资金优势强：锂膜作为重资产行业，产能扩张资金投入大。2019 年中材科技经营性现金流量净额 29.7 亿，现金流丰厚。且公司为央企，信用资质高 (AA+)，资金成本低。锂膜作为核心主业，公司支持力度大，在同行业中具备显著资金优势。

表 6: 公司资金优势强

项目	情况
企业属性	央企，控股股东为中建材集团，实际控制人为国资委
资金成本	信用评级为 AA+，2019 年利息费用/带息债务为 3.89%
自有现金流	经营性现金流丰厚，2019 年经营性现金流净额 29.7 亿元
支持力度	锂膜为核心主业，战略方向为“做大锂膜”集团支持力度强，收购整合湖南中锂亦是证明

数据来源：公司公告，西南证券整理

技术领先：中材锂膜采用同步拉伸工艺，湖南中锂采用异步拉伸工艺，同时具备湿法双向同步和异步拉伸工艺，技术优势互补，产品差异化和定制化属性凸显。公司 7um 湿法隔膜在行业率先实现量产销量，中短期将进一步引领市场；5um 湿法隔膜已开发成功。公司产品在厚度一致性、孔隙率、热收缩、拉伸强度等关键技术指标以及微孔尺寸和分布的均一性方面，处于行业领先水平。

设备强：锂离子隔膜是薄膜的一种，基本为薄膜产线的厂商生产。目前在薄膜设备领域中以德国、日韩企业为主。德国长于数控机床，日本长于精密制造。制钢所 JWS 设备具备先发优势，国内恩捷、苏州捷力主要用 JWS 的设备，稳定性好；2013 年湖南中锂与东芝联合开发，目前定制化隔膜设备已经成熟，第四代 JWS 产线和第四代的东芝产线分别在恩捷无锡和中锂长沙进行试车，均为行业一流水平。

图 48: 公司锂膜生产设备


数据来源：公司官网，西南证券整理

客户认可度高：锂电池隔膜认证周期长，供应商认证周期 0.5-1 年；调试过程不确定性大，实际调试周期约为 0.5-1 年，能够通过主流电池厂商的认证并批量供货是隔膜产品高水平的有力证明。公司是国内宁德时代 (CATL)、比亚迪 (BYD) 的核心供应商，战略客户供应份额稳定在 40% 以上。同时通过了海外巨头 LG、ATL、SK 认证并开始批量供货，与松下合作也进展顺利，2020 年上半年海外销售占比约 15%，突破明显。CATL、LG、松下、ATL 是全球前五的电池生产商，公司通过认证并批量供货进一步说明公司的产品性能和质量水平已处于行业领先地位。

图 49: 公司锂膜业务核心客户



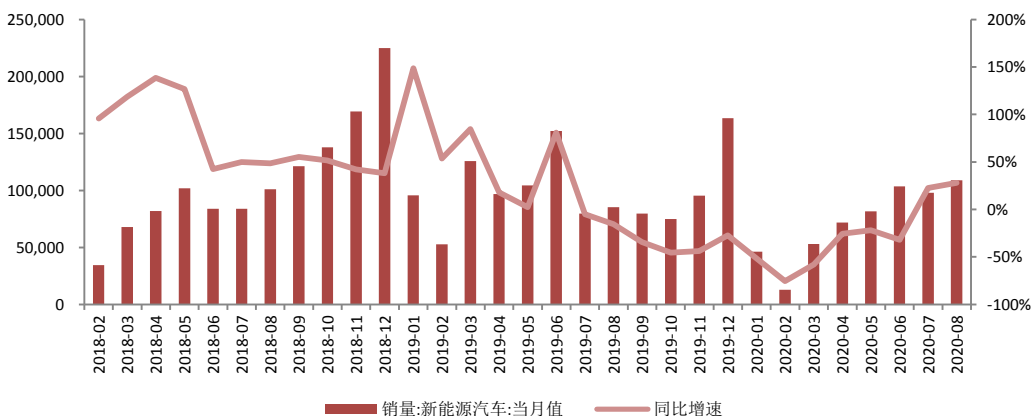
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

3.3 东风已来, 出货量、利润率、估值全面提升的拐点

当前公司锂膜业务在技术水平、设备、客户认可度上均处于行业一流水平, 2020 年上半年受疫情影响, 新能源汽车销量下滑明显, 锂电池隔膜需求疲弱。在此影响下, 2020 年上半年中材锂膜实现营收 8440 万元, 净利润 1037 万元, 同比仍有大幅增长。湖南中锂 2020 年上半年实现营收 1.5 亿元, 净利润-1956 万元。

2020 年 6 月以来, 新能源车需求复苏, 欧洲补贴刺激下, 7 月单月欧洲八国新能源车销量达到 9.97 万辆, 同比增长 214%; 国内虽补贴退坡, 但刚性需求持续增加, 7 月、8 月新能源车销量分别为 9.8 万辆、10.9 万辆, 增速为 22.6%和 27.9%。锂电池隔膜需求快速提升的同时, 由于公司在锂膜技术水平、产品质量和一致性、客户认可度等方面的积累, 公司供货量在下游客户的占比也均有明显提升。2020 年 7 月单月, 公司实现营收 6215 万元, 接近上半年单季度水平, 预计 8 月、9 月及后续出货仍将持续提升。

图 50: 国内新能源车销量情况



数据来源: 汽车协会, 西南证券整理

表 7: 欧盟地区主要新能源车市场税费优惠、购车补贴概况

国家	购置税费优惠	持有税费优惠	购车补贴
德国	从 2020 年 7 月 1 日起至 12 月 31 日, 税费从 19% 降低至 16%	针对 2021 年前新注册的 BEV 和 FCEV 实行 10 年期限的税费豁免	2020 年 6 月 4 日之后登记的 BEV、PHEV 和 FCEV, 在 2021 年 12 月 31 日前, 均可享受以下补贴: 车价在 4 万欧元以内: BEV 和 FCEV 可享 9000 欧元奖励, PHEV 可享 5625 欧元奖励; 车价在 4 万欧元以上: BEV 和 FCEV 可享 7500 欧元奖励, PHEV 可享 5625 欧元奖励。
法国	对可替代能源车 (即 BEV、HEV、CNG、LPG 和 E85 乙醇汽油车) 实施税费减半或全免		针对二氧化碳排放量低于 20g/km、车价低于 4.5 万欧元的汽车或货车, 私人车可享 7000 欧元补贴, 公务车可享 5000 欧元补贴; 车价在 4.5 至 6 万欧元之间, 私人车和公务车均享 3000 欧元补贴; 车价超过 6 万欧元的氢燃料电池巴士、汽车和轻型货车, 可享 3000 欧元补贴; 置换二氧化碳排放量低于 50g/km、车价低于 6 万欧元的新车或二手车, 私人车可享最高 5000 欧元补贴, 公务车可享 2500 欧元补贴。
意大利		自登记日起, 电动车可享 5 年税费豁免; 5 年后, 只需按燃油车税费的 25% 缴税	二氧化碳排放量低于 70g/km、净车价低于 5 万欧元的电动车, 可享最高 6000 欧元的一次性补贴; 二氧化碳排放量超过 250g/km 的汽车, 将面临最高 2500 欧元的罚款。
英国	对零排放汽车实行免税	对零排放汽车实行免税	车价低于 5 万英镑的零排放汽车最高可享 3000 英镑补贴。
瑞典		降低零排放车辆的路桥年费 (约 360 瑞典克朗)	新注册的零排放汽车和零排放轻型卡车可享受 6 万瑞典克朗补贴; 二氧化碳排放量低于 70g/km 的 PHEV 可享受 1 万瑞典克朗补贴; 购买电动巴士、卡车可享受优先购车权。

数据来源: ACEA, 西南证券整理

隔膜固定资产折旧、人工、三费等占全成本的约 60%, 锂膜出货量大幅提升后, 公司单位成本将得到显著改善, 利润率有望大幅提升, 同时带动估值重估。

表 8: 隔膜企业利润率情况

公司	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年	
	毛利率	净利率	毛利率	净利率	毛利率	净利率	毛利率	净利率
上海恩捷	61.4%	40.0%	65.0%	44.0%	66.0%	47.8%	-	44.3%
星源材质	61.7%	30.3%	51.9%	16.9%	48.3%	34.7%	41.8%	21.7%
湖南中锂	61.9%	11.0%	60.1%	13.2%	-	-126.2%	-	21.9%
苏州捷力	49.0%	22.3%	29.6%	-0.5%	30.5%	-24.1%	24.9%	-6.2%
中材锂膜				-314.2%	-	-80.9%	-	13.5%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 泰山玻纤目前持续调整产能结构, 优先生产景气度高的玻纤产品, 预计 2020-2022 年玻纤产销增长 12%、15%、15%, 根据当前供需形势, 保守预计价格小幅增长。

假设 2: 2020 年为风电抢装高峰, 假设 2020 年中材叶片产量增长 10%, 2021 年海风抢装下预计产量持平, 公司优先生产大型叶片, 平均单价和产能利用率提升下毛利率将显著提升, 假设 2020-2022 年毛利率 27%、27%和 18%。

假设 3: 根据产能规划和客户需求, 锂电池隔膜预计 2020 年出货量 6 亿平方米, 平均单价 1.48 元/平方米, 预计 2021-2022 年产品出货量大幅增长, 产能利用率提升下毛利率持续提升。

表 9: 分业务收入及毛利率

百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计					
营业收入	11446.9	13590.5	16206.7	17980.2	19250.6
yoy	11.5%	18.7%	19.3%	10.9%	7.1%
营业成本	8364.2	9934.8	11346.4	12340.8	13380.4
毛利率	26.9%	26.9%	30.0%	31.4%	30.5%
玻纤					
收入	5723.74	5738.67	6542.1	7719.7	9109.2
yoy	9.5%	0.3%	14.0%	18.0%	18.0%
成本	3690.05	3898.68	4383.2	5095.0	5921.0
毛利率	35.5%	32.1%	33.0%	34.0%	35.0%
叶片					
收入	3328.69	5039.03	6298.8	6172.8	5246.9
yoy	13.8%	51.4%	25.0%	-2.0%	-15.0%
成本	2861.23	4099.8	4598.1	4506.2	4302.4
毛利率	14.0%	18.6%	27.0%	27.0%	18.0%
隔膜					
收入	54.28	335.67	839.2	1510.5	2265.8
yoy	83.8%	518.4%	150.0%	80.0%	50.0%
成本	-	-	419.6	755.3	1132.9
毛利率	-	-	50.0%	50.0%	50.0%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 162.1、179.8 和 192.5 亿元, 归母净利润分别为 20.5、23.9 和 25.8 亿元, 对应 PE 分别为 15、13 和 12 倍。分部来看, 预计玻纤业务 2020 年利润 10.5 亿元, 2021 年 12 亿元, 对标中国巨石、长海股份, 给予 2021 年 18 倍 PE 估值, 对应市值 216 亿元; 预计叶片业务 2020 年利润 7.5 亿元, 2021 年 5 亿元, 对标金风科技, 考虑抢装周期性影响, 给予 2021 年 15 倍 PE 估值, 对应市值 75 亿元; 预计锂膜业务

2020 年 1.5 亿元, 2021 年 4 亿元, 对标恩捷股份, 考虑其成长性和市场地位提升, 给予 2021 年 50 倍 PE 估值, 对应市值 200 亿元。叠加其他业务估值, 累计目标市值 510 亿元, 维持“买入”评级。

表 10: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19A	20E	21E	18A	19A	20E	21E
002080	中材科技	18.18	0.82	1.00	1.15	1.32	22.11	18.26	15.82	13.76
600176	中国巨石	14.31	0.61	0.63	0.75	0.87	23.54	22.74	19.02	16.37
300196	长海股份	14.01	0.71	0.81	1.02	1.24	19.73	17.30	13.74	11.29
002812	恩杰股份	80.10	1.06	1.38	1.84	2.34	75.57	57.89	43.61	34.22
平均值							34.79	27.42	21.58	17.78

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

玻纤需求不及预期风险, 风电抢装及后续发展不及预期风险, 锂电池隔膜业务拓展不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13590.47	16206.69	17980.16	19250.58	净利润	1428.48	2118.52	2475.33	2668.31
营业成本	9934.83	11346.41	12340.81	13380.43	折旧与摊销	1110.79	982.72	1097.49	1205.49
营业税金及附加	146.66	204.90	219.58	228.74	财务费用	361.46	446.42	505.52	477.98
销售费用	527.77	632.06	701.23	731.52	资产减值损失	-108.18	35.00	40.00	50.00
管理费用	734.11	1231.71	1438.41	1463.04	经营营运资本变动	1049.89	1983.10	63.11	121.96
财务费用	361.46	446.42	505.52	477.98	其他	-872.87	-60.08	-28.30	-56.78
资产减值损失	-108.18	35.00	40.00	50.00	经营活动现金流净额	2969.56	5505.69	4153.14	4466.96
投资收益	-7.05	0.00	0.00	0.00	资本支出	-3353.24	-3000.00	-2500.00	-2000.00
公允价值变动损益	1.01	0.51	0.59	0.63	其他	71.72	30.87	0.59	0.63
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3281.52	-2969.13	-2499.41	-1999.37
营业利润	1558.18	2310.69	2735.20	2919.50	短期借款	528.61	3234.30	-206.85	-1130.24
其他非经营损益	107.38	130.00	110.00	130.00	长期借款	575.91	0.00	0.00	0.00
利润总额	1665.55	2440.69	2845.20	3049.50	股权融资	70.01	0.00	0.00	0.00
所得税	237.08	322.17	369.88	381.19	支付股利	-313.68	-275.99	-409.31	-478.25
净利润	1428.48	2118.52	2475.33	2668.31	其他	-141.53	-2287.86	-505.52	-477.98
少数股东损益	48.51	71.95	84.06	90.62	筹资活动现金流净额	719.32	670.45	-1121.69	-2086.47
归属母公司股东净利润	1379.97	2046.57	2391.26	2577.69	现金流量净额	405.82	3207.00	532.04	381.13
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1655.01	4862.01	5394.05	5775.17	成长能力				
应收和预付款项	3695.51	4731.95	5125.78	5463.36	销售收入增长率	18.73%	19.25%	10.94%	7.07%
存货	2151.40	2497.95	2712.48	2955.75	营业利润增长率	20.76%	48.29%	18.37%	6.74%
其他流动资产	3121.68	443.42	491.95	526.71	净利润增长率	44.05%	48.31%	16.84%	7.80%
长期股权投资	320.66	320.66	320.66	320.66	EBITDA 增长率	22.78%	23.41%	16.00%	6.10%
投资性房地产	162.83	162.83	162.83	162.83	获利能力				
固定资产和在建工程	15804.02	17891.75	19364.73	20229.69	毛利率	26.90%	29.99%	31.36%	30.49%
无形资产和开发支出	1595.63	1536.21	1476.79	1417.38	三费率	11.94%	14.25%	14.71%	13.88%
其他非流动资产	778.39	767.35	756.31	745.27	净利率	10.51%	13.07%	13.77%	13.86%
资产总计	29285.11	33214.13	35805.56	37596.81	ROE	11.18%	15.67%	15.88%	15.01%
短期借款	3528.88	6763.17	6556.32	5426.08	ROA	4.88%	6.38%	6.91%	7.10%
应付和预收款项	5805.52	6590.67	7192.53	7787.61	ROIC	7.84%	10.51%	11.68%	11.61%
长期借款	3357.58	3357.58	3357.58	3357.58	EBITDA/销售收入	22.30%	23.08%	24.13%	23.91%
其他负债	3811.73	2982.62	3113.03	3249.37	营运能力				
负债合计	16503.70	19694.03	20219.45	19820.64	总资产周转率	0.51	0.52	0.52	0.52
股本	1678.12	1678.12	1678.12	1678.12	固定资产周转率	1.08	1.12	1.12	1.11
资本公积	4907.96	4907.96	4907.96	4907.96	应收账款周转率	4.29	4.31	4.10	4.07
留存收益	4030.51	5801.09	7783.04	9882.48	存货周转率	4.92	4.67	4.57	4.56
归属母公司股东权益	11720.44	12387.18	14369.13	16468.57	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.17%	—	—	—
少数股东权益	1060.98	1132.92	1216.98	1307.60	资本结构				
股东权益合计	12781.41	13520.10	15586.11	17776.17	资产负债率	56.36%	59.29%	56.47%	52.72%
负债和股东权益合计	29285.11	33214.13	35805.56	37596.81	带息债务/总负债	46.01%	54.98%	52.53%	47.89%
					流动比率	0.91	0.84	0.89	0.98
					速动比率	0.73	0.68	0.72	0.79
					股利支付率	22.73%	13.49%	17.12%	18.55%
					每股指标				
					每股收益	0.82	1.22	1.42	1.54
					每股净资产	6.98	7.38	8.56	9.81
					每股经营现金	1.77	3.28	2.47	2.66
					每股股利	0.19	0.16	0.24	0.28
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	3030.43	3739.84	4338.21	4602.97					
PE	22.11	14.91	12.76	11.84					
PB	2.60	2.46	2.12	1.85					
PS	2.24	1.88	1.70	1.58					
EV/EBITDA	11.89	9.44	7.97	7.18					
股息率	1.03%	0.90%	1.34%	1.57%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
上海	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn