

中材科技 (002080.SZ) 中材科技深度 (二): 重新审视中材科技隔膜业务

2020年11月03日

——公司深度报告

投资评级: 买入 (维持)

刘强 (分析师)

熊镐 (联系人)

liuqiang@kysec.cn

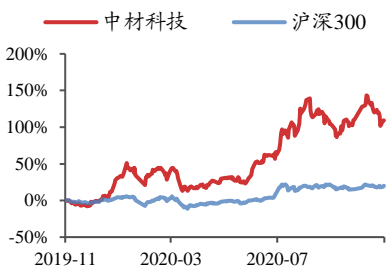
xionghao@kysec.cn

证书编号: S0790520010001

证书编号: S0790120090002

日期	2020/11/3
当前股价(元)	19.89
一年最高最低(元)	23.89/8.79
总市值(亿元)	333.78
流通市值(亿元)	333.78
总股本(亿股)	16.78
流通股本(亿股)	16.78
近3个月换手率(%)	87.31

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-Q3 归母净利润同比+70.4%，三大主业全面向好》-2020.10.22

《公司信息更新报告-Q3 业绩再超预期，三大主业全面向好》-2020.10.15

《公司信息更新报告-业绩大超预期，三大主业全面向好》-2020.8.20

● 中材科技锂电隔膜处于加速扩张期，“海外业务+涂覆膜+7μm”将显著提振盈利能力

目前市场已基本认同中材科技隔膜业务“先做大后做强”的发展思路，但对于中材科技隔膜业务的盈利能力一直存在分歧。我们认为，当前公司正处于对国内大客户大批量供应，对海外客户出货、涂覆膜出货快速放量的阶段，类似于恩捷股份2018年的情形，即将实现增长动能的二次切换。短期看，随着下游订单放量、产能利用率提升，盈利能力有望明显修复；中长期看，价值量更高的海外业务、涂覆膜、7μm隔膜的快速增长将成为中材科技后续的重要增长极。我们预计2020-2022年隔膜业务归母净利润分别为0.28、1.29、2.62亿元。得益于玻纤、叶片、隔膜全面向好，我们上调2020-2022年归母净利润至21.88(+0.86)/25.11(+0.53)/27.43(+0.40)亿元，分别同比增长58.6%/14.8%/9.2%，EPS分别为1.30/1.50/1.63，当前股价对应2021年P/E仅14.4X，维持“买入”评级。

● 技术积累、资金实力、装备平台、客户资源支撑锂电膜业务强势增长

①**技术**: 中材科技于1996年即展开对膜材料的研发工作，于2009年开展锂电隔膜研发。2019年起中材锂电膜专利授予数激增，与该阶段公司量产经验快速积累相吻合；②**资金**: 背靠央企(中国建材集团)，经营性现金流状况佳，支撑隔膜产业发展；③**装备**: 在装备制造领域积淀深厚，合建装备平台，与隔膜业务协同发展；④**客户**: 已完成对国内外主流客户认证，产能布局积极能有效承接订单。

● 下一个预期差: 预计海外业务、7μm隔膜将成为未来业绩重要增长极

我们认为2020H1隔膜业务盈利能力不佳主要由于产能利用率低、客户结构过于依赖于CATL(单价较低，单线额定产能较大的恩捷股份成本优势显著)。然而，对于技术要求较苛刻的海外业务、7μm隔膜，在生产过程中恩捷股份与中材科技的单线实际产能差距不大，成本也差距不大。另外，海外业务、7μm隔膜以及涂覆膜单价更高，中材科技隔膜业务盈利能力有望显著改善。

● 风险提示: 隔膜出货量不及预期、叶片原材料价格上涨、玻纤价格持续走低。

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	17,139	17,935	19,248
YOY(%)	11.5	18.6	26.1	4.6	7.3
归母净利润(百万元)	934	1,380	2,188	2,511	2,743
YOY(%)	21.7	48.4	58.6	14.8	9.2
毛利率(%)	26.9	26.9	27.9	30.0	30.3
净利率(%)	8.2	10.2	12.8	14.0	14.2
ROE(%)	9.0	11.2	15.9	15.6	14.8
EPS(摊薄/元)	0.56	0.82	1.30	1.50	1.63
P/E(倍)	38.7	26.2	16.5	14.4	13.2
P/B(倍)	3.8	3.4	2.9	2.5	2.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 深耕膜材料领域二十余年，锂电池隔膜处于快速成长期.....	4
1.1、 公司在膜材料领域积淀深厚，凭借工艺相似性切入锂电池隔膜领域.....	4
1.2、 “一体两翼”战略主导，设立装备平台实现协同效应.....	4
1.3、 锂电池隔膜业务正处于加速扩张期，“做大锂膜”是当前战略方向.....	5
1.4、 中材锂膜与湖南中锂发展路径相异，各有所长.....	8
2、 技术积累、资金实力、装备平台、客户资源支撑锂膜业务强势增长.....	10
2.1、 技术积淀深厚，获批专利数量井喷式增长.....	10
2.2、 融资便利性佳，现金流质量优.....	11
2.3、 构建装备平台，与隔膜业务实现协同效应.....	12
2.4、 客户资源优质，产能布局积极.....	12
3、 下一个预期差：预计海外业务、7 μ m 隔膜将成为未来业绩重要增长极.....	13
3.1、 预计未来3年是中材科技加速向海外电池厂出货的窗口期.....	13
3.2、 预计公司海外业务、7 μ m 隔膜成本与恩捷股份差距不大.....	16
4、 盈利预测与投资建议.....	19
5、 风险提示.....	22
附：财务预测摘要.....	23

图表目录

图 1： 中材科技在膜材料领域耕耘二十余年.....	4
图 2： 中材科技锂电池隔膜业务确立“一体两翼”战略.....	5
图 3： 中材科技持有湖南中锂 60%股份.....	5
图 4： 中材科技持有中材锂膜 86.67%股份.....	5
图 5： 中材锂膜（本部）发展历程.....	6
图 6： 湖南中锂发展历程.....	7
图 7： 2019 年以来中材科技隔膜业务营收快速增长.....	7
图 8： 2019 年以来中材科技隔膜出货量快速增长.....	7
图 9： 2020H1 湖南中锂营收 1.52 亿元、净利润-0.2 亿元.....	8
图 10： 2020H1 湖南中锂净利率-13%.....	8
图 11： 2020H1 中材锂膜实现营收 0.84 亿元.....	8
图 12： 2020H1 中材锂膜净利率 12%、营业利润率-13%.....	8
图 13： 湿法双拉隔膜与 BOPP 膜制备具有共通之处.....	9
图 14： 2019 年起中材锂膜锂电池隔膜相关专利（已获批准）数量激增.....	11
图 15： 2018 年起上海恩捷已获批准的专利数量激增.....	11
图 16： 中材科技经营活动现金流量丰厚.....	11
图 17： 截至 2020/06/30 湖南中锂资产负债率为 52%.....	12
图 18： 2011 年公司申报 PTFE 薄膜纵向拉伸机组实用新型专利.....	12
图 19： 中材科技隔膜业务覆盖国内外主流电池厂.....	13
图 20： 2017 年 LG 化学负极国内供应商占比 46%.....	15
图 21： 2017 年 LG 化学电解液国内供应商占比 75%.....	15
图 22： 2017 年三星 SDI 负极国内供应商占比 68%.....	15
图 23： 2017 年三星 SDI 电解液国内供应商占比 65%.....	15

图 24: 2017 年上海恩捷生产成本折旧、原材料（主料为聚乙烯）、燃料动力占比较高	16
图 25: 基膜半成品成本计算公式	16
图 26: 我们预计湖南中锂与中材锂膜为国内大客户供应基膜半成品成本与恩捷股份存在一定差距（假定产能利用率相同）	17
图 27: 我们预计湖南中锂与中材锂膜为海外客户供应基膜半成品成本与恩捷股份差距不大（假定产能利用率相同）	18
图 28: 我们预计湖南中锂供应 7 μ m 基膜半成品成本与恩捷股份差距不大（假定产能利用率相同）	19
表 1: 目前公司已打造以滤料、AGM 隔膜、玻纤过滤纸、锂电池隔膜为主的膜材料制造平台	4
表 2: 国内主流的锂电隔膜企业的发展路径可大致分为三类	9
表 3: 同步拉伸隔膜与异步拉伸隔膜各有千秋	10
表 4: 中材锂膜单线造价、产能较高	10
表 5: 我们预计 2020、2021、2022、2025 年隔膜需求量分别 47.2、61.0、76.4、165.6 亿平米	14
表 6: 海外主流电池厂与海外主流整车厂绑定紧密	14
表 7: 2019-2021 年海外隔膜厂扩产保守（单位：亿平米）	16
表 8: 恩捷股份境外业务出货价远高于境内业务出货价（元/平米）	18
表 9: 7 μ m 隔膜单价显著高于 9 μ m 隔膜	19
表 10: 我们预计 2020-2022 年中材科技隔膜归母净利润分别为 0.28、1.29、2.62 亿元	20
表 11: 隔膜业务可比公司盈利预测与估值	20
表 12: 我们预计 2020-2022 年中材科技叶片净利润分别为 8.20、7.09、7.95 亿元	21
表 13: 风电叶片业务可比公司盈利预测与估值	21
表 14: 我们预计 2020-2022 年中材科技玻纤净利润分别为 11.14、15.21、15.28 亿元	21
表 15: 玻纤业务可比公司盈利预测与估值	22
表 16: 可比公司盈利预测与估值	22

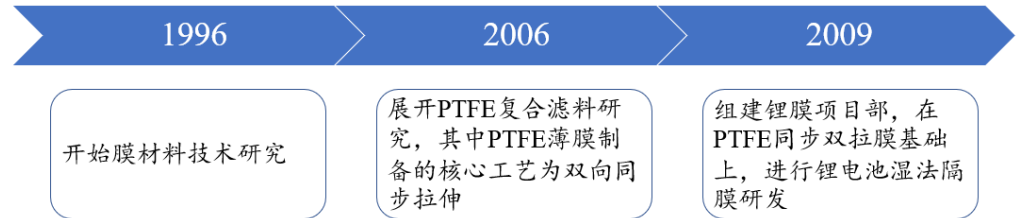
1、深耕膜材料领域二十余年，锂电池隔膜处于快速成长期

1.1、公司在膜材料领域积淀深厚，凭借工艺相似性切入锂电池隔膜领域

中材科技是我国特种纤维复合材料领域唯一集研发、设计、产品制造与销售、技术装备集于一体的高新技术企业。公司于2001年在南京注册，由原中国中材集团公司作为主发起人，继承南京玻纤研究设计院、北京玻璃钢研究设计院和苏州非金属矿工业设计研究院五十余年的核心技术资源和人才优势，集研发、产品制造与销售、技术装备于一体。目前公司已形成风电叶片、玻璃纤维及制品两大支柱产业，并正将锂电池隔膜产业打造为公司第三大主营业务。

中材科技深耕膜材料领域二十余年，并实现从膜材料制造、装备制造为一体的布局，凭借工艺的相似性（同步拉伸工艺）延伸至锂电池隔膜领域。公司在实现高强玻纤及制品、玻璃微纤维纸、先进复合材料等材料批量生产的基础上，于1996年即开展膜材料相关研究工作，实现了AGM隔板、高温过滤材料的批量化生产，且均位居行业前茅。2006年，公司开始研究PTFE复合滤料，实现了膨化PTFE薄膜产业化（覆膜滤料以PTFE薄膜为基材，同步双拉工艺与锂电池隔膜生产工艺相吻合），并在此基础上开发出覆膜滤料。2009年中材科技组建锂膜项目部，在PTFE同步双拉膜研发及量产的基础上，进行锂电池湿法隔膜生产技术的研发。目前公司已打造以涵盖滤料、AGM隔膜、玻纤过滤纸、锂电池隔膜等产品为核心的膜材料制造平台。

图1：中材科技在膜材料领域耕耘二十余年



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

表1：目前公司已打造以滤料、AGM隔膜、玻纤过滤纸、锂电池隔膜为主的膜材料制造平台

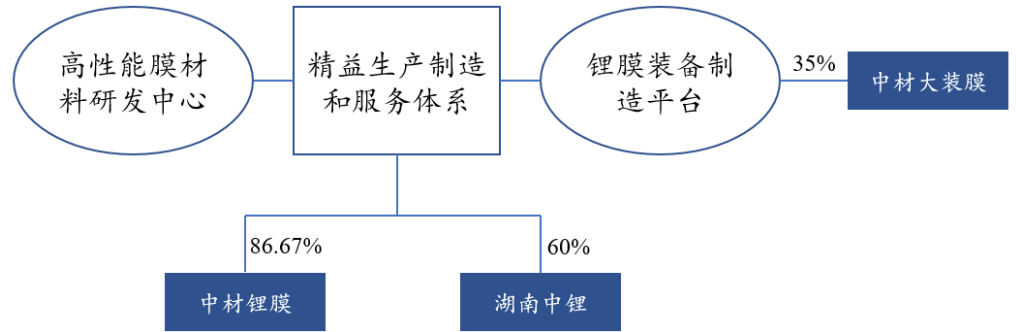
类别	主要产品	主要原料	主要用途	2019年销量
高温过滤材料	覆膜滤料	PTFE、玻纤	处理生产过程中产生的废气、烟尘的过滤工具，主要应用于水泥加工、火力发电、钢铁冶炼和炭黑等领域	576万m ²
	针刺毡滤料	玻纤		
	化纤毡滤料	化纤		
湿法制品	AGM隔膜	玻纤	铅蓄电池，通信、电力等后备电源以及电动自行车等应用领域	15649吨
	玻纤过滤纸	玻纤	电子、医药等对操作环境具有较高洁净度要求的行业	
	锂电池隔膜	聚乙烯	锂电池	18050万m ²

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、“一体两翼”战略主导，设立装备平台实现协同效应

中材科技锂电池隔膜业务确立“一体两翼”的发展战略。

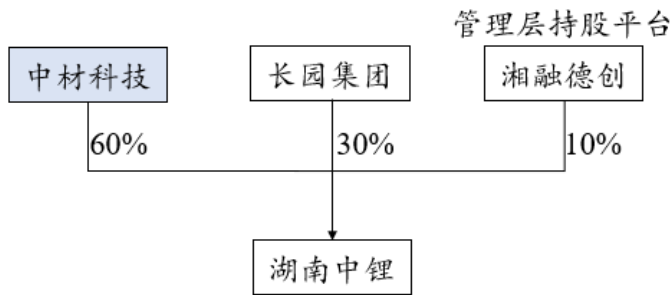
图2: 中材科技锂电池隔膜业务确立“一体两翼”战略



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

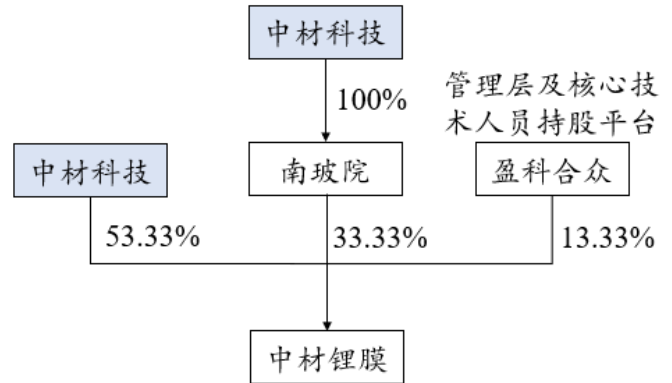
① “一体”——精益生产制造和服务体系，目前湖南中锂与中材锂膜是中材科技锂电池隔膜业务的两大制造中心，其中中材锂膜成立于2016年3月，为中材科技隔膜业务独立运载实体，湖南中锂成立于2012年1月，2019年8月中材科技增资9.97亿元获得湖南中锂60%股份。

图3: 中材科技持有湖南中锂60%股份



资料来源: 天眼查、开源证券研究所

图4: 中材科技持有中材锂膜86.67%股份



资料来源: 天眼查、开源证券研究所

② “两翼”——高性能膜材料研发中心和锂膜装备制造平台。前者围绕电池隔膜材料和未来电池所需要的其他材质的功能膜材料进行开发，为产业发展提供技术支撑。后者是为了保持中材锂膜在同步双拉工艺的技术优势，并不断开发更大幅宽、更高车速的装备而建立的，致力于逐步实现装备国产化，与锂膜业务形成协同效应。

1.3、锂电池隔膜业务正处于加速扩张期，“做大锂膜”是当前战略方向

(1) 中材科技深耕锂电隔膜领域十一年，目前正处于加速扩张期。公司已完成了早期的技术储备和量产阶段的工艺摸索，现阶段的战略目标是，在行业洗牌阶段，依托央企优势，迅速扩充产能、拓展客户，并提高在核心战略客户供应体系的份额。我们将中材锂膜（本部）的发展历程分为三个阶段：

图5：中材锂膜（本部）发展历程

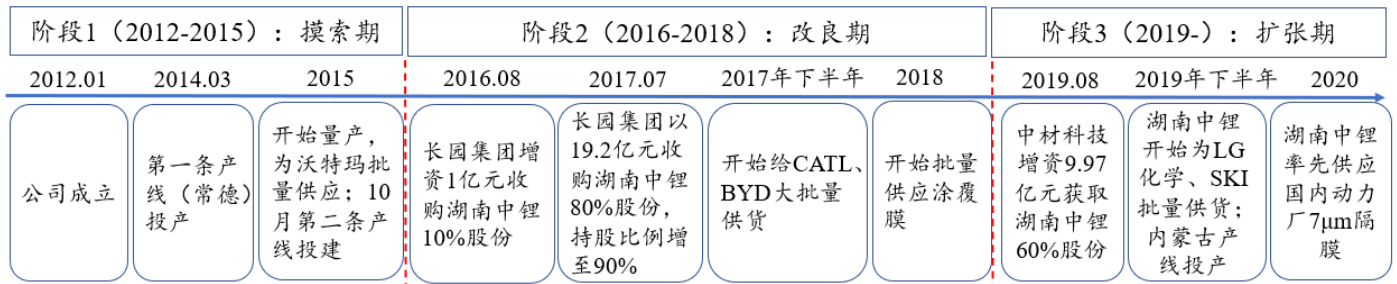

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

①摸索期（2009年-2015年）：从实验室到中试线，通过主流电池厂验证，确立锂电膜为公司第三大主导产业。2009年中材科技组建锂电膜项目部，在PTFE同步双拉膜研发及量产的基础上，进行锂电池湿法隔膜生产技术的研发。不同于恩捷股份、星源材质等厂商于起步期即外购产线的模式，中材科技从中试线一步步迈进。2013年南京基地建成第一条产线（中试线，年产能720万m²），2015年南京基地二期（2条中试线，年产能合计2000万m²）投产，公司正式将锂电池隔膜视为主导产业重点发展，并于2015年中旬获得CATL等客户认证。

②改良期（2016年-2018年）：从中试线到量产线，联合ESSOP重构新产线，量产线通过国内主流电池厂验证。2016年中材科技设立独立子公司中材锂膜负责隔膜业务的运营。并在当年于滕州投建4条合计年产2.4亿平米隔膜产线。在设备选择上，原计划为2条产线采用日本设备、2条产线与法国ESSOP、大橡塑采用BT方式合作，后由于日本设备厂无法按期交货，4条产线均与法国ESSOP、大橡塑采用BT方式合作。2017年8月滕州基地首条产线建成，截至2018年底四条产线均已完全建成。

③扩张期（2019年-）：收购湖南中锂、成立装备平台实现资源整合，完成海外客户验证，加速扩产迎行业上升周期。2019年5月中材科技开始投建年产4.08亿平米湿法隔膜项目；2019年8月中材科技增资9.97亿元获取湖南中锂60%股份，进而布局异步拉伸隔膜领域（中材锂膜采用同步拉伸工艺）；2019年底联合ESSOP、大橡塑（大连橡胶塑料机械有限公司）成立中材大装膜技术工程有限公司（公司持股比例35%），中材锂膜后续隔膜产线将采购自该装备公司。另外，湖南中锂与中材锂膜纷纷通过LG化学、SKI、松下等海外主流电池厂的认证程序。2019年中材锂膜实现营业收入1.88亿元，同比增长245%。

（2）湖南中锂是国内一流湿法隔膜供应商，已打入国内外众多电池厂供应链，目前正处于对国内大客户、海外客户快速放量的拐点。

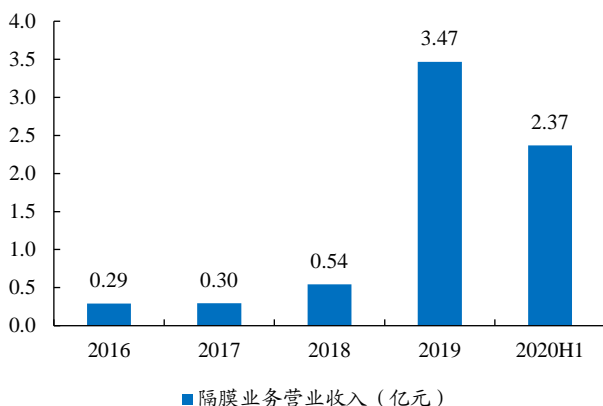
图6: 湖南中锂发展历程


资料来源: 公司官网、公司公告、开源证券研究所

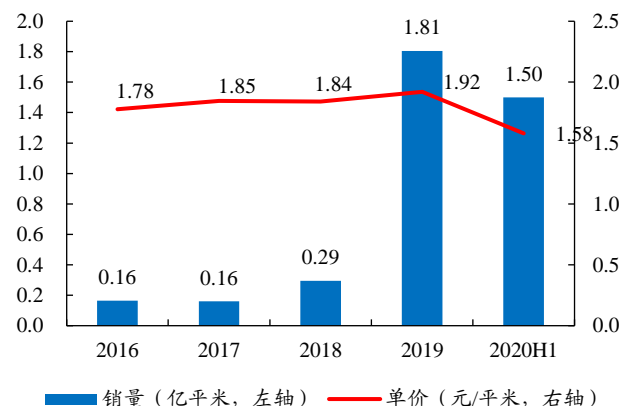
①摸索期(2012年-2015年): 以沃特玛为跳板, 完成前期的技术储备与量产经验积累。湖南中锂成立于2012年, 在工艺上采用湿法异步拉伸工艺(中材锂膜采用的湿法同步拉伸工艺), 生产设备采购自东芝。2014年3月于常德工厂投产第一条产线, 2015年开始批量生产主要供应沃特玛, 10月第二条产线投产。

②改良期(2016年-2018年): 打入CATL、BYD供应链, 涂覆膜开始上量。2016-2017年, 长园集团两次增资获取湖南中锂90%股份, 在资金上给予支持。在客户开拓上, 湖南中锂于2016年加入沃特玛联盟, 与沃特玛合作进一步加深; 并于2017年下半年开始为CATL、BYD大批量供货。但后续由于沃特玛深陷债务危机, 湖南中锂2018年出货量同比下滑显著、且因此计提大额减值损失, 但对CATL出货量同比大幅增长。此外, 2018年公司涂覆膜开始批量供应。

③扩张期(2019年-): 对CATL供应量大幅增长, 打入LG化学、SKI供应链。2019年8月中材科技增资9.97亿元获取湖南中锂60%股份。2019年下半年湖南中锂完成SKI与LG化学认证程序。2020年起对CATL供应量大幅增长, 并率先为国内主流动力电池厂供应7μm隔膜, 疫情期间针对海外电池厂的线上审厂流程顺利。2019年湖南中锂实现营业收入4.68亿元, 同比增长126%。

图7: 2019年以来中材科技隔膜业务营收快速增长


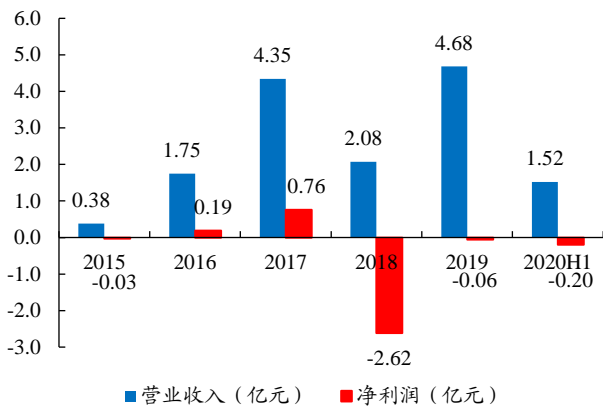
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图8: 2019年以来中材科技隔膜出货量快速增长


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

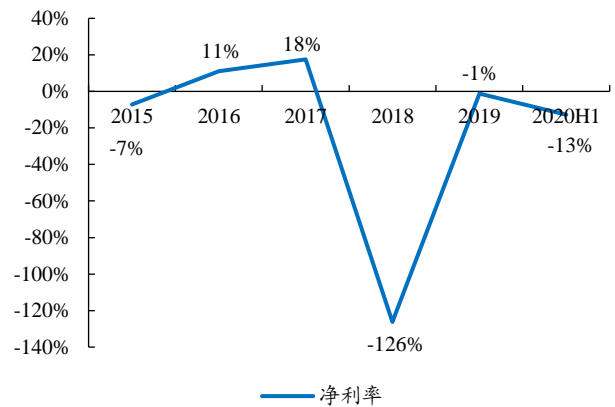
注: 2019年9月起湖南中锂销量开始计入, 2020H1销量数据为预测值

图9: 2020H1 湖南中锂营收 1.52 亿元、净利润-0.2 亿元



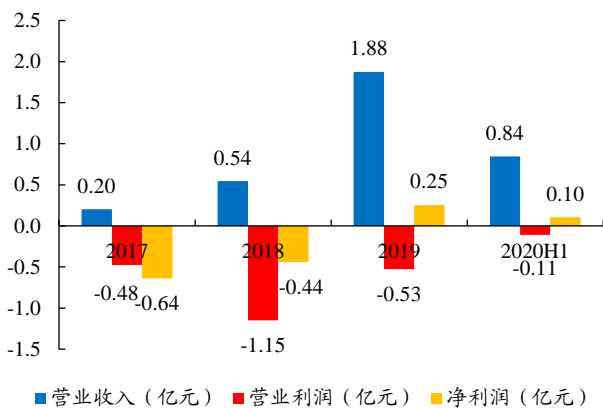
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图10: 2020H1 湖南中锂净利率-13%



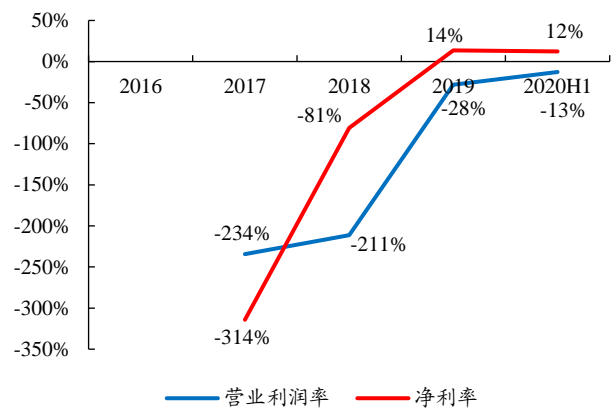
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图11: 2020H1 中材锂膜实现营收 0.84 亿元



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图12: 2020H1 中材锂膜净利率 12%、营业利润率-13%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

1.4、中材锂膜与湖南中锂发展路径相异，各有所长

(1) 发展路径上，中材科技为膜材料平台化公司向锂电池隔膜业务的再延展，湖南中锂为专注于锂电池隔膜的产品型公司。国内主流的锂电隔膜企业的发展路径可大致分为三类：①膜材料平台化公司，横向切入锂电池隔膜领域，代表公司：恩捷股份、中材科技、苏州捷力；②专注于锂电池隔膜领域的产品型公司，代表公司：湖南中锂、星源材质；③从涂覆膜代工向基膜生产延伸，代表公司：璞泰来。

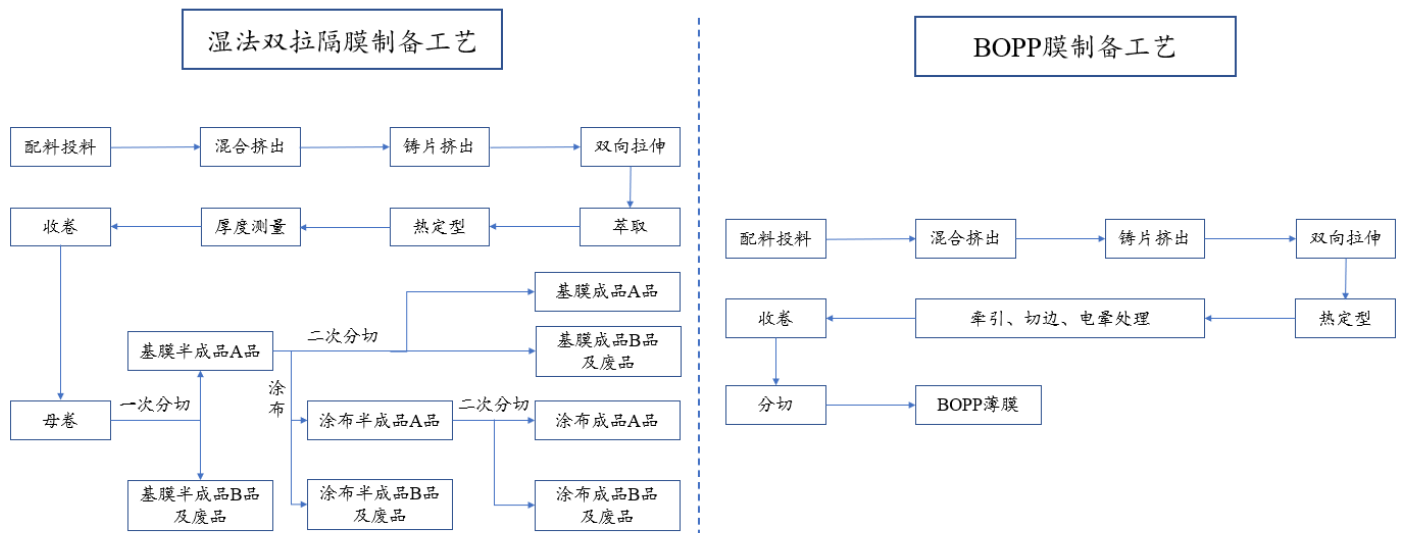
表2: 国内主流的锂电隔膜企业的发展路径可大致分为三类

类型	代表公司	发展历程
膜材料平台化公司，横向切入锂电池隔膜领域	恩捷股份	创新股份（改名为恩捷股份前）主营业务之一——BOPP 薄膜的主要生产技术为双向拉伸技术与锂电池隔膜有相通之处。公司于 1997 年起陆续投产了三条 BOPP 薄膜产线，分别采用了法国 DMT、德国布鲁克纳和日本制钢所设备。2010 年成立上海恩捷，布局锂电池隔膜业务。
	中材科技	自 1996 年起开始膜技术研究，随后开发出高温滤料、AGM 隔膜、玻纤滤膜等产品。2009 年起在 PTFE 同步双向拉伸膜技术研发和规模化生产的基础上，进行湿法隔膜的研发。2011 年首条同步双拉产线落成，2016 年启动滕州基地项目。
	苏州捷力	公司成立于 2009 年，主营业务包括锂电池隔膜和 EVA 胶膜（太阳能电池的封装材料，其原材料为乙烯-醋酸乙烯酯共聚物）。在新型塑料多功能高端薄膜领域有丰富的加工技术和工程经验。
专注于锂电池隔膜领域的产品型公司	湖南中锂	2012 年成立，2014 年 3 月第一条产线投产，2017 年起为 CATL、BYD 供货，2019 年起为 LG 化学、SKI 供货。
	星源材质	2003 年开始从事隔膜进口贸易工作，并逐步开展隔膜研发工作；2007 年公司投建国内第一条单向拉伸干法生产线；2013 年公司开始投建湿法隔膜生产线。
从涂覆膜代工向上游基膜生产延伸	璞泰来	2011 年 3 月设立东莞卓高，布局涂覆隔膜业务；2016 年收购月泉布局基膜生产，目前拟投产年产 2.49 亿平方米锂离子电池隔膜项目、基膜涂覆一体化高速线项目研发。

资料来源：各公司官网、各公司公告、开源证券研究所

其中，膜材料平台化公司，往往以流延膜制备工艺为基石（“挤出-流延-拉伸”是共有环节），延展至锂电池隔膜领域。恩捷股份于 1997 年投产第一条 BOPP 膜产线，十余年的 BOPP 膜的研发生产经验减少了公司锂电池隔膜业务进行工艺探索、磨合的时间。中材科技于 2006 年开始研究 PTFE 复合滤料，并实现膨化 PTFE 薄膜产业化（覆膜滤料以 PTFE 薄膜为基材，同步双拉工艺与锂电池隔膜生产工艺相吻合），2009 年在 PTFE 同步双拉膜基础上，进行锂电池湿法隔膜研发。本质都是“挤出-熔融-拉伸”聚烯烃材料制膜工艺的再延伸。

图13: 湿法双拉隔膜与 BOPP 膜制备具有共通之处



资料来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 工艺上，中材锂膜采用同步拉伸工艺，而湖南中锂采用异步拉伸工艺，两者兼顾将更好满足下游客户需求。根据拉伸时取向是否同时，隔膜湿法制备工艺可以分

为湿法同步拉伸工艺以及湿法异步拉伸工艺两种，两种工艺各有优劣。同步拉伸工艺的优点主要有：拉伸过程中不易打滑、产品一致性较优；缺点主要有：灵活性较差（只有横向拉升比可调，纵向拉伸比不可调）、车速较慢。异步拉伸工艺的优点主要有：拉伸比调整范围较广、车速较快；缺点主要有：纵向拉伸过程中易打滑、产品一致性较差。具体到应用领域而言，圆柱型电池一般要用异步工艺生产的隔膜，因为强度较高，适宜于卷绕；而方形和软包电池则一般没有限制。

表3：同步拉伸隔膜与异步拉伸隔膜各有千秋

类型	优点	缺点	应用领域
同步拉伸	拉伸过程中不易打滑、产品一致性较优、孔径呈圆形，电阻较小	灵活性较差（只有横向拉升比可调，纵向拉伸比不可调）、车速较慢	主要为方形、软包
异步拉伸	拉伸比调整范围较广、车速较快	纵向拉伸过程中易打滑、产品一致性较差	圆柱、方形、软包皆可

资料来源：新材料在线、开源证券研究所

（3）设备上，中材锂膜采用由法国 ESSOP、大橡塑以 BT 形式合作完成，后续设备将来自自由中材科技、法国 ESSOP、大橡塑组建的装备平台。湖南中锂则采用东芝的设备。中材锂膜单线造价较湖南中锂更高，主要由于产线中自动化设施投入较多，其单线产能较湖南中锂更高（额定幅宽更大与额定车速更快）。

表4：中材锂膜单线造价、产能较高

公司	设备厂	产线类型	设备造价	额定幅宽	额定车速	额定母卷产能	额定产成品产能
中材锂膜	中材科技 &ESSOP&大橡塑	一代线（滕州 1 期，1-4 线）	2.2 亿元（自动化设施投入较大）	4m	50m/min	7500 万平米	6000 万平米
		二代线（滕州 2 期，5-10 线）	2.2 亿元（自动化设施投入较大）			8500 万平米	6800 万平米
湖南中锂	东芝	二代线		3.2m	35m/min	5000 万平米	4000 万平米
		三代线	1.4 亿元	3.2m	45m/min	6500 万平米	5200 万平米
恩捷股份	日本制钢所	二代线	1.78 亿元	4.5m	60m/min	8280 万平米	6624 万平米
		三代线	2 亿元	5.3m	65m/min	1 亿平米	8000 万平米

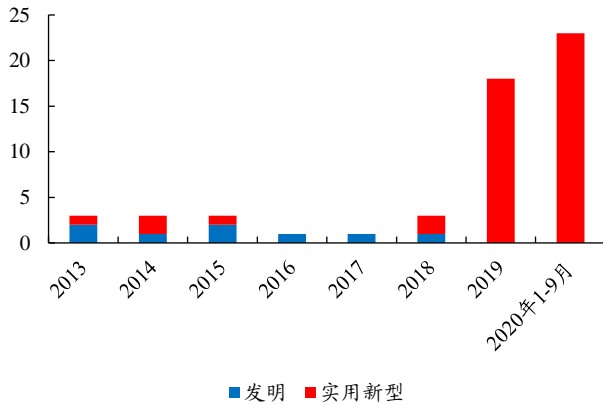
资料来源：各公司公告、各公司官网、开源证券研究所

注：上述数据均为结合公司公告、公司官网信息推算得到，可能与实际情况存在出入；假定母卷到产成品的收得率为 80%

2、技术积累、资金实力、装备平台、客户资源支撑锂膜业务强势增长

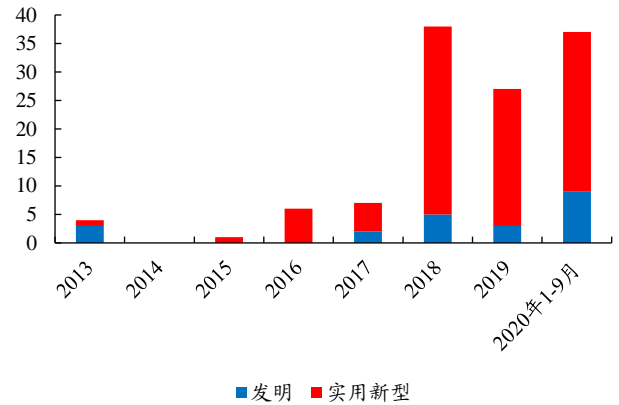
2.1、技术积淀深厚，获批专利数量井喷式增长

2019 年起中材锂膜专利授予数（特别是实用新型专利）激增，与该阶段公司量产经验快速积累相吻合。2019 年、2020 年 Q1-Q3 中材锂膜分别获批 18 项、23 项实用新型专利，而上海恩捷于 2018 年起专利授权数（特别是实用新型专利）开始大幅增长，与此相对应的是同期上海恩捷出货量大幅攀升。（注：2019 年、2020 年 Q1-Q3 中材锂膜获批的发明专利数为 0，我们认为后续获授权发明专利数有望迎快速增长。一般而言，如果企业向国家专利局申请专利，从提交发明专利到通过往往需要至少 18 个月时间；如果提交实用新型专利，则常常只需要 6 个月左右即可）

图14: 2019年起中材锂膜锂电池隔膜相关专利(已获批准)数量激增


数据来源: 国家专利局、开源证券研究所

注: 包含中材锂膜未成立之前的专利授予情况

图15: 2018年起上海恩捷已获批准的专利数量激增


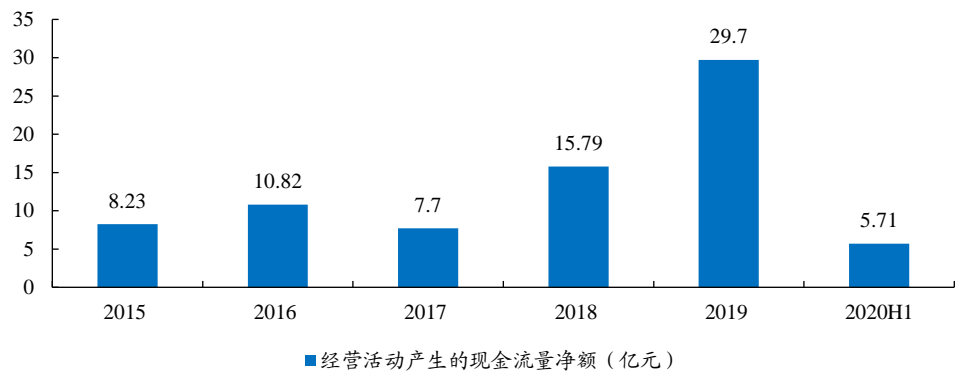
数据来源: 国家专利局、开源证券研究所

注: 上海恩捷获批专利包含其在除锂电池隔膜领域以外(例如铝塑膜)的专利

2.2、融资便利性佳，现金流质量优

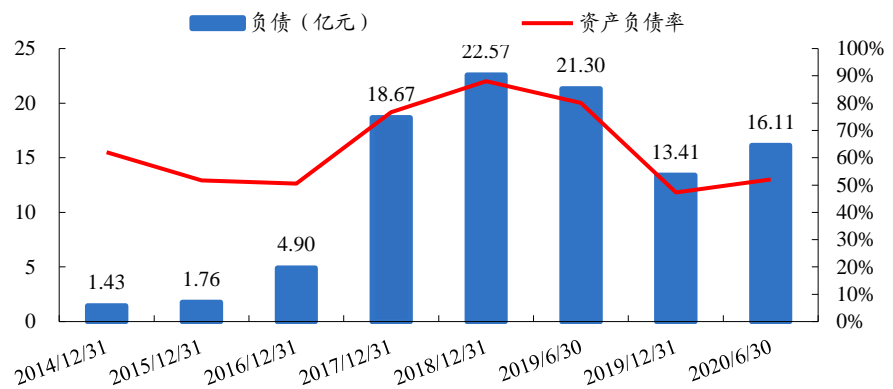
(1) 背靠央企(控股股东为中国建材集团)，公司主体信用评级 AAA，融资便利性较优，债务融资成本较低。

(2) 公司经营性现金流状况佳，玻纤、叶片等传统业务已成现金奶牛，支撑隔膜产业发展。2015年-2020年上半年，中材科技经营性现金流量净额分别为 8.23、10.82、7.7、15.79、29.7、5.71 亿元，现金流量充裕。公司具备强大竞争优势的传统业务，将为隔膜业务的拓展提供持续的现金支持。

图16: 中材科技经营活动现金流量丰厚


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

(3) 中材科技对湖南中锂完成收购后，湖南中锂财务压力已明显缓释。2019年8月中材科技、长园集团、湘融德创合计向湖南中锂增资 11.37 亿元，湖南中锂资产负债率已显著下降。

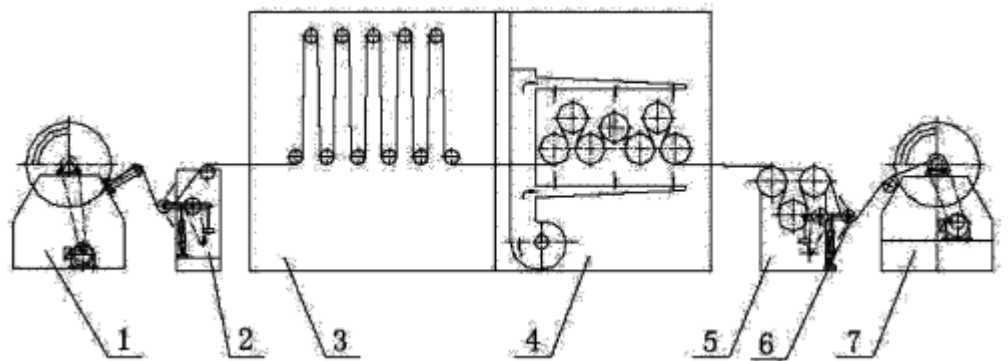
图17: 截至 2020/06/30 湖南中锂资产负债率为 52%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、构建装备平台，与隔膜业务实现协同效应

锂电池隔膜作为微米级精细化工产业的代表，设备的精密度、厂商对设备的控制能力对于隔膜生产具有重要意义。同时，隔膜厂需与设备厂共同磨合、不断改进装备。中材科技联合 ESSOP、大橡塑成立装备公司，有利于与隔膜生产环节协同改进，提高产线效率和精密度，降低装备投资成本。

中材科技自身在装备制造领域积淀深厚，公司在玻纤制备领域拥有万吨级池窑拉丝成套装备与工程设计技术；在非金属矿产业拥有自主知识产权的节能煅烧纯化窑、大型高效磨剥机、连续捣浆机等自主装备。公司一直以“产品+相关装备”一体化布局为战略方向，公司在研发 PTFE 薄膜（覆膜滤料的基材）时，同时展开了 PTFE 薄膜纵向拉伸机组的研发（锂电池隔膜为双向同步拉伸工艺），为后续装备平台的建设打下基础。

图18: 2011 年公司申报 PTFE 薄膜纵向拉伸机组实用新型专利


资料来源：国家知识产权局

2.4、客户资源优质，产能布局积极

公司是 CATL、BYD 的核心供应商，2020H1 在战略客户供应份额在 40% 以上。湖南中锂于 2017 年下半年起开始对 CATL、BYD 批量供应隔膜，于 2019 年下半年完成 SKI、LG 化学认证程序。中材科技本部于 2015 年通过 CATL 认证，目前中材锂膜与日本客户合作推进顺利。

图19：中材科技隔膜业务覆盖国内外主流电池厂


资料来源：公司公告、开源证券研究所

我们认为，当前时点，中材科技在隔膜领域已完成了前期的技术储备、量产经验积累和对主流客户的认证，正处于对国内大客户大批量供应，对海外客户出货、涂覆膜出货快速放量的阶段，类似于恩捷股份 2018 年的情形，即将实现增长动能的二次切换。

3、下一个预期差：预计海外业务、7 μ m 隔膜将成为未来业绩重要增长极

3.1、预计未来 3 年是中材科技加速向海外电池厂出货的窗口期

欧洲颁布严格碳排放法规，托底欧洲新能源车需求。特斯拉、大众引领，海外车企新一轮电动车型投放潮来临，隔膜需求有望大幅增长。据测算，我们预计 2021 年、2022 年、2025 年全球新能源汽车需求量分别为 415.6 万辆、522.3 万辆、1374.0 万辆，所有类型锂电池的总需求分别为 351.0GWh、439.9GWh、956.4GWh，对应的隔膜需求分别为 61.0 亿平米、76.4 亿平米、165.6 亿平米。而以 LG 化学、松下、三星 SDI、SKI 为核心的海外电池厂与海外主流整车厂绑定紧密，因此打入海外电池厂供应链非常关键。

表5: 我们预计 2020、2021、2022、2025 年隔膜需求量分别 47.2、61.0、76.4、165.6 亿平米

类型		2019E	2020E	2021E	2022E	2025E	
国内	EV 乘用车 (万辆)	86.0	86.3	138.0	174.7	520.0	
	单车带电量 (KWh)	44.0	46.5	48.0	49.5	53.0	
	PHEV 乘用车 (万辆)	21.0	19.8	25.0	29.6	82.0	
	单车带电量 (KWh)	17.2	17.8	18.2	18.4	19.0	
	商用车 (万辆)	12.5	11.3	14.6	17.0	25.0	
	单车带电量 (KWh)	110.0	111.0	112.0	113.0	115.0	
	产量合计 (万辆)	119.5	117.4	177.6	221.3	627.0	
	动力电池	EV (万辆)	70.0	119.0	170.0	221.0	610.0
	单车带电量 (KWh)	57.0	59.0	60.0	60.5	62.0	
	海外	PHEV (万辆)	36.0	53.0	68.0	80.0	137.0
单车带电量 (KWh)	18.0	18.5	18.8	19.0	19.5		
产量合计 (万辆)	106.0	172.0	238.0	301.0	747.0		
全球新能源汽车产量 (万辆)		225.5	289.4	415.6	522.3	1374.0	
对应的动力电池需求 (GWh)		96.7	131.0	198.0	271.9	729.4	
对应的隔膜需求 (亿平米)		16.4	22.3	33.7	46.2	124.0	
3C 锂电	电池 (GWh)	98.0	103.0	108.0	113.0	128.0	
	隔膜 (亿平米)	16.7	17.5	18.4	19.2	21.8	
储能	电池 (GWh)	LFP 为主	18.0	23.0	30.0	39.0	80.0
	隔膜 (亿平米)		3.6	4.6	6.0	7.8	16.0
其他	电池 (GWh)	LFP 为主	13.0	14.0	15.0	16.0	19.0
	隔膜 (亿平米)		2.6	2.8	3.0	3.2	3.8
锂电池合计 (GWh)			225.7	271.0	351.0	439.9	956.4
隔膜合计 (亿平米)			39.3	47.2	61.0	76.4	165.6

数据来源: 高工锂电、Inside EV、开源证券研究所

表6: 海外主流电池厂与海外主流整车厂绑定紧密

车企	宁德时代	LG 化学	松下	三星 SDI	SKI
特斯拉	☆☆	☆☆	☆☆☆		
宝马	☆☆			☆☆	
大众	☆☆☆	☆☆☆		☆☆	☆☆
戴姆勒	☆☆☆	☆☆☆		☆☆	☆☆
丰田	☆		☆☆☆		
现代起亚	☆	☆☆☆		☆☆	☆☆
本田	☆		☆☆		
雷诺日产	☆	☆☆	☆		
福特		☆☆			☆☆
通用	☆☆	☆☆☆			
沃尔沃	☆☆	☆☆☆			

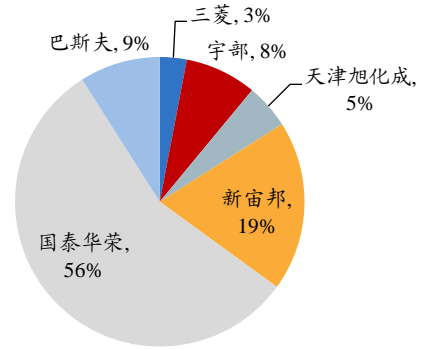
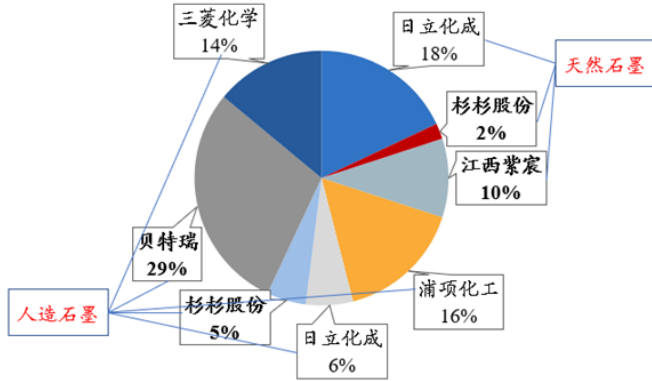
资料来源: 高工锂电、NE 时代、开源证券研究所

隔膜是锂电池四大主材料中最后实现国产化的环节, 相较于负极、电解液, 目前国内隔膜厂对海外电池厂供应量仍有限。根据 B3 数据, 2017 年 LG 化学负极国内供应商占比 46%, 电解液国内供应商占比 75%; 2017 年三星 SDI 负极国内供应商占比

68%，电解液国内供应商占比 65%。而隔膜环节外供占比仍较低，星源材质于 2013 年开始为 LG 化学供应干法隔膜，恩捷股份对海外电池厂出货量于 2019 年下半年才开始大幅放量，湖南中锂于 2019 年通过 SKI 和 LG 化学认证。

图20: 2017年LG化学负极国内供应商占比46%

图21: 2017年LG化学电解液国内供应商占比75%

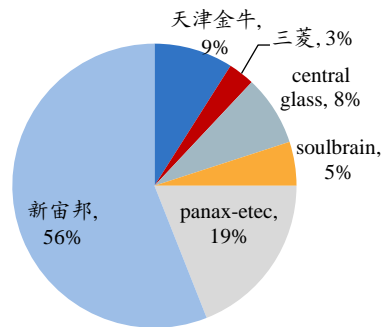
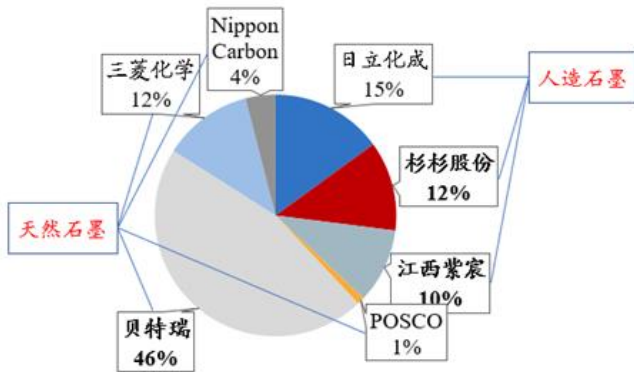


数据来源: B3、开源证券研究所

数据来源: B3、开源证券研究所

图22: 2017年三星SDI负极国内供应商占比68%

图23: 2017年三星SDI电解液国内供应商占比65%



数据来源: B3、开源证券研究所

数据来源: B3、开源证券研究所

海外隔膜厂扩产较为保守，为公司进一步拓展海外市场提供契机。日韩隔膜厂商多为大型集团，隔膜业务在公司内部重视程度不够，且其产线主要为多年前所建，单线产能较低，相较于国内厂商而言生产成本较高，因此在产能规划上较为保守，为国内隔膜厂进一步拓展海外市场提供契机。目前公司已打入 LG 化学、SKI、松下等海外多家电池厂供应链，预计后续合作有望进一步加深。

表7: 2019-2021年海外隔膜厂扩产保守(单位: 亿平米)

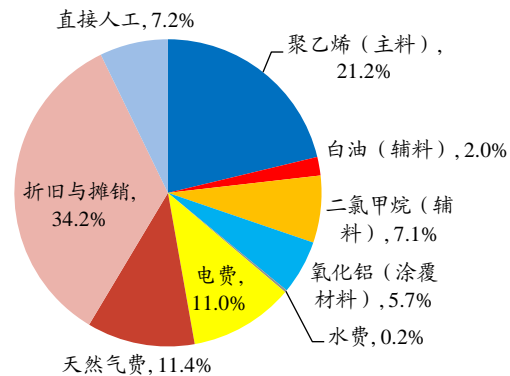
厂商	隔膜类型	2018	2019	2020E	2021E
东丽	湿法	5	8	10	13
旭化成	干法	3.2	3.2	3.2	5
	湿法	4.1	4.1	5	7
SKI	湿法	3	5.1	6.5	8.5
住友化学	湿法	4	4	6	7
宇部	湿法	2	2.5	2.5	3.2

数据来源: 高工锂电、开源证券研究所

3.2、预计公司海外业务、7 μm 隔膜成本与恩捷股份差距不大

隔膜是重资产行业, 成本结构中折旧、原材料(主料为聚乙烯)、燃料动力占比较高。其中, 产线用于生产某类隔膜时的幅宽与车速(决定单线产能, 并对成本具有全局性的影响)、产线的造价、能耗、产能利用率对生产成本具有显著影响。

图24: 2017年上海恩捷生产成本折旧、原材料(主料为聚乙烯)、燃料动力占比较高



数据来源: 恩捷股份公告、开源证券研究所

图25: 基膜半成品成本计算公式

$$\text{基膜半成品成本 (元/平米)} = \frac{\text{折旧} + \text{年运行时间} * (\text{实际车速} * \text{实际幅宽} * \text{单位母卷所需原材料} + \text{单位运行时间所耗能源}) + \text{水} + \text{人工}}{\text{实际车速} * \text{实际幅宽} * \text{年运行时间} * \text{A品率}}$$

设备造价、单型号产品单次生产时间、订单饱满程度、设备效率、隔膜厂的工艺水平、电池厂的(或有)硬性要求、设备能耗

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

国内头部电池厂(以CATL为代表)对隔膜的主要诉求为低成本和供应的稳定性, 对产品的一致性要求不太严格, 各类物性指标可在相对较宽的区间内波动。CATL等国内头部电池厂主要采用“基膜通用化(即只有少数类别)、涂覆差异化”的策略, 在隔膜涂覆领域有较为深厚的技术基础。涂覆一方面可有效提升隔膜的热稳定性、提高其机械强度和耐穿刺能力, 有利于增强隔膜的保液性和浸润性等; 另一方面能

在很大程度上降低不同批次基膜之间的差异。

向国内大客户（以 CATL 为代表）供应隔膜，单线名义产能更高（车速更快、幅宽更大）的恩捷股份在生产成本上更有优势。我们对恩捷股份、湖南中锂、中材锂膜三家公司对国内大客户大批量供应的 9 μ m 隔膜的生产成本进行测算，由于对隔膜各项指标的一致性要求不高，产线在运行过程中，幅宽和车速可维持在较高水平。名义产能更高的恩捷股份在成本上优势较为显著（生产同类产品时，实际车速较快、实际幅宽较大，背后也反映了恩捷股份优越的工艺水平）。

图26：我们预计湖南中锂与中材锂膜为国内大客户供应基膜半成品成本与恩捷股份存在一定差距（假定产能利用率相同）

为国内大客户供应基膜半成品	上海恩捷（无锡）	湖南中锂（内蒙古）	中材锂膜（滕州）
单线投资额（亿元）	2.02	1.44	2.25
单线年折旧额-10年期限，10%残值率（亿元）	0.18	0.13	0.20
理论最快车速（m/min）	60	40	50
实际车速（m/min）	55	38	40
理论最大幅宽（m）	5.3	3.5	4
实际幅宽（m）	5	3.5	4
两端切边宽度合计（m）	0.35	0.4	0.4
其他损耗	2%	4%	4%
A品率	91.0%	84.6%	86.0%
年均实际运行时间	300天*1440分钟/天	300天*1440分钟/天	300天*1440分钟/天
年A品产量（万平米）	9730	4859	5944
单平对应折旧（元/平米）	0.19	0.27	0.34
单品对应原材料（元/平米）	0.20	0.22	0.21
单品对应电力+天然气+水（元/平米）	0.18	0.30	0.26
单品对应人工（元/平米）	0.03	0.06	0.02
生产成本（元/平米）	0.59	0.84	0.84
单价（元/平米）	1.3	1.2	1.3
毛利率	55%	30%	35%
单平毛利润（元/平米）	0.71	0.36	0.46

数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：上述部分数据为假设值，可能与实际情况存在出入

然而，对于海外电池厂供应的隔膜，上海恩捷高单线（名义）产能的优势无法充分体现，湖南中锂、中材锂膜与上海恩捷的生产成本差距不大。由于海外电池厂主要客户为国际车厂，其对电池的要求较为严格，因此对于隔膜：

（1）基膜也倾向于定制化，品类较多，但单型号产品产量较少。

（2）基膜生产要求较为严格，具体体现为：①对各类物性指标的一致性要求较高，生产过程中拉伸倍率较低，实际车速较慢，同时良品率较低；②部分海外电池厂甚至会对生产过程中的车速进行限制。

对于向海外电池厂供应的隔膜，在单线实际产能上，湖南中锂、中材锂膜与恩捷股份差距不大，在良品率差距不大的情形下，三者的生产成本差距有限。

海外业务单价远高于国内，单平毛利润远高于国内。以恩捷股份为例，2019年1-9月其对境外电池厂供应的基膜单价为3.89元/平米，远高于境内业务的1.81元/平米。

主要系：①海外电池厂对隔膜要求高，隔膜厂生产成本高；②日韩系隔膜厂产线较为

老旧，单线产能不高，生产成本较高。虽然我们认为，随着国产隔膜供应商的加速导入，海外市场的价格战或将不可避免，但由于技术要求更高，未来海外业务单平毛利润仍将显著高于国内。

图27: 我们预计湖南中锂与中材锂膜为海外客户供应基膜半成品成本与恩捷股份差距不大（假定产能利用率相同）

为海外客户供应基膜半成品	上海恩捷（珠海）	湖南中锂（宁乡）	中材锂膜（滕州）
单线投资额（亿元）	2.02	1.44	2.25
单线年折旧额-10年期限，10%残值率（亿元）	0.18	0.13	0.20
理论最快车速（m/min）	55	40	50
实际车速（m/min）	40	35	38
理论最大幅宽（m）	4.5	3.2	4
实际幅宽（m）	3.7	3	3.2
两端切边宽度合计（m）	0.6	0.65	0.65
其他损耗	8%	10%	10%
A品率	75.8%	68.3%	69.7%
年均实际运行时间	240天*1440分钟/天	240天*1440分钟/天	240天*1440分钟/天
年A品产量（万平米）	3876	2480	2929
单品对应折旧（元/平米）	0.47	0.52	0.69
单品对应原材料（元/平米）	0.24	0.26	0.26
单品对应电力+天然气+水（元/平米）	0.44	0.59	0.54
单品对应人工（元/平米）	0.07	0.11	0.05
生产成本（元/平米）	1.22	1.49	1.53
单价（元/平米）	3.3	3	3.3
毛利率	63%	50%	54%
单平毛利润（元/平米）	2.08	1.51	1.77

数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：上述部分数据为假设值，可能与实际情况存在出入

表8: 恩捷股份境外业务出货价远高于境内业务出货价（元/平米）

	基膜		涂覆膜	
	境内	境外	境内	境外
2019年1-9月	1.81	3.89	2.73	10.57
2018年	2.30	4.76	4.19	9.08
2017年	3.38	6.03	5.48	8.15
2016年	3.93	4.72	5.49	9.30
平均值	2.86	4.85	4.47	9.28
江西项目	2.20		4.72	
无锡项目	2.18		4.33	

数据来源：恩捷股份公告、开源证券研究所

同理，7 μ m隔膜单价较9 μ m隔膜更高，且生产工艺更为严格，我们预计短期内，7 μ m隔膜毛利率将显著高于9 μ m隔膜。

表9: 7 μm 隔膜单价显著高于 9 μm 隔膜

产品	最低价	最高价	均价
7 μm/湿法基膜	1.8	2.2	2
9 μm/湿法基膜	1.1	1.3	1.2
16 μm/干法基膜	0.9	1	0.95

数据来源: 鑫椏锂电、开源证券研究所

图28: 我们预计湖南中锂供应 7 μm 基膜半成品成本与恩捷股份差距不大 (假定产能利用率相同)

7μm基膜半成品 (应用于动力电池)		
	上海恩捷 (珠海)	湖南中锂 (内蒙古)
单线投资额 (亿元)	2.02	1.44
单线年折旧额-10年期限, 10%残值率 (亿元)	0.18	0.13
理论最快车速 (m/min)	55	40
实际车速 (m/min)	40	35
理论最大幅宽 (m)	4.5	3.2
实际幅宽 (m)	4	3
两端切边宽度合计 (m)	0.6	0.6
其他损耗	3%	5%
A品率	82.0%	75.0%
年均实际运行时间	300天*1440分钟/天	300天*1440分钟/天
年A品产量 (万平米)	5668	3402
单品对应折旧 (元/平米)	0.32	0.38
单品对应原材料 (元/平米)	0.17	0.19
单品对应电力+天然气+水 (元/平米)	0.30	0.43
单品对应人工 (元/平米)	0.05	0.08
生产成本 (元/平米)	0.85	1.09
单价 (元/平米)	1.9	1.9
毛利率	56%	43%
单平毛利润 (元/平米)	1.05	0.81

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

注: 上述部分数据为假设值, 可能与实际情况存在出入

4、盈利预测与投资建议

我们采用分部估值法分别对公司隔膜、叶片、玻纤进行估值。分别给予 2021 年隔膜业务 8-9xP/S、叶片业务 16-18xP/E、玻纤业务 16-18xP/E。

(1) 隔膜业务

受益于新能源汽车市场快速增长和产品结构的持续优化 (单平价值量更高的涂覆膜和海外订单占比提升), 我们预计 2020-2022 年公司隔膜出货量分别为 4.96、7.83、12.06 亿平米, 对应的营业收入分别为 8.56、14.39、22.21 亿元, 归母净利润分别为 0.28、1.29、2.62 亿元; 其中, 2020-2022 年湖南中锂隔膜出货量分别为 3.44、4.74、6.44 亿平米, 对应的营业收入分别为 6.39、9.35、13.43 亿元, 净利润分别为 0.44、1.29、2.23 亿元; 2020-2022 年中材锂膜隔膜出货量分别为 1.53、3.09、5.63 亿平米, 对应的营业收入分别为 2.17、5.04、8.78 亿元, 净利润分别为 0.02、0.59、1.49 亿元。

表10: 我们预计 2020-2022 年中材科技隔膜归母净利润分别为 0.28、1.29、2.62 亿元

	2020E	2021E	2022E
湖南中锂			
营业收入 (亿元)	6.39	9.35	13.43
出货量 (亿平米)	3.44	4.74	6.44
单价 (元/平米)	1.86	1.97	2.09
毛利率	23.4%	31.2%	34.9%
净利率	6.9%	13.8%	16.6%
净利润 (亿元)	0.44	1.29	2.23
中材锂膜			
营业收入 (亿元)	2.17	5.04	8.78
出货量 (亿平米)	1.53	3.09	5.63
单价 (元/平米)	1.42	1.63	1.56
毛利率	18.1%	29.1%	35.2%
净利率	0.9%	11.7%	16.9%
净利润 (亿元)	0.02	0.59	1.49
隔膜业务合计			
营业收入 (亿元)	8.56	14.39	22.21
出货量 (亿平米)	4.96	7.83	12.06
净利润 (亿元)	0.46	1.88	3.71
归母净利润 (亿元)	0.28	1.29	2.62

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

我们认为, 由于目前湖南中锂、中材锂膜新产线尚处于产能爬坡期, 且中材锂膜财务负担较重 (虽然我们不排除未来母公司会增资), 短期内盈利水平承压; 随着出货量提升和产品结构的持续优化, 隔膜业务盈利能力有望修复。因此, 我们用市销率对隔膜业务进行估值。参考行业平均估值, 我们分别给予 2021 年湖南中锂、中材锂膜 8-9xP/S。

表11: 隔膜业务可比公司盈利预测与估值

公司简称	收盘价	归母净利润 (亿元)			P/E (倍)			P/S (倍)		
	2020/11/3	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
恩捷股份	98.50	10.73	16.33	21.77	80.5	52.9	39.7	12.7	12.4	10.0
星源材质	25.52	1.68	2.36	3.21	68.3	48.6	35.7	8.61	6.63	4.87
平均					48.5	35.8	28.7	10.64	9.53	7.42

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 除恩捷股份外, 其他公司的盈利预测与估值均来自 Wind 的一致预期)

(2) 叶片业务

我们预计 2020-2022 年公司叶片销量分别为 9,575/9,038/9,290MW, 对应的营业收入分别为 68.31/64.46/66.25 亿元, 净利润分别为 8.20/7.09/7.95 亿元。给予 2021 年叶片业务 16-18xP/E。

表12: 我们预计 2020-2022 年中材科技叶片净利润分别为 8.20、7.09、7.95 亿元

	2020E	2021E	2022E
国内销量 (MW)	8,175	7,358	7,358
YoY	25.0%	-10.0%	0.0%
国内叶片均价 (万元/MW)	71.4	71.4	71.4
海外销量 (MW)	1,400	1,680	1,932
YoY	0.0%	20.0%	15.0%
海外叶片均价 (万元/MW)	71	71	71
总销量 (MW)	9,575	9,038	9,290
总收入 (亿元)	68.31	64.46	66.25
YoY	32.2%	-5.6%	2.8%
毛利率	23.0%	22.0%	22.0%
营业成本 (亿元)	52.60	50.28	51.67
期间费用率	11.0%	11.0%	10.0%
净利率	12.0%	11.0%	12.0%
净利润 (亿元)	8.20	7.09	7.95

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表13: 风电叶片业务可比公司盈利预测与估值

公司简称	收盘价	归母净利润 (亿元)			P/E (倍)		
	2020/11/3	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
金风科技	11.79	32.16	39.10	42.27	15.5	12.7	11.8
日月股份	25.83	9.47	12.25	14.64	22.6	17.5	14.6
天顺风能	7.29	10.87	12.61	14.06	11.9	10.3	9.2
平均					16.7	13.5	11.9

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 上述公司的盈利预测与估值均来自 Wind 的一致预期)

(3) 玻纤业务

我们认为, 玻纤价格短期内有望见底, 公司通过冷修技改等措施降本增效, 并提高风电纱、电子纱等高端产品占比以提升盈利能力。我们预计 2020-2022 年公司玻纤销量分别为 100/105/107 万吨, 对应的营业收入分别为 65.50/71.40/72.76 亿元, 净利润分别为 11.14/15.21/15.28 亿元。给予 2021 年玻纤业务 16-18xP/E。

表14: 我们预计 2020-2022 年中材科技玻纤净利润分别为 11.14、15.21、15.28 亿元

	2020E	2021E	2022E
销量 (万吨)	100.00	105.00	107.00
单吨收入 (元/吨)	6,550	6,800	6,800
总收入 (亿元)	65.50	71.40	72.76
毛利率	34.0%	38.3%	38.0%
营业成本 (亿元)	43.23	44.05	45.11
期间费用率	17%	17%	17%
净利润 (亿元)	11.14	15.21	15.28

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表15: 玻纤业务可比公司盈利预测与估值

公司简称	收盘价	归母净利润 (亿元)			P/E (倍)		
	2020/11/3	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
中国巨石	14.68	20.85	28.17	33.51	24.7	18.3	15.3
长海股份	12.68	3.12	4.11	5.21	16.6	12.6	9.9
平均					15.9	13.9	11.6

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 上述公司的盈利预测与估值均来自 Wind 的一致预期)

得益于玻纤、叶片、隔膜全面向好,我们上调2020-2022年归母净利润至21.88(+0.86)/25.11(+0.53)/27.43(+0.40)亿元,分别同比增长58.6%/14.8%/9.2%,EPS分别为1.30/1.50/1.63,当前股价对应2021年P/E仅14.4X,维持“买入”评级。

表16: 可比公司盈利预测与估值

公司简称	收盘价	归母净利润 (亿元)			P/E (倍)		
	2020/11/3	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
中国巨石	14.68	20.85	28.17	33.51	24.7	18.3	15.3
金风科技	11.79	32.16	39.10	42.27	15.5	12.7	11.8
日月股份	25.83	9.47	12.25	14.64	22.6	17.5	14.6
恩捷股份	98.50	10.73	16.33	21.77	80.5	52.9	39.7
星源材质	25.52	1.58	2.29	3.14	72.5	50.0	36.4
平均					30.1	22.2	18
中材科技	19.89	21.88	25.11	27.43	15.3	13.3	12.2

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 除中材科技、恩捷股份以外,上述公司的盈利预测与估值均来自 Wind 的一致预期)

5、风险提示

叶片主要原材料价格上涨: 国内风电装机需求旺盛,叶片上游原材料或面临供不应求的状况,玻纤、巴沙木、树脂等原材料面临价格上涨风险。

玻纤价格持续走低: 若未来玻纤价格持续下行,将对泰山玻纤盈利能力产生压力,进而影响公司业绩。

隔膜出货量不及预期: 若下游客户需求量不及预期,将直接影响公司隔膜出货量,进而影响公司业绩。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9287	10624	14442	13808	16864
现金	1209	1655	2494	1794	1925
应收票据及应收账款	5664	3431	5138	5732	7100
其他应收款	85	80	134	90	150
预付账款	318	184	451	213	500
存货	1708	2151	2792	2233	3130
其他流动资产	303	3122	3434	3746	4058
非流动资产	14756	18662	19996	21804	23483
长期投资	170	321	487	668	864
固定资产	11451	13670	14225	15235	15916
无形资产	1397	1559	1519	1496	1488
其他非流动资产	1737	3112	3765	4405	5215
资产总计	24042	29285	34438	35612	40347
流动负债	8905	11652	14511	13490	16406
短期借款	3000	3529	4058	4327	4471
应付票据及应付账款	4303	5208	6622	5405	7432
其他流动负债	1603	2915	3831	3758	4502
非流动负债	4119	4852	5252	5107	4403
长期借款	3481	4065	4452	4299	3586
其他非流动负债	638	787	799	808	817
负债合计	13024	16504	19762	18597	20809
少数股东权益	383	1061	1203	1340	1490
股本	1291	1678	1678	1678	1678
资本公积	5225	4908	4908	4908	4908
留存收益	3016	4031	5662	7515	9540
归属母公司股东权益	10635	11720	13472	15675	18048
负债和股东权益	24042	29285	34438	35612	40347

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1579	2970	2369	2232	3859
净利润	992	1428	2331	2648	2892
折旧摊销	833	1111	1107	1161	1249
财务费用	345	361	48	62	74
投资损失	-29	7	-8	-10	-11
营运资金变动	-601	-6	-1026	-1597	-311
其他经营现金流	40	68	-83	-33	-33
投资活动现金流	-1732	-3282	-2351	-2927	-2884
资本支出	1709	2177	1056	1590	1451
长期投资	34	-184	-166	-0	-196
其他投资现金流	11	-1289	-1461	-1338	-1629
筹资活动现金流	15	719	820	-345	-740
短期借款	-934	529	529	-71	247
长期借款	353	585	387	-153	-713
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	-96	-121	-274
现金净增加额	-133	406	839	-1040	235

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11447	13590	17139	17935	19248
营业成本	8364	9935	12357	12563	13409
营业税金及附加	151	147	192	222	237
营业费用	418	528	574	646	674
管理费用	696	734	806	861	905
研发费用	356	515	686	717	770
财务费用	345	361	48	62	74
资产减值损失	25	-108	0	0	0
其他收益	166	252	180	180	180
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	29	-7	8	10	11
资产处置收益	3	51	11	13	16
营业利润	1290	1558	2676	3068	3388
营业外收入	128	120	136	130	111
营业外支出	240	13	71	83	96
利润总额	1178	1666	2742	3115	3403
所得税	187	237	411	467	510
净利润	992	1428	2331	2648	2892
少数股东损益	57	49	143	137	149
归母净利润	934	1380	2188	2511	2743
EBITDA	2338	3152	3983	4428	4821
EPS(元)	0.56	0.82	1.30	1.50	1.63

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	11.5	18.6	26.1	4.6	7.3
营业利润(%)	26.7	20.8	71.7	14.6	10.4
归属于母公司净利润(%)	21.7	48.4	58.6	14.8	9.2
获利能力					
毛利率(%)	26.9	26.9	27.9	30.0	30.3
净利率(%)	8.2	10.2	12.8	14.0	14.2
ROE(%)	9.0	11.2	15.9	15.6	14.8
ROIC(%)	7.0	8.5	10.3	10.6	10.8
偿债能力					
资产负债率(%)	54.2	56.4	57.4	52.2	51.6
净负债比率(%)	57.6	57.0	52.7	51.7	42.3
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.8	0.4	0.5	0.6	0.6
营运能力					
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	4.0	3.3	3.0
应付账款周转率	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.82	1.30	1.50	1.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	1.77	1.41	1.33	2.30
每股净资产(最新摊薄)	5.69	6.33	7.38	8.69	10.10
估值比率					
P/E	38.7	26.2	16.5	14.4	13.2
P/B	3.8	3.4	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	18.4	14.1	11.3	10.5	9.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn