

# 中材科技 (002080)

证券研究报告

2021年03月18日

## 20年叶片量价齐升，关注后续玻纤弹性

### 20年叶片业务为亮点，21年期待玻纤业务弹性，维持“买入”评级

公司发布20FY年报，20FY实现营收187.1亿元，yoy+37.7%，归母净利润20.5亿元，yoy+48.7%，与前期业绩快报一致。20年叶片业务量价齐升为最大亮点，我们看好其长期前景。20年疫情拖累背景下，降本提效及优化产品结构，玻纤纱及制品吨净利边际改善，短期我们判断行业高景气有持续性，21年吨净利有较大提升空间。锂膜业务轻装上阵，海外客户取得突破，期待后续盈利能力改善。我们预计公司21-23年归母净利分别为29.4/38.7/46.3亿，维持“买入”评级。

### 20FY叶片量价齐升，玻纤业务吨净利逆势改善，锂电资产计提大额减值

叶片、玻纤纱及制品、锂膜三大业务20FY分别实现收入89.8/67.0/5.8亿元，分别同增78%/17%/72%，占同期总收入比例分别为48%/36%/3%；同期三大业务净利润分别为10.0/11.5/-3.2亿，分别同比148%/38%/-626%。叶片受益20年风电抢装，销量同比大增55%，行业景气上行提振单价，每MW叶片均价提升10万元至73万元，盈利能力明显改善，每MW叶片净利同比提升0.3万元至1.7万元。玻纤纱及制品业务方面，20Q4起玻纤纱价格快速恢复对冲部分20H1疫情负面影响，新投产能释放带动销量同增15%至106.4万吨，全年吨均价同增89元至6,300元，提质增效吨成本费用继续减少，同时推测产品结构优化亦对提升盈利能力有积极作用，吨净利同增175元至1,079元。锂膜产能利用率继续提升，销售面积同比继续高增，但竞争仍激烈，中材锂膜、湖南中锂20FY分别计提0.7/1.5亿元资产减值损失（固定资产+存货），对板块业绩形成明显拖累。

### 看好玻纤景气向上持续性，看好风电业务长期前景，锂膜有望改善

短期玻纤需求有支撑，长期有成长性；玻纤纱产能投放节奏较前期明显放缓，且行业十四五规划重点强调产能有序扩张。供需格局明显优化，20Q4起玻纤价格已有明显提升，21年继续有小幅上涨，看好行业景气向上持续性，泰玻作为全球龙头之一，有望明显受益。风电项目补贴取消进入倒计时，风电装机更多由政策引导及成本下降驱动，“碳中和”持续推进蕴含广阔风电装机空间，公司作为业内领先的风电叶片制造商，看好公司风电叶片业务长期前景。20年公司锂膜海外客户开拓取得突破，韩国两大客户实现批量供货，国内主要客户份额稳定，产能利用率、产品良率、生产效率或延续向好趋势，后续锂膜业务业绩或逐步好转。

### 预计21-23年归母净利YoY分别为43%/32%/20%，维持“买入”评级

我们维持公司21/22年盈利预测29.4/38.7亿，新增23年归母净利预测为46.3亿，预计21-23年归母净利YoY分别为43%、32%、20%，当前可比公司21年Wind一致预期PE17倍，认可给予21年17倍PE，对应目标价29.75元，维持“买入”评级。

**风险提示：**玻纤增量供给超预期；风电装机、锂膜业务改善不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,590.47	18,710.87	18,786.92	22,089.94	25,241.17
增长率(%)	18.73	37.68	0.41	17.58	14.27
EBITDA(百万元)	3,392.35	5,175.70	4,683.48	5,625.76	6,396.41
净利润(百万元)	1,379.97	2,051.94	2,937.34	3,869.10	4,628.79
增长率(%)	47.73	48.70	43.15	31.72	19.63
EPS(元/股)	0.82	1.22	1.75	2.31	2.76
市盈率(P/E)	29.89	20.10	14.04	10.66	8.91
市净率(P/B)	3.52	3.14	2.76	2.19	1.76
市销率(P/S)	3.04	2.20	2.20	1.87	1.63
EV/EBITDA	8.13	9.01	9.80	7.49	5.44

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	24.58元
目标价格	29.75元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,678.12
流通A股股本(百万股)	1,678.12
A股总市值(百万元)	41,248.28
流通A股市值(百万元)	41,248.28
每股净资产(元)	7.17
资产负债率(%)	58.29
一年内最高/最低(元)	29.75/10.81

### 作者

鲍荣富	分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003	
baorongfu@tfzq.com	
王涛	分析师
SAC执业证书编号：S1110521010001	
wangtaoa@tfzq.com	

### 股价走势



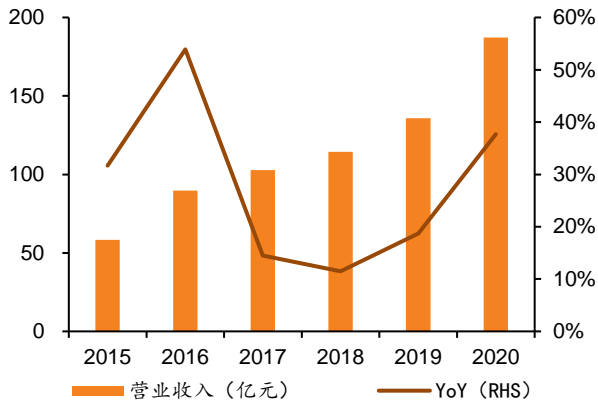
资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《中材科技-公司点评:大额减值轻装上阵，三大业务向好趋势不变》2021-03-01
- 《中材科技-年报点评报告:主业持续向好，经营指标靓丽》2020-03-18
- 《中材科技-公司点评:业绩快速增长，主业有望持续向好》2020-02-29

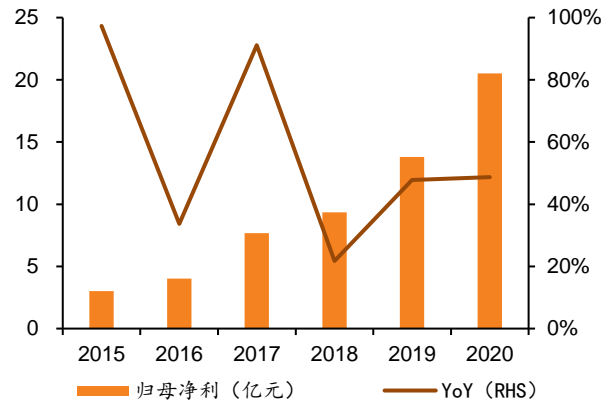
## 公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1: 公司 2015-2020 年营收及同比增速



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 2: 公司 2015-2020 年归母净利润及同比增速



资料来源: Wind、天风证券研究所

表 1: 可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			P/E		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
600176.SH	中国巨石	760.0	21.70	0.61	0.62	0.93	35.7	35.1	23.3
300196.SZ	长海股份	68.4	16.73	0.71	0.76	1.05	23.6	22.1	16.0
603601.SH	再升科技	80.6	11.21	0.24	0.55	0.59	47.2	20.4	19.0
002202.SZ	金风科技	571.7	13.53	0.52	0.77	0.94	25.9	17.5	14.4
002531.SZ	天顺风能	152.8	8.59	0.42	0.61	0.72	20.5	14.1	12.0
<b>平均值</b>							<b>30.6</b>	<b>21.8</b>	<b>16.9</b>
002080.SZ	中材科技	412.5	24.58	0.82	1.22	1.75	29.9	20.1	14.0

注: 股价时间 2021/03/17; 除中材科技外, 其他业绩预测源自 Wind 一致预期;

资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,655.01	2,932.83	2,944.76	3,462.49	8,101.11
应收票据及应收账款	3,431.40	3,431.45	3,459.29	6,870.29	3,236.13
预付账款	183.69	163.59	524.94	110.93	574.28
存货	2,151.40	2,109.44	2,613.65	2,622.04	3,173.57
其他	3,171.73	4,558.60	4,734.76	4,756.31	4,969.35
<b>流动资产合计</b>	<b>10,593.23</b>	<b>13,195.92</b>	<b>14,277.39</b>	<b>17,822.07</b>	<b>20,054.44</b>
长期股权投资	320.66	347.21	347.21	347.21	347.21
固定资产	13,670.04	14,798.32	15,021.32	14,864.41	14,466.55
在建工程	2,133.98	2,325.53	1,431.32	906.79	574.07
无形资产	1,558.67	1,343.15	1,242.00	1,140.84	1,039.68
其他	978.18	1,685.37	1,053.37	1,163.31	1,201.90
<b>非流动资产合计</b>	<b>18,661.53</b>	<b>20,499.58</b>	<b>19,095.21</b>	<b>18,422.55</b>	<b>17,629.41</b>
<b>资产总计</b>	<b>29,285.11</b>	<b>33,695.50</b>	<b>33,392.81</b>	<b>36,261.48</b>	<b>37,696.21</b>
短期借款	3,528.88	2,311.92	4,166.12	2,830.25	0.00
应付票据及应付账款	5,208.16	6,033.24	5,630.54	7,546.25	7,152.26
其他	2,914.52	4,055.83	3,389.53	3,683.19	3,624.07
<b>流动负债合计</b>	<b>11,651.56</b>	<b>12,400.99</b>	<b>13,186.19</b>	<b>14,059.69</b>	<b>10,776.33</b>
长期借款	3,357.58	5,498.79	1,976.19	0.00	0.00
应付债券	707.67	0.00	468.88	392.18	287.02
其他	786.90	1,742.42	1,842.42	1,942.42	2,042.42
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,852.14</b>	<b>7,241.20</b>	<b>4,287.49</b>	<b>2,334.60</b>	<b>2,329.44</b>
<b>负债合计</b>	<b>16,503.70</b>	<b>19,642.20</b>	<b>17,473.68</b>	<b>16,394.29</b>	<b>13,105.77</b>
少数股东权益	1,060.98	919.81	949.48	1,028.44	1,122.91
股本	1,678.12	1,678.12	1,678.12	1,678.12	1,678.12
资本公积	4,907.96	4,779.32	4,779.32	4,779.32	4,779.32
留存收益	8,938.47	10,354.18	13,291.52	17,160.62	21,789.41
其他	(3,804.13)	(3,678.14)	(4,779.32)	(4,779.32)	(4,779.32)
<b>股东权益合计</b>	<b>12,781.41</b>	<b>14,053.30</b>	<b>15,919.13</b>	<b>19,867.19</b>	<b>24,590.44</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>29,285.11</b>	<b>33,695.50</b>	<b>33,392.81</b>	<b>36,261.48</b>	<b>37,696.21</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,428.48	1,968.61	2,937.34	3,869.10	4,628.79
折旧摊销	1,110.79	1,120.52	832.37	862.60	881.73
财务费用	367.97	391.39	378.77	249.08	75.50
投资损失	7.05	(9.25)	(9.25)	(9.25)	(9.25)
营运资金变动	(1,658.99)	(1,804.42)	(563.42)	(995.48)	1,845.48
其它	1,714.27	1,634.12	29.67	78.96	94.47
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,969.56</b>	<b>3,300.97</b>	<b>3,605.48</b>	<b>4,055.02</b>	<b>7,516.72</b>
资本支出	4,334.94	1,263.11	(40.00)	(20.00)	(50.00)
长期投资	150.42	26.55	0.00	0.00	0.00
其他	(7,766.88)	(3,281.82)	(30.97)	(47.40)	13.75
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,281.52)</b>	<b>(1,992.16)</b>	<b>(70.97)</b>	<b>(67.40)</b>	<b>(36.25)</b>
债权融资	8,331.72	9,730.68	7,688.05	4,467.24	1,700.90
股权融资	(283.04)	(557.44)	(1,473.11)	(242.24)	(68.66)
其他	(7,329.36)	(9,079.18)	(9,737.53)	(7,694.89)	(4,474.09)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>719.32</b>	<b>94.06</b>	<b>(3,522.59)</b>	<b>(3,469.89)</b>	<b>(2,841.85)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>407.36</b>	<b>1,402.87</b>	<b>11.92</b>	<b>517.73</b>	<b>4,638.62</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>13,590.47</b>	<b>18,710.87</b>	<b>18,786.92</b>	<b>22,089.94</b>	<b>25,241.17</b>
营业成本	9,934.83	13,635.55	12,605.70	14,602.95	16,627.05
营业税金及附加	146.66	169.23	169.92	199.79	228.29
营业费用	527.77	305.88	307.12	361.12	412.64
管理费用	734.11	834.98	838.37	985.77	1,126.39
研发费用	514.76	957.63	923.95	1,086.39	1,241.37
财务费用	361.46	432.99	378.77	249.08	75.50
资产减值损失	(108.18)	(315.98)	100.00	100.00	100.00
公允价值变动收益	1.01	8.78	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(7.05)	9.25	9.25	9.25	9.25
其他	(73.09)	350.56	(18.49)	(18.49)	(18.49)
<b>营业利润</b>	<b>1,558.18</b>	<b>2,322.01</b>	<b>3,472.33</b>	<b>4,514.08</b>	<b>5,439.17</b>
营业外收入	120.05	52.06	93.20	222.21	222.21
营业外支出	12.68	24.79	24.79	24.79	24.79
<b>利润总额</b>	<b>1,665.55</b>	<b>2,349.27</b>	<b>3,540.74</b>	<b>4,711.49</b>	<b>5,636.58</b>
所得税	237.08	380.67	573.73	763.43	913.33
<b>净利润</b>	<b>1,428.48</b>	<b>1,968.61</b>	<b>2,967.01</b>	<b>3,948.06</b>	<b>4,723.25</b>
少数股东损益	48.51	(83.34)	29.67	78.96	94.47
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,379.97</b>	<b>2,051.94</b>	<b>2,937.34</b>	<b>3,869.10</b>	<b>4,628.79</b>
每股收益(元)	0.82	1.22	1.75	2.31	2.76

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	18.73%	37.68%	0.41%	17.58%	14.27%
营业利润	20.76%	49.02%	49.54%	30.00%	20.49%
归属于母公司净利润	47.73%	48.70%	43.15%	31.72%	19.63%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.90%	27.12%	32.90%	33.89%	34.13%
净利率	10.15%	10.97%	15.64%	17.52%	18.34%
ROE	11.77%	15.62%	19.62%	20.54%	19.72%
ROIC	10.07%	12.49%	16.80%	20.33%	23.41%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	56.36%	58.29%	52.33%	45.21%	34.77%
净负债率	52.24%	48.37%	29.80%	5.06%	-26.03%
流动比率	0.91	1.06	1.08	1.27	1.86
速动比率	0.73	0.89	0.89	1.08	1.57
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.99	5.45	5.45	4.28	5.00
存货周转率	7.04	8.78	7.96	8.44	8.71
总资产周转率	0.51	0.59	0.56	0.63	0.68
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.82	1.22	1.75	2.31	2.76
每股经营现金流	1.77	1.97	2.15	2.42	4.48
每股净资产	6.98	7.83	8.92	11.23	13.98
<b>估值比率</b>					
市盈率	29.89	20.10	14.04	10.66	8.91
市净率	3.52	3.14	2.76	2.19	1.76
EV/EBITDA	8.13	9.01	9.80	7.49	5.44
EV/EBIT	11.74	11.38	11.92	8.85	6.31

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com