

中材科技 (002080)

证券研究报告

2021年07月06日

21h1 业绩超预期，看好转型升级前景

公司发布 21h1 业绩预告，报告期归母净利预计 17.9-19.7 亿，yoy +100%-120%，中值 18.8 亿，yoy+110%；我们测算 21q2 归母净利 12.1-13.9 亿，qoq +108-139%，中值 13.0 亿，qoq +124%。**业绩超市场预期及我们预期。**公告提到四点原因：1) 玻纤量价齐升及成本优化；2) 受益海上风电叶片放量，叶片盈利能力平稳；3) 隔膜业务盈利大幅改善；4) 其他先进材料经营形势良好。

业绩预告佐证玻纤行业高景气，我们认为高景气有持续性

粗纱价格 21q2 基本稳定（部分产品结构性小幅上调，粗纱市场算术均价 q2 较 q1 提升 5%左右）。21q2 在产产能环比基本没有变化。同时考虑到部分产品调价节点较市场价变化有滞后及电子纱涨幅更多，我们预计公司 21q2 玻纤纱及制品均价环增幅度高于 5%，同时考虑持续推进降本贡献，我们预计 21q2 玻纤业务有较好环比增幅。行业层面，我们预计 21/22 年玻纤纱新增产能相对有限，需求无虞，延续我们前期观点，看好行业高景气持续性。

我们预计风电相对平稳，隔膜业务盈利或贡献较多增量

21q2 公司归母净利环比高增，除玻纤业务贡献外，我们认为其他业务贡献亦不容忽视。风电装机上半年通常为淡季（据国家能源局，21 年 1-5 月风电新增装机 7.8GW，同增 3.0GW），但 20FY 风电有抢装背景，预计公司 20h1 风电出货量基数相对较高；同时考虑到公司 21h1 海上风电叶片（尺寸大、单价及盈利能力更好）出货放量，我们预计 21h1 风电叶片业务盈利基本稳定。受益锂电产业链景气向上，同时公司隔膜良率及生产效率稳步提升，预计隔膜业务盈利同环比均有较明显改善（vs 20h1 中材锂电膜、湖南中锂净利润合计-0.1 亿左右）。

上调公司盈利预测，看好公司转型升级前景，维持“买入”评级

我们继续看好玻纤行业高景气持续性，公司玻纤产能国内份额第二，行业龙头地位较为稳固。公司高模量风电纱业内领先，看好公司叶片份额提升空间。锂电产业整合理顺内部治理架构，坚定推进产能扩张，随着隔膜产能提升及良率、产能利用率提升，看好公司话语权提升及盈利能力改善前景。我们上调 21-23 年盈利预测，预计公司 21-23 年归母净利 34.7/39.8/48.8 亿（前值 29.4/38.7/46.3 亿），yoy +69%/15%/23%。参考 Wind 一致预期，当前可比公司 21 年 PE 均值及中位数分别为 39、14 倍，考虑到公司现阶段玻纤为核心业绩贡献来源（玻纤及制品可比公司 21 年 PE 均值 15x），同时隔膜、风电业务前景向好，认可在玻纤可比公司基础上给予一定溢价，给予公司 21 年 16 倍 PE，对应目标价 33.12 元，维持“买入”评级。

风险提示：玻纤供给超预期；风电装机不及预期；锂电客户开拓及成本下降低于预期；预告数据为初步测算结果，具体数据以 2021 年半年报为准。

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	20,315.06	23,073.45	26,697.88
增长率(%)	18.73	37.68	8.57	13.58	15.71
EBITDA(百万元)	3,392.35	5,175.70	5,400.19	6,023.16	7,112.11
净利润(百万元)	1,379.97	2,051.94	3,474.46	3,979.59	4,881.08
增长率(%)	47.73	48.70	69.33	14.54	22.65
EPS(元/股)	0.82	1.22	2.07	2.37	2.91
市盈率(P/E)	30.62	20.59	12.16	10.62	8.66
市净率(P/B)	3.61	3.22	2.94	2.48	2.08
市销率(P/S)	3.11	2.26	2.08	1.83	1.58
EV/EBITDA	8.13	9.01	8.85	7.46	5.53

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	25.18 元
目标价格	33.12 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)	42,255.15
流通 A 股市值(百万元)	42,255.15
每股净资产(元)	7.52
资产负债率(%)	59.67
一年内最高/最低(元)	29.75/0.00

作者

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

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
wangtao@tfzq.com

股价走势



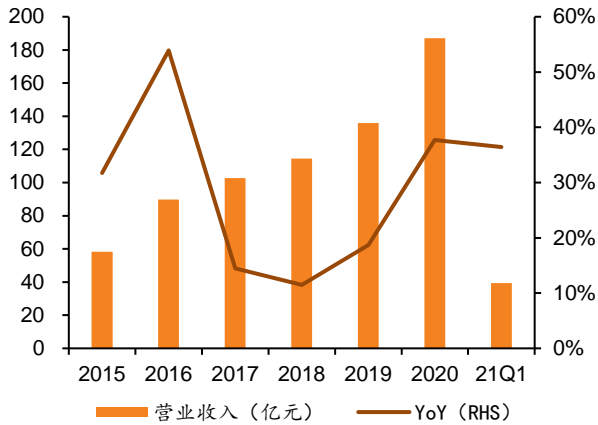
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中材科技-公司点评:20Q1 业绩接近预告上沿，碳减排或加速公司成长》 2021-04-23
- 《中材科技-年报点评报告:20 年叶片量价齐升，关注后续玻纤弹性》 2021-03-18
- 《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

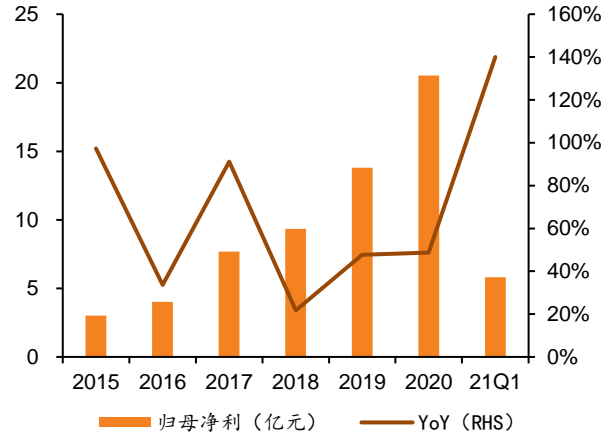
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司近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	583.7	14.58	0.60	1.16	1.32	24.2	12.5	11.0
300196.SZ	长海股份	68.6	16.78	0.66	1.17	1.46	25.3	14.3	11.5
603601.SH	再升科技	80.8	11.19	0.50	0.56	0.70	22.5	20.0	16.0
002202.SZ	金风科技	493.9	11.69	0.70	0.88	1.00	16.7	13.3	11.7
002531.SZ	天顺风能	146.7	8.14	0.58	0.73	0.85	14.0	11.2	9.6
002812.SZ	恩捷股份	2,065.9	231.70	1.25	2.28	3.25	185.2	101.5	71.4
300568.SZ	星源材质	288.9	40.23	0.17	0.39	0.58	238.4	103.3	69.9
平均值							75.2	39.4	28.7
中位数							24.2	14.3	11.7
002080.SZ	中材科技	382.3	22.78	1.22	2.07	2.37	20.6	12.2	10.6

注：股价时间 2021/07/05；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)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,655.01	2,932.83	3,184.28	6,335.03	12,020.90	营业收入	13,590.47	18,710.87	20,315.06	23,073.45	26,697.88
应收票据及应收账款	3,431.40	3,431.45	4,019.79	6,769.70	3,919.98	营业成本	9,934.83	13,635.55	13,131.83	14,941.09	17,027.44
预付账款	183.69	163.59	553.67	96.92	604.80	营业税金及附加	146.66	169.23	183.74	208.69	241.47
存货	2,151.40	2,109.44	2,810.77	2,546.15	3,389.02	营业费用	527.77	305.88	332.11	377.20	436.45
其他	3,171.73	4,558.60	4,756.22	4,746.50	4,996.25	管理费用	734.11	834.98	906.56	1,029.66	1,191.40
流动资产合计	10,593.23	13,195.92	15,324.74	20,494.30	24,930.95	研发费用	514.76	957.63	999.10	1,134.76	1,313.01
长期股权投资	320.66	347.21	347.21	347.21	347.21	财务费用	361.46	432.99	406.89	390.74	373.87
固定资产	13,670.04	14,798.32	15,021.32	14,864.41	14,466.55	资产减值损失	(108.18)	(315.98)	203.15	230.73	266.98
在建工程	2,133.98	2,325.53	1,431.32	906.79	574.07	公允价值变动收益	1.01	8.78	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,558.67	1,343.15	1,242.00	1,140.84	1,039.68	投资净收益	(7.05)	9.25	9.25	9.25	9.25
其他	978.18	1,685.37	1,053.37	1,163.31	1,201.90	其他	(73.09)	350.56	(18.49)	(18.49)	(18.49)
非流动资产合计	18,661.53	20,499.58	19,095.21	18,422.55	17,629.41	营业利润	1,558.18	2,322.01	4,160.93	4,769.83	5,856.50
资产总计	29,285.11	33,695.50	34,440.16	38,933.71	42,572.73	营业外收入	120.05	52.06	52.06	52.06	52.06
短期借款	3,528.88	2,311.92	2,733.16	2,311.92	2,311.92	营业外支出	12.68	24.79	24.79	24.79	24.79
应付票据及应付账款	5,208.16	6,033.24	6,117.35	7,364.55	7,687.90	利润总额	1,665.55	2,349.27	4,188.19	4,797.09	5,883.77
其他	2,914.52	4,055.83	3,453.27	3,679.61	3,666.80	所得税	237.08	380.67	678.64	777.30	953.38
流动负债合计	11,651.56	12,400.99	12,303.78	13,356.08	13,666.62	净利润	1,428.48	1,968.61	3,509.55	4,019.79	4,930.39
长期借款	3,357.58	5,498.79	4,500.00	5,200.00	5,200.00	少数股东损益	48.51	(83.34)	35.10	40.20	49.30
应付债券	707.67	0.00	468.88	392.18	287.02	归属于母公司净利润	1,379.97	2,051.94	3,474.46	3,979.59	4,881.08
其他	786.90	1,742.42	1,842.42	1,942.42	2,042.42	每股收益(元)	0.82	1.22	2.07	2.37	2.91
非流动负债合计	4,852.14	7,241.20	6,811.30	7,534.60	7,529.44						
负债合计	16,503.70	19,642.20	19,115.08	20,890.69	21,196.06						
少数股东权益	1,060.98	919.81	954.91	995.10	1,044.41	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	1,678.12	1,678.12	1,678.12	1,678.12	1,678.12	成长能力					
资本公积	4,907.96	4,779.32	4,779.32	4,779.32	4,779.32	营业收入	18.73%	37.68%	8.57%	13.58%	15.71%
留存收益	8,938.47	10,354.18	12,692.04	15,369.80	18,654.14	营业利润	20.76%	49.02%	79.20%	14.63%	22.78%
其他	(3,804.13)	(3,678.14)	(4,779.32)	(4,779.32)	(4,779.32)	归属于母公司净利润	47.73%	48.70%	69.33%	14.54%	22.65%
股东权益合计	12,781.41	14,053.30	15,325.07	18,043.03	21,376.67	获利能力					
负债和股东权益总计	29,285.11	33,695.50	34,440.16	38,933.71	42,572.73	毛利率	26.90%	27.12%	35.36%	35.25%	36.22%
						净利率	10.15%	10.97%	17.10%	17.25%	18.28%
						ROE	11.77%	15.62%	24.18%	23.34%	24.01%
						ROIC	10.07%	12.49%	19.92%	21.74%	26.47%
						偿债能力					
						资产负债率	56.36%	58.29%	55.50%	53.66%	49.79%
						净负债率	52.24%	48.37%	36.51%	15.60%	-13.14%
						流动比率	0.91	1.06	1.25	1.54	1.83
						速动比率	0.73	0.89	1.02	1.35	1.58
						营运能力					
						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	8.26	8.61	9.00
						总资产周转率	0.51	0.59	0.60	0.63	0.66
						每股指标(元)					
						每股收益	0.82	1.22	2.07	2.37	2.91
						每股经营现金流	1.77	1.97	2.34	2.71	4.55
						每股净资产	6.98	7.83	8.56	10.16	12.12
						估值比率					
						市盈率	30.62	20.59	12.16	10.62	8.66
						市净率	3.61	3.22	2.94	2.48	2.08
						EV/EBITDA	8.13	9.01	8.85	7.46	5.53
						EV/EBIT	11.74	11.38	10.46	8.71	6.31

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,428.48	1,968.61	3,474.46	3,979.59	4,881.08
折旧摊销	1,110.79	1,120.52	832.37	862.60	881.73
财务费用	367.97	391.39	406.89	390.74	373.87
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)	(820.70)	(723.16)	1,452.09
其它	1,714.27	1,634.12	35.10	40.20	49.30
经营活动现金流	2,969.56	3,300.97	3,918.87	4,540.71	7,628.83
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
投资活动现金流	(3,281.52)	(1,992.16)	(70.97)	(67.40)	(36.25)
债权融资	8,331.72	9,730.68	8,778.90	9,148.91	9,212.82
股权融资	(283.04)	(557.44)	(1,501.23)	(383.89)	(367.03)
其他	(7,329.36)	(9,079.18)	(10,874.13)	(10,087.59)	(10,752.50)
筹资活动现金流	719.32	94.06	(3,596.45)	(1,322.57)	(1,906.71)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	407.36	1,402.87	251.45	3,150.75	5,685.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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