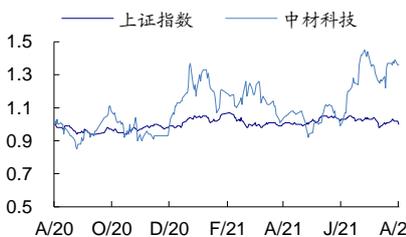


**证券研究报告—动态报告**
**建材**
**其他建材 II**
**中材科技(002080)**
**买入**
**2021 年中报点评**

(维持评级)

2021 年 08 月 24 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	1,678/1,678
总市值/流通(百万元)	46,501/46,501
上证综指/深圳成指	3,447/14,351
12 个月最高/最低(元)	30.88/17.65

**相关研究报告:**

《中材科技-002080-2020 年年报点评: 三大业务齐头并进, 业绩增长符合预期》——2021-03-18

《中材科技-002080-2020 年中报点评: 主业多点开花, 业绩逆势大涨》——2020-08-20

《中材科技-002080-2019 年年报点评: 主业多元并进, 业绩增长符合预期》——2020-03-20

《中材科技-002080-2019 年中报点评: 风电景气提升, 优质主业驱动中长期发展》——2019-08-23

《中材科技-002080-2018 年年报点评: 业绩增长超预期, 有望重回高增长通道》——2019-03-20

**证券分析师: 黄道立**

电话: 0755-82130685

E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

**证券分析师: 陈颖**

电话:

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

**证券分析师: 冯梦琪**

电话:

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521040002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**业绩表现靓丽, 持续成长可期**
**● 高增长超预期, 出售铂铑合金盘活资产增厚利润**

2021H1 公司实现营收 93.6 亿元, 因并购中材金晶影响, 追溯调整后同比+22.76%, 归母净利润 18.5 亿元, 调整后同比+103.19%, 符合业绩预告(同比+100%-120%), 扣非归母净利润 15.8 亿元, 调整后同比+96.83%, EPS 为 1.1 元/股, 其中非经常性损益主因公司积极盘活存量资产, 出售 79kg 铂铑合金, 贡献净利润 1.97 亿元, 并拟择机出售不超过 280kg (含已售 79kg), 未来有望进一步增厚利润。

**● 风电叶片略有承压, 盈利能力相对平稳**

受风电招标价格持续下行及原材料价格大幅上涨影响, 传统叶片产品价格及成本压力大增; 2021H1 销售风电叶片 4554MW, 同比-0.7%, 实现销售收入 30.8 亿元, 同比-5.8%, 贡献净利润 3.3 亿元, 同比-15.4%, 毛利率 21.8%, 同比-1.2pct, 盈利能力保持相对平稳。随着“碳中和、碳达峰”持续推进, 打开风电长期市场空间, 公司作为国内风电叶片领军企业, 在“两海”战略指引下, 看好市占率持续提升。

**● 玻纤量价齐升, 看好高景气持续性**

受益于玻纤高景气, 产品量价齐升, 叠加产品结构优化、产能升级, 综合成本不断下降, 生产效率及盈利能力大幅提升; 2021H1 销售玻纤纤维及制品 53 万吨, 同比+16.2%, 实现收入 42.4 亿元, 同比+43.2%, 净利润 14.2 亿元, 同比+195.8%, 毛利率 43.8%, 同比+10.6pct。考虑到需求有支撑, 叠加供给新增有限, 预计下半年仍将维持紧平衡, 价格有望保持高位, 公司作为玻纤纱龙头企业之一, 有望继续受益。

**● 锂膜快速放量, 加速整合提升盈利水平**

公司加速产业整合和管理整合聚力, 完成中材锂膜与湖南中锂的资产整合, 主要产品良率和生产效率提升带动盈利同比大幅增长; 2021H1 销售隔膜 3.5 亿平, 实现收入 4.8 亿元, 同比+102.5%。随着湖南生产基地 21-24#线建成投产陆续释放、滕州二期预计 Q4 完成安装及拟布局南京基地新建 10 亿平产能, 新增产能陆续投放有望持续释放业绩弹性。

**● 投资建议: 三大业务齐头并进, 未来成长持续可期, 维持“买入”**

风电需求中长期向好, 看好市占率持续提升, 同时看好玻纤高景气持续带来业绩进一步释放以及锂膜产能扩张及良品率提升带来业绩弹性。预计 21-23 年 EPS 分别为 2.15/2.40/2.65 元/股, 对应 PE 为 13.6/12.2/11.0x, 维持“买入”评级。

**● 风险提示: 玻纤供给超预期; 风电不及预期; 锂膜放量不及预期**
**盈利预测和财务指标**

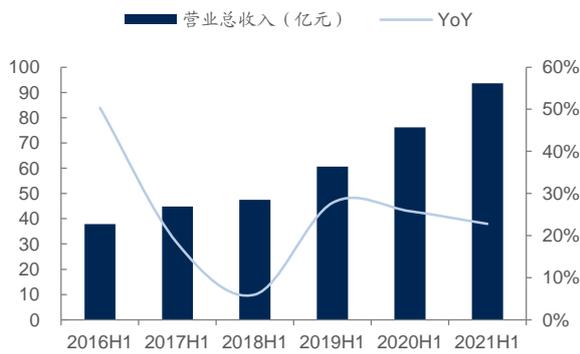
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,590	18,711	20,619	22,372	24,050
(+/-%)	18.7%	37.7%	10.2%	8.5%	7.5%
净利润(百万元)	1380	2052	3610	4026	4452
(+/-%)	47.7%	48.7%	75.9%	11.5%	10.6%
摊薄每股收益(元)	0.82	1.22	2.15	2.40	2.65
EBIT Margin	16.5%	20.1%	26.2%	26.7%	27.3%
净资产收益率(ROE)	11.8%	15.6%	23.6%	22.7%	21.8%
市盈率(PE)	35.5	23.9	13.6	12.2	11.0
EV/EBITDA	19.9	14.2	9.8	9.0	8.4
市净率(PB)	4.18	3.73	3.20	2.77	2.40

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

高增长超预期，出售铂铑合金盘活资产增厚利润。2021H1 公司实现营收 93.6 亿元，因并购中材金晶影响，追溯调整后同比+22.76%，归母净利润 18.5 亿元，调整后同比+103.19%，符合业绩预告（同比+100%-120%），扣非归母净利润 15.8 亿元，调整后同比+96.83%，EPS 为 1.1 元/股，其中非经常性损益主要为固定资产处置收益 2.32 亿元，主因公司积极盘活存量资产，累计出售 79kg 铂铑合金，贡献净利润 1.97 亿元，并拟择机出售不超过 280kg(含已出售 79kg)，未来有望进一步增厚利润。分产品来看，三大主导产业的风电叶片、玻璃纤维、锂电隔膜分别实现收入 30.4/39.9/4.7 亿元，同比-6.8%/+37.8%/+106.2%，占比 31.2%/41.1%/4.8%。

图 1：公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

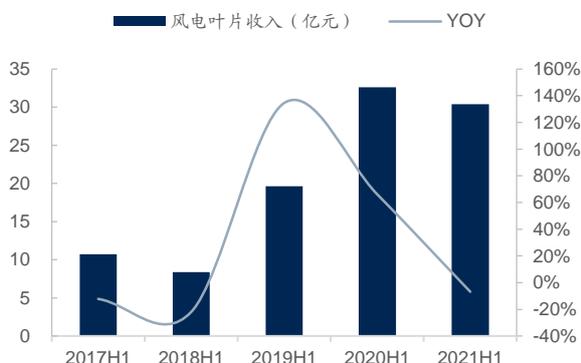
表 1：中材科技分产品营业收入构成

	2021H1		2020H1 (调整后)		同比增减
	金额 (亿元)	占收入比重	金额 (亿元)	占收入比重	
风电叶片	30.37	31.23%	32.58	40.72%	-6.79%
玻璃纤维及制品	39.94	41.07%	28.98	36.22%	37.83%
先进复合材料	4.50	4.63%	3.21	4.02%	40.10%
高压气瓶	2.63	2.71%	2.20	2.75%	19.97%
高温过滤材料	2.09	2.15%	2.19	2.74%	-4.87%
玻璃微纤维纸	1.55	1.60%	1.26	1.57%	23.49%
技术与装备	4.14	4.26%	3.11	3.88%	33.43%
锂电池隔膜	4.69	4.82%	2.27	2.84%	106.18%
其他	7.32	7.53%	4.21	5.26%	74.05%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

风电叶片略有承压，盈利能力相对平稳。受抢装后风电招标价格持续下行及原材料价格大幅上涨影响，传统叶片产品价格及成本压力大增；2021H1 合计销售风电叶片 4554MW，同比-0.7%，实现销售收入 30.8 亿元，同比-5.8%，贡献净利润 3.3 亿元，同比-15.4%，毛利率 21.8%，同比-1.2pct，盈利能力保持相对平稳主要受益“大功率、大叶型”新产品投产及海上叶片放量。2021 年陆上风电正式进入平价时代，随着“碳中和、碳达峰”持续推进，将倒逼供应链加快技术进步和加速降本，打开风电长期市场空间，公司作为国内风电叶片领军企业，在“两海”战略指引下，看好市占率持续提升。

图 3: 公司风电叶片销售收入及同比增速



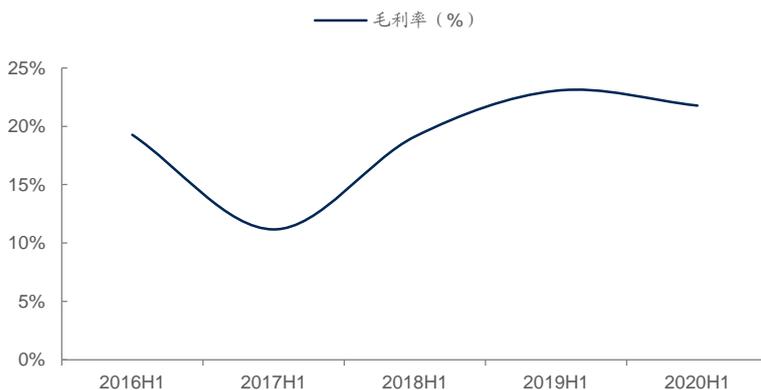
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司风电叶片销量及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司风电叶片产品毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

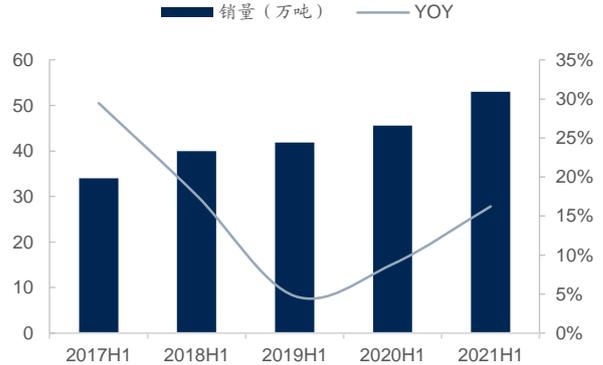
**玻纤量价齐升，看好高景气持续性。** 受益于玻纤高景气，公司主要产品量价齐升，叠加产品结构优化、产能升级，综合成本不断下降，生产效率及盈利能力大幅提升；2021H1 合计销售玻璃纤维及其制品 53 万吨，同比+16.2%，实现销售收入 42.4 亿元，同比+43.2%，净利润 14.2 亿元，同比+195.8%，毛利率 43.8%，同比+10.6pct。考虑到需求有支撑，叠加供给新增有限，预计下半年供需仍将维持紧平衡，玻纤价格有望保持高位，同时公司作为玻纤纱龙头企业之一，随着满庄新区 F09 线 9 万吨高强高模玻纤和邹城 F06 线 6 万吨细纱预计 Q4 点火，产品结构持续优化，公司有望继续受益。

图 6: 公司玻璃纤维及制品销售收入及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司玻璃纤维及制品销量及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司玻璃纤维及制品毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**锂膜快速放量，加速整合提升盈利水平。**公司加速产业整合和管理整合聚力，完成中材锂膜与湖南中锂的资产整合，主产品良率和生产效率提升带动盈利同比大幅增长；2021H1合计销售隔膜产品3.5亿平米，实现销售收入4.8亿元，同比+102.5%，其中国际客户销量占比提升超过10%。公司目前已具备年产10亿平米基膜的生产能力，随着湖南生产基地21-24#线建成投产陆续释放、滕州二期预计Q4完成安装以及拟布局南京基地新建10亿平米产能扩大规模，新增产能陆续投放有望持续释放业绩弹性。

**投资建议：三大业务齐头并进，未来成长持续可期，维持“买入”评级。**风电需求中长期向好，看好市占率持续提升，同时看好玻纤高景气持续带来业绩进一步释放以及锂膜产能扩张及良品率提升带来业绩弹性。预计 21-23 年 EPS 分别为 2.15/2.40/2.65 元/股，对应 PE 为 13.6/12.2/11.0x，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2933	4448	6704	9302	营业收入	18711	20619	22372	24050
应收款项	3525	4079	4647	5245	营业成本	13636	13918	14989	16113
存货净额	2109	2069	2240	2427	营业税金及附加	169	186	201	192
其他流动资产	4628	5035	5498	5891	销售费用	306	268	291	337
<b>流动资产合计</b>	<b>13196</b>	<b>15631</b>	<b>19089</b>	<b>22866</b>	管理费用	835	853	922	843
固定资产	17124	17289	17576	18026	财务费用	433	471	471	479
无形资产及其他	1229	1280	1346	1429	投资收益	9	20	20	20
投资性房地产	1799	1799	1799	1799	资产减值及公允价值变动	325	50	50	50
长期股权投资	347	436	493	566	其他收入	(1344)	(900)	(1000)	(1100)
<b>资产总计</b>	<b>33695</b>	<b>36434</b>	<b>40303</b>	<b>44687</b>	营业利润	2322	4093	4568	5056
短期借款及交易性金融负债	4232	4000	4200	4410	营业外净收支	27	30	30	30
应付款项	6033	5976	6535	7149	<b>利润总额</b>	<b>2349</b>	<b>4123</b>	<b>4598</b>	<b>5086</b>
其他流动负债	2136	2473	2446	2714	所得税费用	381	660	736	814
<b>流动负债合计</b>	<b>12401</b>	<b>12449</b>	<b>13180</b>	<b>14273</b>	少数股东损益	(83)	(146)	(163)	(180)
长期借款及应付债券	5499	5499	5499	5499	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2052</b>	<b>3610</b>	<b>4026</b>	<b>4452</b>
其他长期负债	1742	2295	3048	3701					
<b>长期负债合计</b>	<b>7241</b>	<b>7793</b>	<b>8547</b>	<b>9200</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>19642</b>	<b>20243</b>	<b>21727</b>	<b>23474</b>	净利润	2052	3610	4026	4452
少数股东权益	920	892	861	827	资产减值准备	252	49	7	9
股东权益	13133	15299	17715	20386	折旧摊销	1076	1686	1875	2020
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>33695</b>	<b>36434</b>	<b>40303</b>	<b>44687</b>	公允价值变动损失	(325)	(50)	(50)	(50)
					财务费用	433	471	471	479
					营运资本变动	40	(39)	89	367
					其它	(296)	(76)	(38)	(43)
关键财务与估值指标					<b>经营活动现金流</b>	<b>2799</b>	<b>5179</b>	<b>5909</b>	<b>6755</b>
每股收益	1.22	2.15	2.40	2.65	资本开支	(2863)	(1900)	(2185)	(2513)
每股红利	0.57	0.86	0.96	1.06	其它投资现金流	30	0	0	0
每股净资产	7.83	9.12	10.56	12.15	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2860)</b>	<b>(1988)</b>	<b>(2243)</b>	<b>(2586)</b>
ROIC	15%	20%	22%	24%	权益性融资	24	0	0	0
ROE	16%	24%	23%	22%	负债净变化	2141	0	0	0
毛利率	27%	33%	33%	33%	支付股利、利息	(951)	(1444)	(1610)	(1781)
EBIT Margin	20%	26%	27%	27%	其它融资现金流	(1067)	(232)	200	210
EBITDA Margin	26%	34%	35%	36%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1338</b>	<b>(1676)</b>	<b>(1410)</b>	<b>(1571)</b>
收入增长	38%	10%	9%	8%	<b>现金净变动</b>	<b>1278</b>	<b>1515</b>	<b>2256</b>	<b>2598</b>
净利润增长率	49%	76%	12%	11%	货币资金的期初余额	1655	2933	4448	6704
资产负债率	61%	58%	56%	54%	货币资金的期末余额	2933	4448	6704	9302
息率	1.9%	2.9%	3.3%	3.6%	企业自由现金流	1408	4279	4793	5389
P/E	23.9	13.6	12.2	11.0	权益自由现金流	2483	3651	4597	5196
P/B	3.7	3.2	2.8	2.4					
EV/EBITDA	14.2	9.8	9.0	8.4					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032