

玻纤成本环比提升, 叶片筑底, 锂电趋势不改

投资要点

- **业绩总结:** 公司2021年前三季度收入146.4亿元, 增速12.8%, 归母净利26.5亿元, 增速73.3%。
- **Q3业绩受玻纤成本上升和叶片持续筑底影响, 环比承压。** 公司Q1、Q2、Q3营收分别为39.4、54.2和52.8亿元, 增速分别为36.4%、14.4%和-1.5%, 归母净利分别为5.8、12.7和8亿元, 增速分别为140%、89.8%和29.4%。Q3环比Q2销售收入增速-2.6%, 归母净利润环比增速-37%。收入环比下滑主要系风电叶片销量和价格下滑所致, 利润环比下滑主要是三方面原因, 1) 玻纤Q2存在烧粉销售利润约2亿元, Q3无此项收益, Q3非经0.6亿元, Q2非经2.4亿元; 2) 限电和天然气涨价等因素导致玻纤等业务成本环比上升1.9亿元; 3) 叶片量价下降后利润率影响较大。
- **玻纤: Q3短期受成本提升影响, 持续涨价下Q4有望覆盖成本上升。** Q3玻纤销量约28万吨, 环比Q2基本持平, 净利润预计约7亿元, 环比Q2减少约1亿元, 主要系天然气涨价、限电等影响下成本提升超出预期。未来预期方面, Q4 F09线预计投产, 年产能10万吨, 玻纤价格在9月底至今已经陆续提价约400元/吨, 预计Q4玻纤价格仍有小幅上涨空间, 能够覆盖成本提升, 玻纤仍处在景气高位, 随着后续风电装机提升, 看好2022年玻纤需求。
- **风电叶片: 持续筑底, 2022年有望迎来拐点。** 抢装过后, 单Q3风电叶片销量约2.2GW, 同比和环比分别下滑1.4GW和0.7GW, 同时受风电平价上网降本需求影响, 2021年Q1以来风电叶片销售均价处在下滑通道, 我们测算Q2、Q3风电叶片利润分别约2亿元和1亿元, 预计Q4仍将持续筑底。但碳中和碳达峰需求下, 风电走出政策补贴周期后, 2022年开始有望迎来长期成长。
- **隔膜: 出货量持续提升, 静待利润释放。** 预计单Q3隔膜出货量超2亿平, 环比和同比均提升明显, 主要系滕州工厂产能陆续投放, 全年出货预期在8-10亿平。目前原材料成本的提升和国内客户占比短期提升导致隔膜利润尚未释放, 后续随着客户结构的变化和隔膜涨价, 单位净利存在较大提升空间。此外, 目前南京工厂10.8亿平出货产能建设持续推进, 预计2022年Q4投放, 考虑公司自产设备的研发推进以及与海外客户的加深合作, 看好隔膜长期发展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2021-2023年归母净利润分别为34.5、35.3和42.9亿元, 对应PE分别为16.6、16.2和13.4倍, 看好公司穿越周期能力, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 玻纤、风电叶片需求不及预期风险, 锂电池隔膜业务拓展不及预期风险。

| 指标/年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 18710.87 | 19741.13 | 21716.95 | 25638.33 |
| 增长率 | 37.68% | 5.51% | 10.01% | 18.06% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 2051.94 | 3449.13 | 3533.80 | 4290.95 |
| 增长率 | 48.70% | 68.09% | 2.45% | 21.43% |
| 每股收益EPS(元) | 1.22 | 2.06 | 2.11 | 2.56 |
| 净资产收益率ROE | 14.01% | 21.83% | 8.94% | 19.28% |
| PE | 28 | 16.6 | 16.2 | 13.4 |
| PB | 4.37 | 3.81 | 3.20 | 2.67 |

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
联系人: 陈冠宇
电话: 021-58351679
邮箱: chgyu@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) | 18.7-44.75 |
| 总市值(亿元) | 573.58 |
| 总资产(亿元) | 375.46 |
| 每股净资产(元) | 8.11 |

相关研究

1. 中材科技(002080): 玻纤业绩靓丽, 叶片筑底, 隔膜趋势向好 (2021-08-18)
2. 中材科技(002080): 加码玻纤产能, 锂电业务轻装上阵加速增长 (2021-02-28)
3. 中材科技(002080): 业绩优良, 锂电盈利拐点出现 (2020-10-22)

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 18710.87 | 19741.13 | 21716.95 | 25638.33 | 净利润 | 1968.61 | 3501.65 | 3587.62 | 4356.30 |
| 营业成本 | 13635.55 | 13380.05 | 14846.26 | 17355.83 | 折旧与摊销 | 1120.52 | 1038.26 | 1133.76 | 1226.50 |
| 营业税金及附加 | 169.23 | 217.41 | 223.31 | 259.29 | 财务费用 | 432.99 | 454.05 | 499.49 | 589.68 |
| 销售费用 | 305.88 | 315.86 | 347.47 | 410.21 | 资产减值损失 | -315.98 | 25.00 | 20.00 | 20.00 |
| 管理费用 | 834.98 | 1678.00 | 1824.22 | 2153.62 | 经营营运资本变动 | -678.63 | 2557.81 | 283.48 | 299.12 |
| 财务费用 | 432.99 | 454.05 | 499.49 | 589.68 | 其他 | 773.45 | -279.09 | -20.78 | -58.11 |
| 资产减值损失 | -315.98 | 25.00 | 20.00 | 20.00 | 经营活动现金流净额 | 3300.97 | 7297.68 | 5503.57 | 6433.49 |
| 投资收益 | 9.25 | 200.00 | 20.00 | 20.00 | 资本支出 | -1482.24 | -2000.00 | -2000.00 | -2000.00 |
| 公允价值变动损益 | 8.78 | 4.73 | 5.46 | 5.77 | 其他 | -509.92 | 204.73 | 25.46 | 25.77 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 180.00 | 180.00 | 180.00 | 投资活动现金流净额 | -1992.16 | -1795.27 | -1974.54 | -1974.23 |
| 营业利润 | 2322.01 | 4055.50 | 4161.65 | 5055.46 | 短期借款 | -1216.96 | 1372.69 | -1746.97 | -1937.64 |
| 其他非经营损益 | 27.26 | 40.00 | 10.00 | 10.00 | 长期借款 | 2141.21 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 2349.27 | 4095.50 | 4171.65 | 5065.46 | 股权融资 | -128.64 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 380.67 | 593.85 | 584.03 | 709.16 | 支付股利 | -436.31 | -410.39 | -689.83 | -706.76 |
| 净利润 | 1968.61 | 3501.65 | 3587.62 | 4356.30 | 其他 | -265.23 | -3475.21 | -499.49 | -589.68 |
| 少数股东损益 | -83.34 | 52.52 | 53.81 | 65.34 | 筹资活动现金流净额 | 94.06 | -2512.91 | -2936.29 | -3234.08 |
| 归属母公司股东净利润 | 2051.94 | 3449.13 | 3533.80 | 4290.95 | 现金流量净额 | 1372.77 | 2989.51 | 592.74 | 1225.18 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 财务分析指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 2932.83 | 5922.34 | 6515.09 | 7740.27 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 3688.87 | 4954.82 | 5188.73 | 5873.91 | 销售收入增长率 | 37.68% | 5.51% | 10.01% | 18.06% |
| 存货 | 2109.44 | 2115.28 | 2340.37 | 2780.22 | 营业利润增长率 | 49.02% | 74.65% | 2.62% | 21.48% |
| 其他流动资产 | 4464.77 | 362.17 | 398.42 | 470.36 | 净利润增长率 | 37.81% | 77.87% | 2.45% | 21.43% |
| 长期股权投资 | 347.21 | 347.21 | 347.21 | 347.21 | EBITDA 增长率 | 27.89% | 43.15% | 4.45% | 18.58% |
| 投资性房地产 | 138.88 | 138.88 | 138.88 | 138.88 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 17123.85 | 18157.63 | 19095.92 | 19941.47 | 毛利率 | 27.12% | 32.22% | 31.64% | 32.31% |
| 无形资产和开发支出 | 1391.42 | 1334.32 | 1277.22 | 1220.11 | 三费率 | 8.41% | 12.40% | 12.30% | 12.30% |
| 其他非流动资产 | 1498.23 | 1483.28 | 1468.33 | 1453.39 | 净利率 | 10.52% | 17.74% | 16.52% | 16.99% |
| 资产总计 | 33695.50 | 34815.92 | 36770.15 | 39965.81 | ROE | 14.01% | 21.83% | 18.94% | 19.28% |
| 短期借款 | 2311.92 | 3684.61 | 1937.64 | 0.00 | ROA | 5.84% | 10.06% | 9.76% | 10.90% |
| 应付和预收款项 | 6791.19 | 6836.90 | 7529.66 | 8824.01 | ROIC | 9.83% | 16.05% | 16.71% | 19.10% |
| 长期借款 | 5498.79 | 5498.79 | 5498.79 | 5498.79 | EBITDA/销售收入 | 20.71% | 28.10% | 26.68% | 26.80% |
| 其他负债 | 5040.30 | 2752.24 | 2862.90 | 3052.30 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 19642.20 | 18772.54 | 17828.98 | 17375.10 | 总资产周转率 | 0.59 | 0.58 | 0.61 | 0.67 |
| 股本 | 1678.12 | 1678.12 | 1678.12 | 1678.12 | 固定资产周转率 | 1.31 | 1.28 | 1.32 | 1.47 |
| 资本公积 | 4779.32 | 4779.32 | 4779.32 | 4779.32 | 应收账款周转率 | 5.65 | 5.08 | 4.73 | 5.13 |
| 留存收益 | 5574.86 | 8613.60 | 11457.58 | 15041.77 | 存货周转率 | 5.94 | 5.81 | 6.18 | 6.33 |
| 归属母公司股东权益 | 13133.49 | 15071.05 | 17915.02 | 21499.21 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 73.60% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 919.81 | 972.34 | 1026.15 | 1091.49 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 14053.30 | 16043.38 | 18941.17 | 22590.71 | 资产负债率 | 58.29% | 53.92% | 48.49% | 43.47% |
| 负债和股东权益合计 | 33695.50 | 34815.92 | 36770.15 | 39965.81 | 带息债务/总负债 | 39.76% | 48.92% | 41.71% | 31.65% |
| | | | | | 流动比率 | 1.06 | 1.16 | 1.36 | 1.66 |
| | | | | | 速动比率 | 0.89 | 0.97 | 1.14 | 1.39 |
| | | | | | 股利支付率 | 21.26% | 11.90% | 19.52% | 16.47% |
| 业绩和估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 3875.53 | 5547.81 | 5794.89 | 6871.65 | 每股收益 | 1.22 | 2.06 | 2.11 | 2.56 |
| PE | 27.95 | 16.63 | 16.23 | 13.37 | 每股净资产 | 7.83 | 8.98 | 10.68 | 12.81 |
| PB | 4.37 | 3.81 | 3.20 | 2.67 | 每股经营现金 | 1.97 | 4.35 | 3.28 | 3.83 |
| PS | 3.07 | 2.91 | 2.64 | 2.24 | 每股股利 | 0.26 | 0.24 | 0.41 | 0.42 |
| EV/EBITDA | 16.10 | 10.61 | 9.75 | 7.76 | | | | | |
| 股息率 | 0.76% | 0.72% | 1.20% | 1.23% | | | | | |

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 |
|----|-----|---------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 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 | zfy@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 |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 陈慧琳 | 销售经理 | 18523487775 | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| | 黄青 | 销售经理 | 17521028523 | 17521028523 | hq1@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 地区销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 地区销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 陈含月 | 销售经理 | 13021201616 | 13021201616 | chhy@swsc.com.cn |
| | 王兴 | 销售经理 | 13167383522 | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn |
| | 来趣儿 | 销售经理 | 15609289380 | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn |
| 广深 | 陈慧玲 | 高级销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 郑龔 | 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | xyy@swsc.com.cn |