

## 公司研究

## 玻纤景气仍将延续，隔膜业务弹性值得期待

## ——中材科技（002080.SZ）2021年三季度报点评

## 要点

**事件：**公司发布2021年第三季度季报，前三季度实现营业收入146.42亿元，同增12.76%；归母净利润26.47亿元，同增73.31%；扣非归母净利润23.23亿元，同增65.43%。单三季度，公司营收52.83亿元，同降1.45%；归母净利润8亿元，同增29.41%。

## 点评：

**玻纤市场高景气有望延续：**21年三季度，玻纤基本面持续偏紧，企业普遍库存较低，因此玻纤价格在经过一段时间休整后继续上攻，韧性超出市场预期。随着全球疫情的逐步好转、海外需求持续恢复，国内汽车、风电需求仍然旺盛，需求端具备较强支撑。能耗双控背景下，玻纤扩产难度加大，新增供给或不及预期，有望支撑价格继续高位运行。

**风电叶片业务暂时承压：**2020年风电抢装潮退去之后，2021年风电招标价格同比大幅下滑，带动风电叶片价格亦向下调整。此外叠加原材料成本上升，公司风电叶片业务盈利遭受挑战。然而，公司具备技术优势，快速推进“大功率、大叶型”新产品投产，提升海上叶片占比，盈利能力仍保持相对平稳。当前，“碳中和”逻辑下，风电装机政策利好不断，风光大基地建设加速，2022年风电装机规模有望回升。

**隔膜产能加速释放，板块弹性十足：**21年，中材锂膜与湖南中锂完成资产整合，公司隔膜产销量同比大幅增长。此外，海外客户认证推进顺利，国际客户销量占比已超过10%。公司当前正在全面推动锂膜产业新项目建设，产能加速扩张，预计2021年四季度锂膜产能将超过15亿平米。随着后期新能源汽车的推广和储能电池在“碳中和”背景下的应用和发展，预计隔膜需求高景气，22年或将出现供给缺口，推动价格上涨。

**盈利预测与估值评级：**我们预计玻纤供需偏紧态势延续，行业仍将保持高景气，公司盈利有望全年高增，维持公司21-23年盈利预测EPS为2.03、2.32、2.56元，维持“买入”评级。

**风险提示：**玻纤需求不及预期，风电叶片和玻纤价格下跌风险，锂电池隔膜产能推进不及预期，原材料价格上涨等风险，巨石和泰玻整合存在不确定性。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,590	18,711	21,167	21,576	22,375
营业收入增长率	18.73%	37.68%	13.13%	1.93%	3.71%
净利润（百万元）	1,380	2,052	3,413	3,895	4,291
净利润增长率	47.73%	48.70%	66.34%	14.12%	10.16%
EPS（元）	0.82	1.22	2.03	2.32	2.56
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.77%	15.62%	21.50%	20.88%	19.80%
P/E	46	31	19	16	15
P/B	5.4	4.8	4.0	3.4	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-11-01

## 买入（维持）

当前价：37.90元

## 作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebsecn.com

联系人：高鑫

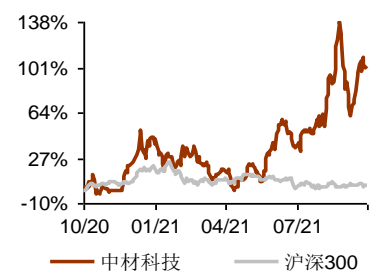
021-52523872

xingao@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	16.78
总市值(亿元)	636.01
一年最低/最高(元)	17.63/45.66
近3月换手率	162.10%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	14.03	45.14	87.05
绝对	13.24	44.27	94.34

资料来源：Wind

## 相关研报

玻纤业务推动，业绩大幅增长——中材科技（002080.SZ）2021年半年报点评（2021-08-19）

上半年业绩表现超预期，玻纤业务贡献为主——中材科技（002080.SZ）2021年中报业绩预告点评（2021-07-06）

玻纤高景气，隔膜放量在即——中材科技（002080.SZ）2020年年报点评（2021-03-18）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,590	18,711	21,167	21,576	22,375
营业成本	9,935	13,636	14,482	14,267	14,512
折旧和摊销	1,043	1,076	1,095	1,194	1,290
税金及附加	147	169	191	194	201
销售费用	528	306	339	345	358
管理费用	734	835	910	928	962
研发费用	515	958	800	800	800
财务费用	361	433	487	496	515
投资收益	-7	9	200	200	200
营业利润	1,558	2,322	4,129	4,715	5,197
利润总额	1,666	2,349	4,156	4,743	5,225
所得税	237	381	673	768	846
净利润	1,428	1,969	3,483	3,975	4,379
少数股东损益	49	-83	70	79	88
归属母公司净利润	1,380	2,052	3,413	3,895	4,291
EPS(元)	0.82	1.22	2.03	2.32	2.56

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,970	3,301	288	5,193	5,643
净利润	1,380	2,052	3,413	3,895	4,291
折旧摊销	1,043	1,076	1,095	1,194	1,290
净营运资金增加	-908	1,210	1,196	403	547
其他	1,455	-1,037	-5,416	-299	-484
投资活动产生现金流	-3,282	-1,992	2,074	-1,899	-1,889
净资本支出	-2,108	-1,709	-1,886	-2,000	-2,000
长期投资变化	321	347	0	0	0
其他资产变化	-1,495	-630	3,960	101	111
融资活动现金流	719	94	-2,120	-3,232	-2,494
股本变化	387	0	0	0	0
债务净变化	1,278	1,399	-1,023	-1,632	-727
无息负债变化	2,202	1,740	-136	-62	185
净现金流	406	1,373	242	61	1,260

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	26.9%	27.1%	31.6%	33.9%	35.1%
EBITDA 率	23.6%	23.7%	26.2%	28.9%	30.5%
EBIT 率	15.4%	17.8%	21.0%	23.4%	24.8%
税前净利润率	12.3%	12.6%	19.6%	22.0%	23.4%
归母净利润率	10.2%	11.0%	16.1%	18.1%	19.2%
ROA	4.9%	5.8%	9.9%	10.9%	11.2%
ROE (摊薄)	11.8%	15.6%	21.5%	20.9%	19.8%
经营性 ROIC	8.5%	12.0%	14.8%	16.1%	16.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	56%	58%	52%	46%	42%
流动比率	0.91	1.06	1.27	1.59	1.95
速动比率	0.73	0.89	1.07	1.35	1.68
归母权益/有息债务	1.41	1.35	1.82	2.64	3.41
有形资产/有息债务	3.28	3.28	3.91	4.99	5.97

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	29,285	33,695	35,348	36,514	39,079
货币资金	1,655	2,933	3,175	3,236	4,497
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	3,339	3,286	3,429	3,651	4,028
应收票据	92	146	169	173	179
其他应收款 (合计)	80	94	106	108	112
存货	2,151	2,109	2,249	2,212	2,254
其他流动资产	3,024	4,329	4,820	4,902	5,062
流动资产合计	10,624	13,196	14,182	14,513	16,365
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	321	347	347	347	347
固定资产	13,670	14,798	15,946	16,922	17,746
在建工程	2,134	2,326	2,044	1,833	1,675
无形资产	1,364	1,229	1,168	1,109	1,054
商誉	37	48	48	48	48
其他非流动资产	399	1,066	1,311	1,311	1,311
非流动资产合计	18,662	20,500	21,166	22,001	22,714
总负债	16,504	19,642	18,483	16,789	16,247
短期借款	3,529	2,312	2,809	877	0
应付账款	3,236	4,024	4,345	4,280	4,354
应付票据	1,973	2,010	2,172	2,140	2,177
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,061	548	548	548	548
流动负债合计	11,652	12,401	11,130	9,126	8,414
长期借款	3,358	5,499	5,799	6,099	6,249
应付债券	708	0	0	0	0
其他非流动负债	568	626	687	697	717
非流动负债合计	4,852	7,241	7,353	7,663	7,833
股东权益	12,781	14,053	16,865	19,725	22,832
股本	1,678	1,678	1,678	1,678	1,678
公积金	5,194	5,147	5,489	5,618	5,618
未分配利润	3,745	5,207	7,608	10,259	13,278
归属母公司权益	11,720	13,133	15,875	18,656	21,675
少数股东权益	1,061	920	989	1,069	1,157

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.88%	1.63%	1.60%	1.60%	1.60%
管理费用率	5.40%	4.46%	4.30%	4.30%	4.30%
财务费用率	2.66%	2.31%	2.30%	2.30%	2.30%
研发费用率	3.79%	5.12%	3.78%	3.71%	3.58%
所得税率	14%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.26	0.40	0.66	0.76	0.83
每股经营现金流	1.77	1.97	0.17	3.09	3.36
每股净资产	6.98	7.83	9.46	11.12	12.92
每股销售收入	8.10	11.15	12.61	12.86	13.33

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	46	31	19	16	15
PB	5.4	4.8	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA	23.6	17.0	13.3	11.6	10.3
股息率	0.7%	1.1%	1.8%	2.0%	2.2%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE