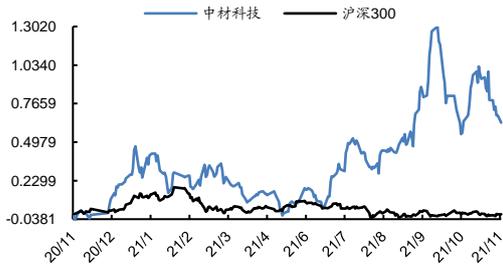


研究所  
证券分析师： 盛昌盛 S0350521080005  
shengcs@ghzq.com.cn  
联系人： 彭棋 S0350121080056  
pengq@ghzq.com.cn

## 玻纤稳健增长，隔膜、风电叶片底部向上

### ——中材科技（002080）公司深度研究

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中材科技	-1.1%	12.1%	69.2%
沪深300	-1.0%	-1.3%	0.5%

#### 市场数据

	2021/11/15
当前价格(元)	31.75
52周价格区间(元)	17.97-45.66
总市值(百万)	53,280.42
流通市值(百万)	53,280.42
总股本(万股)	167,812.36
流通股本(万股)	167,812.36
日均成交额(百万)	941.31
近一月换手(%)	2.83

#### 相关报告

#### 投资要点：

- **供需格局改善，玻纤行业持续高景气，公司稳步扩张产能有望受益。**汽车轻量化，风电平价与电子器件带来玻纤需求新增长，产能无序扩张得到缓解，行业供需进一步向好，量价齐升。十四五期间，公司布局细纱、电子布等中高端产品，合理扩张产能，提高运营水平，盈利能力有望进一步提升。
- **风电叶片龙头，“两海战略”迎接平价时代。**目前，公司拥有江苏阜宁、河北邯郸、江西萍乡、甘肃酒泉、吉林白城、内蒙古锡林及兴安盟七大生产基地，年产能达10GW以上，是国内最大的风电叶片供应商。2021年风电正式进入平价时代，大型化、大功率化成为行业趋势，进一步提高风电叶片行业竞争壁垒，公司积极推动“两海战略”，充分发挥规模及技术优势，巩固龙头地位，我们认为随着行业集中度提高，公司市占率有望进一步提升。
- **锂膜产能加速释放，收入增长弹性十足。**近年来，公司通过收购及产能建设，锂膜产能加速释放，截至今年底将超过15亿平米。在全球减碳的大背景下，新能源汽车及储能需求快速增长，而锂膜作为锂电池核心材料，中长期将保持高景气状态。我们认为公司锂膜业务收入将维持高速增长，且产能扩张后的规模效应将改善其盈利水平，有望带动公司业务高效发展。
- **盈利预测和投资评级。**我们预计公司2021年、2022年和2023年的归母净利润分别为38.75亿元、48.15和55.12亿元，对应EPS分别为2.31元、2.87和3.28元，我们选取中国巨石、长海股份等四家企业作为可比公司，可比公司2021年业绩对应平均PE为16.1X。考虑到公司拥有玻纤、风电叶片、锂膜三大主营业务，其中玻纤行业处于高景气周期，量价齐升，风电叶片与锂膜是新能源产业链中重要产品，为高景气赛道，对比同行业公司以玻纤为单一业务，经分业务拆分预测，我们认为公司业绩估值均存在较为可观的提升空间，给予公司2021年16X PE，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示。**玻纤需求不及预期；玻纤价格难以维持高位；锂膜业务拓展不及预期；风电政策落实不及预期；公司新建产能投产进度的不确定性；公司风电业务可能存在大客户集中风险；疫情反复影响经济。

预测指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18711	20467	23479	26587
增长率(%)	38	9	15	13
归母净利润(百万元)	2052	3875	4815	5512
增长率(%)	49	89	24	14
摊薄每股收益(元)	1.22	2.31	2.87	3.28
ROE(%)	16	23	22	20

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 内容目录

1、 玻纤风电叶片稳健增长，锂膜步入快车道 .....	5
2、 玻纤板块稳健发展，高景气度有望维持 .....	5
2.1、 新能源、电子行业需求增长迅速 .....	5
2.2、 供给趋稳抬高行业景气度 .....	7
2.3、 积极布局中高端市场，盈利能力或进一步提升 .....	9
3、 风电叶片龙头，“两海战略”迎接平价时代 .....	10
3.1、 国内最大的风电叶片供应商 .....	10
3.2、 平价时代推动风电大型化、大功率化 .....	11
3.3、 布局“两海战略”，巩固龙头地位 .....	13
4、 锂膜产能加速释放，收入增长弹性十足 .....	14
4.1、 龙头技术优势明显，行业集中度提升 .....	14
4.2、 动力电池+储能为锂膜提供广阔市场空间 .....	15
4.2.1、 新能源汽车带动锂膜景气度扩张 .....	15
4.2.2、 储能应用市场潜力大 .....	16
4.3、 产能快速扩张，锂膜业务收入大幅增长 .....	17
5、 盈利预测与评级 .....	18
6、 风险提示 .....	18

## 图表目录

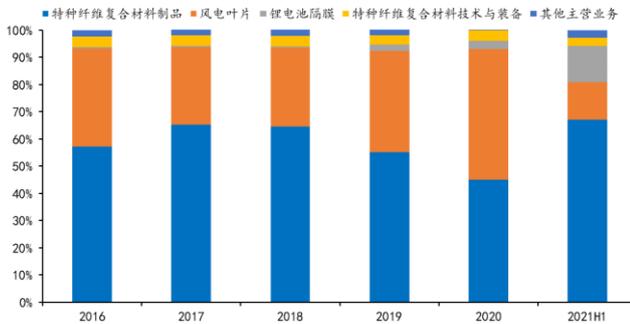
图 1: 2016-2021H1 公司各业务收入占总收入比重(%) .....	5
图 2: 2016-2021H1 公司三大主业收入情况 .....	5
图 3: 近十年全国玻纤产量及增速 .....	6
图 4: 2020 年玻纤主要需求领域占比情况 (%) .....	6
图 5: 2018-2021Q3 固投累积完成额及同比增速 .....	6
图 6: 2020 年至今新能源汽车销量及同比增速 .....	6
图 7: 此中国 PCB 市值及全球占比变化 .....	7
图 8: 全国风电装机容量及增速变化 .....	7
图 9: 无碱粗纱均价变化 (元/吨) .....	9
图 10: 公司玻纤业务营收及增速 .....	9
图 11: 公司玻纤业务毛利率变化 (%) .....	9
图 12: 2016-2021H1 公司风电叶片产能、产量、销量 .....	11
图 13: 2016-2021H1 公司风电叶片收入及同比 .....	11
图 14: 2016-2021H1 公司风电叶片毛利及毛利率 .....	11
图 15: 2016-2020 年我国风电新增装机量 (GW) .....	12
图 16: 2016-2020 年我国陆上风电、海上风电新增装机量占比 .....	12
图 17: 近年来公司前五大客户销售占比 (%) .....	14
图 18: 2016-2020 年中国锂电池产量 .....	15
图 19: 2016-2021 年 10 月中国新能源汽车销量 .....	16
图 20: 2017-2021H1 公司锂膜产能、产量、销量 .....	17
图 21: 2016-2021H1 公司锂膜业务收入情况 .....	17
表 1: 部分玻纤企业 2020-2021H1 产能变化情况 .....	8
表 2: 公司玻纤主要产品产销率及销售均价 .....	10
表 3: 公司风电叶片产能布局情况 .....	10
表 4: 风电相关政策梳理 .....	13
表 5: 公司风电叶片业务海内外业务收入占比 .....	14
表 6: 近期储能政策梳理 .....	16
表 7: 中材科技可比公司估值表 .....	18

## 1、玻纤风电叶片稳健增长，锂膜步入快车道

中材科技是经原国家经济贸易委员会批准，由原中国中材集团公司作为主发起人，于 2001 年 12 月 28 日在国家工商行政管理总局注册设立的股份制企业。2006 年 11 月 20 日，中材科技股份有限公司 A 股股票在深圳证券交易所上市。2016 年“两材重组”后，隶属于中国建材集团有限公司。

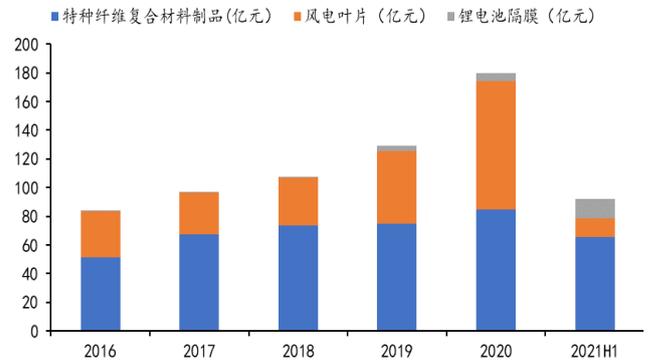
风电叶片、玻璃纤维及制品、锂电池隔膜是公司三大主导产业。近年来，三大主导产业收入占总收入比重均在 90%以上。2016-2020 年，公司三大业务收入稳健增长，其中风电叶片业务受抢装影响，2020 年收入增长迅猛，2021 年收入小幅下滑，长期来看，受益于双碳政策，2022 年公司风电叶片业务收入将有所回升；公司玻纤产能持续扩张，收入稳健增长；因收购湖南中锂及产能建设，公司锂膜业务收入自 2019 年起步入发展快车道。

图 1：2016-2021H1 公司各业务收入占总收入比重(%)



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

图 2：2016-2021H1 公司三大主业收入情况



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

## 2、玻纤板块稳健发展，高景气度有望维持

### 2.1、新能源、电子行业需求增长迅速

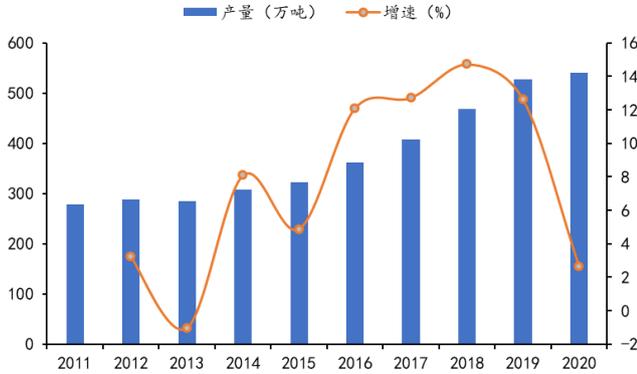
玻璃纤维拥有比强度高、重量轻、弹性模量高、伸长率低、绝缘性好、节能环保等特点，在工业和尖端科学诸领域应用广泛，近年来发展迅速，是目前现代工业中应用最为广泛的复合材料。我国为世界第一大玻纤生产国，2016-2019 年玻纤产量增速保持在 12%以上，2020 年受疫情影响，全球范围内玻纤需求受挫，我国玻纤产量小幅增长 2.66%，达 541 万吨。

全球范围内，玻纤用量最大的前三个行业是建筑材料、电子器件、交通运输，需求占比分别为 34%、21%、16%。玻璃纤维具有比强度高、防腐性能良好的性能，可用于制造风电叶片、制造石油化工和地下水管道与容器，风电等行业对玻纤的需求在持续增加。

在我国玻纤需求中，有超过 20%的需求来自海外。据统计，2020 年我国玻纤产

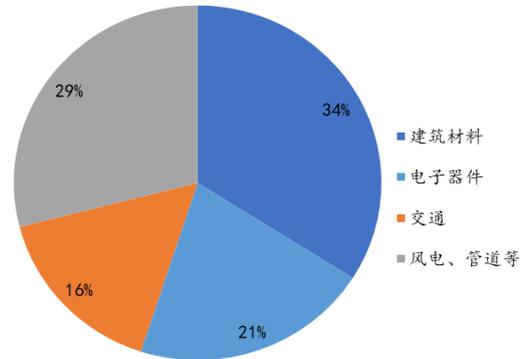
量 541 万吨，其中玻纤及制品出口约 133 万吨，占比为 24.58%，较过往几年有所降低，国内需求占比逐渐提高。疫情后，海外市场需求逐渐恢复，玻纤出口有所恢复。

图 3：近十年全国玻纤产量及增速



资料来源：Wind 资讯，中国玻纤工业协会，国海证券研究所

图 4：2020 年玻纤主要需求领域占比情况 (%)

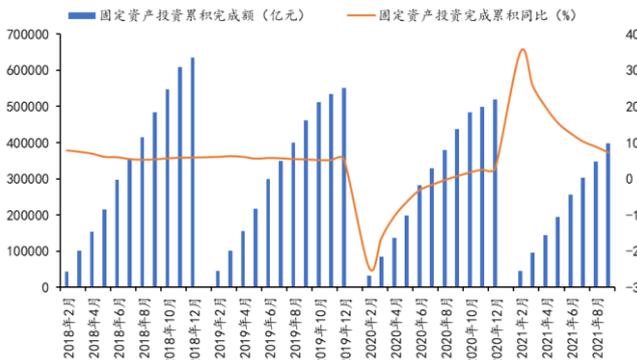


资料来源：Wind 资讯，中国玻纤工业协会，国海证券研究所

玻纤复合材料广泛用于各类轻质建材、节能房屋、景观建筑、卫浴等建筑场景中，是建材绿色化、轻型化趋势下的重要材质。2021 年以来，我国固定资产投资累计完成额同比保持增长，三季度增速仍保持在 10% 左右，建筑建材领域需求预计维持平稳。

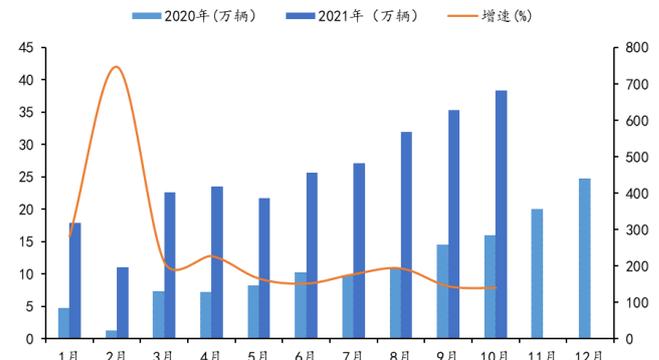
双碳背景下，新能源汽车轻量化可以降低能耗、增加续航里程，是新能源车领域降低电池成本、提高电动车渗透率的重要措施。玻纤等复合材料在汽车、轨道交通、飞机、船舶轻量化方面拥有独特优势，未来潜在需求较高。我国新能源车行业发展较快，2020 年全年新能源车销量 135 万辆左右，2021 年前十个月销量已达 255 万辆左右，前十个月月销量同比增速均高于 130%。2018 年以来，国家发改委、工信部等部门多次发文支持新能源车发展，预计随着新能源车渗透率快速提升，对玻纤产品需求也将上升。

图 5：2018-2021Q3 固投累积完成额及同比增速



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

图 6：2020 年至今新能源汽车销量及同比增速



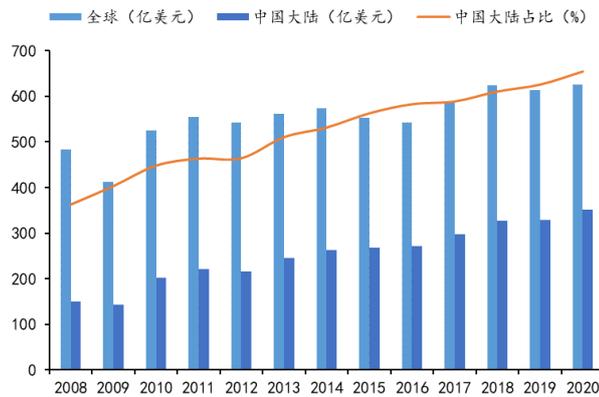
资料来源：中汽协，国海证券研究所

玻纤纱可制成玻纤布，用于印制电路板（PCB）的核心基材——覆铜板的生产。据估算，电子玻纤纱约占覆铜板成本的 25%-40%，是制备 PCB 的重要材料，需求量大。为推动经济高质量转型，我国推动实施“中国制造 2025”计划，5G、

物联网、大数据等技术将更广泛运用在各行业，PCB 市场规模大，对电子布需求或大幅增长。

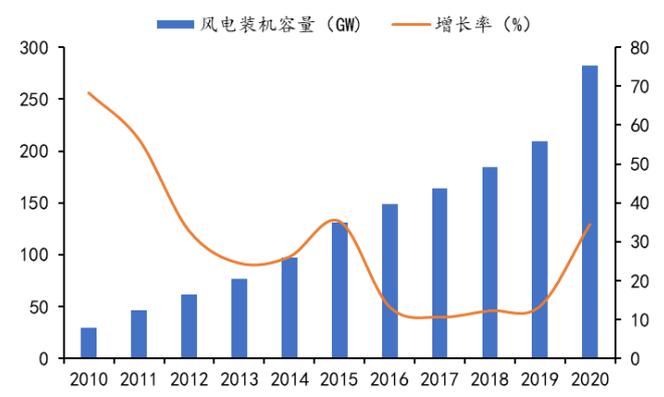
在风电行业，玻纤主要应用于制造风电叶片与机舱罩部分，其中叶片占风机成本 20%左右。2019 年 5 月，国家发改委下发《关于完善风电上网电价政策的通知》，明确陆上风电平价，在政策推动下，2020 年全国各地抢装风电机组，全年新增并网装机 72.47GW，风电总装机容量 281.99GW，增长率 34.58%。截至目前，我国已是全球最大风电市场，在 2020 年 10 月召开的北京风能大会上，400 余家风能企业一致通过《风能北京宣言》，提出在“十四五”期间实现每年新增风电装机 50GW。

图 7：此中国 PCB 市值及全球占比变化



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

图 8：全国风电装机容量及增速变化



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

## 2.2、供给趋稳抬高行业景气度

玻纤行业属于资本和技术双密集行业，国内和全球范围内，行业都长期处于寡头垄断阶段。在全球范围内，美国欧文斯·科宁公司（OC）、日本电气硝子公司（NEG）、中国巨石、重庆国际复材、泰山玻纤及佳斯迈威（JM）六大巨头的玻纤年产能合计占全球产能 75%以上，我国三大玻纤企业产能合计占全国玻纤产能 70%以上。

我国玻纤行业在 2018 年经历产能快速扩张，新增产能超过 90 万吨，新增产能的集中释放在 2019 年对行业供需产生较大冲击，供给严重过剩，叠加全球宏观经济下行带来的全球范围内需求端边际走弱，玻纤粗纱/细纱价格均降至历史新低。2020 年以后，行业产能扩张明显放缓，新增产能减少，供给有所改善。

表 1: 部分玻纤企业 2020-2021H1 产能变化情况

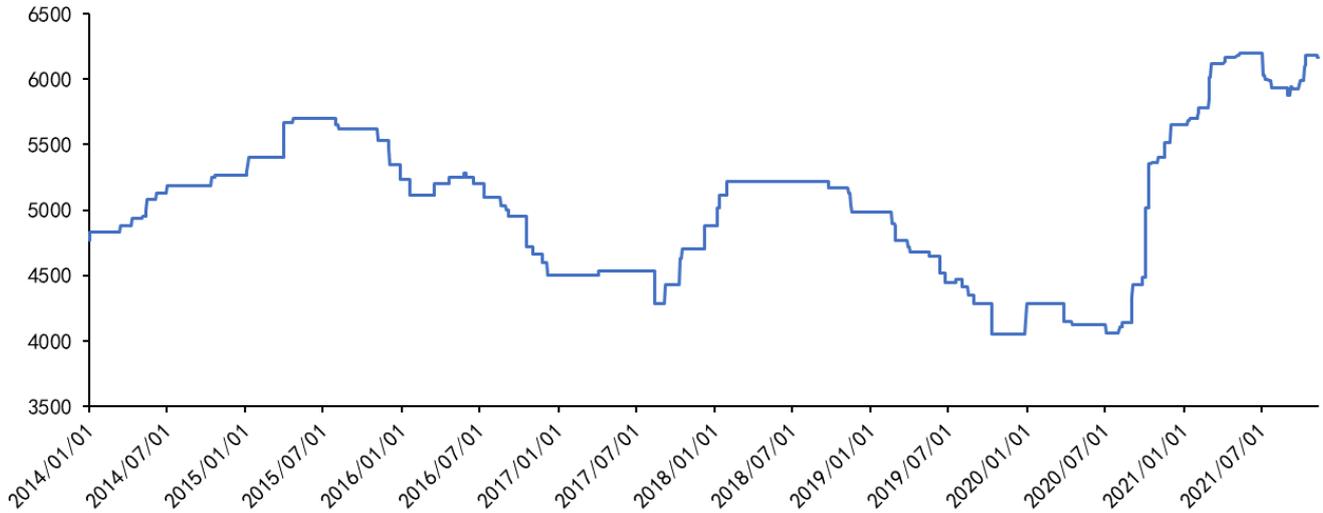
年份	公司	生产线	类型	产能变动 (万吨)
2020 年	中国巨石	桐乡总部粗纱二期 15 万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线	新建	15
		成都 13 万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线	新建	13
		成都 12 万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线	新建	12
		美国年 9.6 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线	新建	9.6
		成都 22 万吨产能搬迁	搬迁	-22
	泰山玻纤	9 万吨第二代风电纱生产线	新建	9
		4 万吨耐碱玻璃纤维生产线	新建	4
		年产 6 万吨无碱玻璃纤维细纱池窑拉丝生产线	冷修技改	-6
		年产 9 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线	冷修技改	-9
		本部 4 条生产线	关停	-13.5
	长海股份	完成 5 条规划薄毡生产线中 1 条的扩产	新建	—
	山东玻纤	8 万吨 C-CR 特种纤维产线	冷修技改	-8
年产 9 万吨 ECER 玻璃纤维生产线		冷修技改	-9	
2021 年 上半年	中国巨石	桐乡第三条年产 15 万吨粗纱生产线	新建	15
		6 万吨细纱暨 3 亿米电子布生产线	新建	6
		埃及年产 12 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线	冷修技改	-12
		10 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线	冷修技改	-10
	重庆国际	年产 5 万吨高性能玻璃纤维池窑拉丝生产线	冷修技改	-5
		年产 15 万吨高性能玻纤生产线冷修技改	冷修技改	-15

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

近年来, 随着我国环保督查趋严, 陶土坩埚、代铂坩埚等落后产能逐渐出清, 新增产能集中于少数几家龙头企业, 市场集中度不断提高。在 2018 年新增产能冲击逐渐缓解后, 玻纤行业主动控制新增产能, 国内三大巨头产量提升有限, 全行业库存明显下降, 同时受疫情影响, 全国玻纤产量 2020 年同比仅增长不到 3%。在全球经济逐渐复苏、下游主要领域需求回暖的背景下, 玻纤行业供需格局明显改善, 粗纱及电子纱价格进入快速上升通道, 无碱粗纱均价 2021 年 5 月突破 6200 元/吨, 为历史新高。

随着风电市场、汽车轻量化等下游需求快速增长, 以及基建、管道等领域需求逐步回暖, 玻纤纱市场供需格局较 2019 年已有明显好转, 玻纤价格目前仍维持 6000 元以上高位。预计短期内玻纤行业仍将维持景气, 国内三大巨头市场占有率高, 并合理规划中高端玻纤产能扩张, 有望长期受益于行业高景气度。

图 9：无碱粗纱均价变化（元/吨）

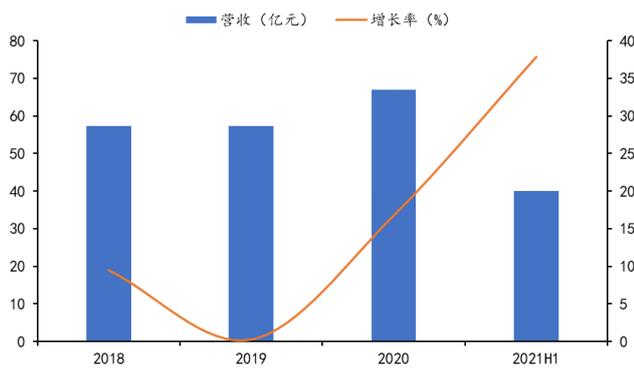


资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

### 2.3、积极布局中高端市场，盈利能力或进一步提升

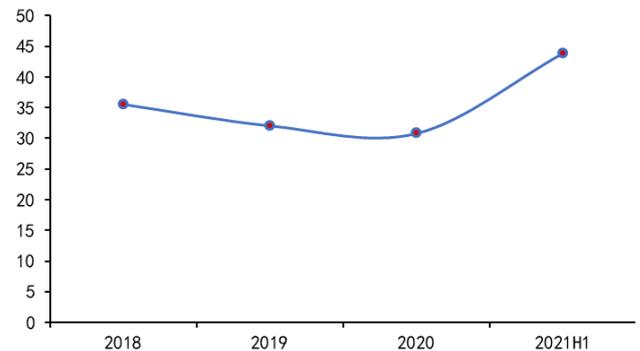
在行业高景气度下，公司玻纤及其制品板块业务实现量价齐升，2020 年营收 67.1 亿元，同比增长 16.77%，2021H1 营收 39.94 亿元，同比增长 37.83%。同时，玻纤业务盈利能力大幅提升，2021H1 毛利率 43.8%，较 2020 年底增长 13pct 左右。

图 10：公司玻纤业务营收及增速



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

图 11：公司玻纤业务毛利率变化（%）



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

截至 2021 年 6 月底，公司共拥有玻纤年产能近 110 万吨。根据公司公告，泰山玻纤满庄新区 F09 线年产 9 万吨高强高模玻纤项目和邹城 F06 线年产 6 万吨细纱项目于一季度开工建设，预计于四季度点火；邹城年产 6 万吨粗纱线预计 2022 年启动技改；年产 5000 吨超细电子纱玻纤生产线与年产 6700 万米电子布生产线已进入调试生产阶段。整体估算，“十四五”期间公司玻纤及其制品年产能将超 130 万吨。

公司玻纤板块业务主要由全资子公司泰山玻纤开展，2021H1 泰山玻纤合计销售玻璃纤维及其制品 53 万吨，实现营业收入 42.4 亿元，净利润 14.2 亿元，可以估算玻纤业务吨净利约为 2679 元。

根据公司公告，目前在建项目瞄准风电、新能源汽车、电子电器等高景气赛道领域，以细纱、电子布、高强高模玻纤等中高端产品为主，售价远高于主流粗纱产品。项目建成投产后，目前产线满产满销状况将得到缓解，有利于公司推进产品结构优化、质量提升、研发创新、以及管理提升等工作，综合成本有望不断下降，生产效率及盈利能力大幅提升。

表 2: 公司玻纤主要产品产销率及销售均价

项目		产销率 (%)		销售均价 (元/吨)	
		2020 年	2021 年 1-6 月	2020 年	2021 年 1-6 月
无碱玻纤纱	粗纱	118.35	95.46	4769.49	6098.35
	细纱	106.74	103.79	9111.23	10555.82
无碱玻纤制品		109.82	102.96	8811.67	7755.13

资料来源：公司公告，国海证券研究所

### 3、风电叶片龙头，“两海战略”迎接平价时代

#### 3.1、国内最大的风电叶片供应商

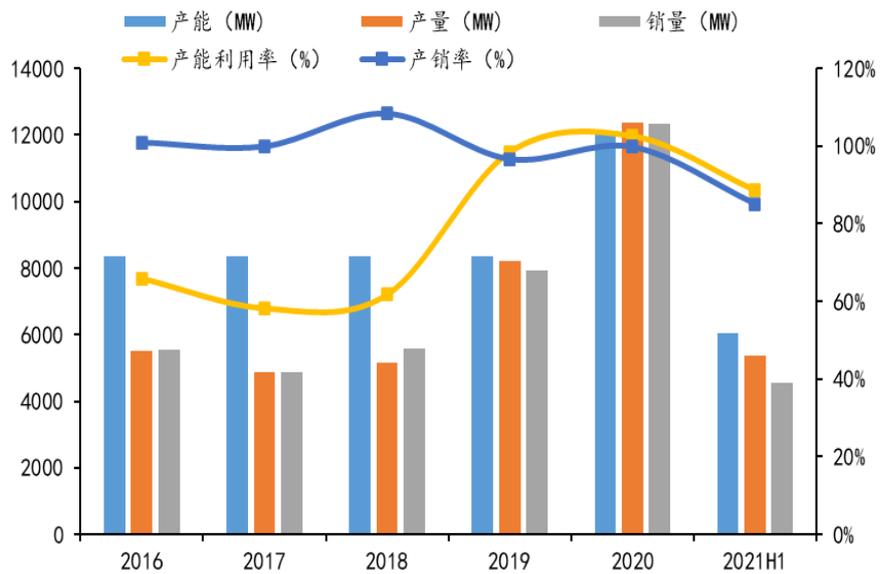
公司是国内最大的风电叶片供应商，产能布局逐步完善。公司以市场订单为导向，合理规划生产布局。目前，公司拥有江苏阜宁、河北邯郸、江西萍乡、甘肃酒泉、吉林白城、内蒙古锡林及兴安盟七大生产基地，年产能达 10GW 以上。2018 年以来，受下游风电整机行业景气度上升推动，公司风电叶片产品产能利用率逐步回升。受益于 2020 年风电整机制造商的“抢装大战”，公司风电叶片实现 12.34GW 销量，同比增长 55.43%。

表 3: 公司风电叶片产能布局情况

生产基地	产能 (套)
吉林白城线	80
内蒙古锡林郭勒线	600
甘肃酒泉线	800
北京延庆	-
江苏阜宁线	920
江西萍乡	700
河北邯郸	900
合计	4000

资料来源：公司募集说明书，国海证券研究所

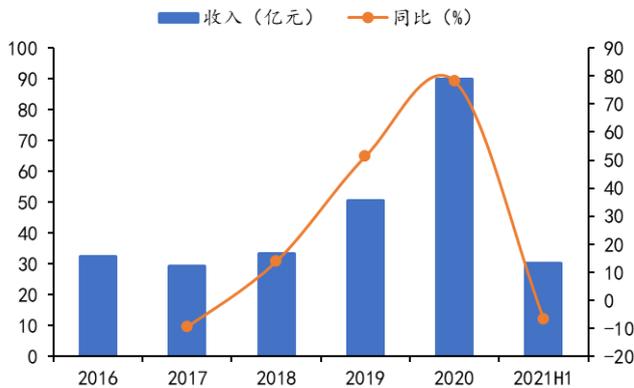
图 12: 2016-2021H1 公司风电叶片产能、产量、销量



资料来源: 公司募集说明书, 国海证券研究所

近年来, 公司风电叶片业务收入稳健增长。得益于风电抢装, 2020 年公司风电叶片实现营业收入 89.77 亿元, 同比增长 78.15%。公司风电叶片业务毛利率水平整体稳定, 近年来基本保持在 18% 以上, 仅 2018 年小幅下滑。

图 13: 2016-2021H1 公司风电叶片收入及同比



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 14: 2016-2021H1 公司风电叶片毛利及毛利率

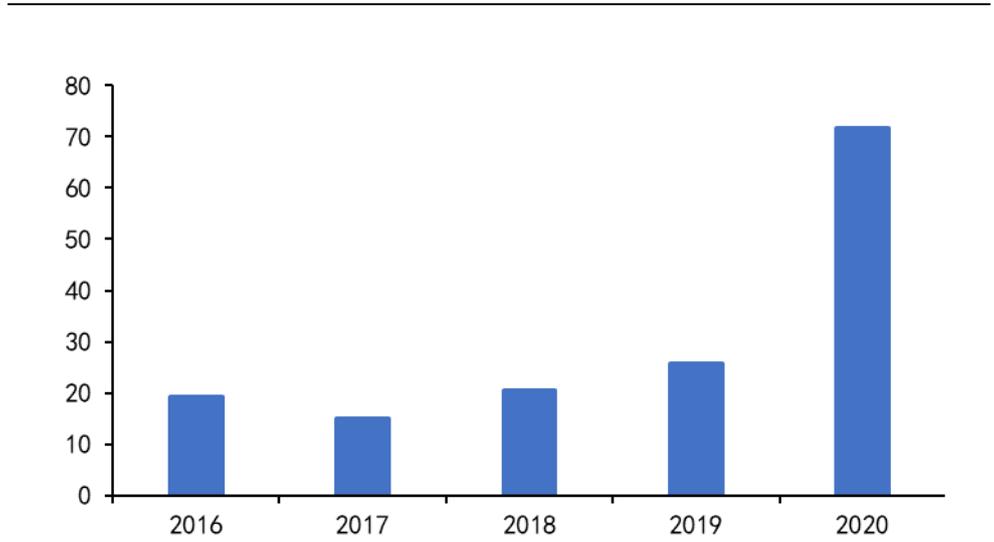


资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

### 3.2、平价时代推动风电大型化、大功率化

近年来, 我国风电新增装机量持续增长, 中国目前已经成为世界规模最大的风电市场。2020 年, 受政策影响风电行业迎来抢装, 产业链上下游景气度高涨, 全国风电新增并网装机 71.67GW, 其中陆上风电新增装机 68.61GW、海上风电新增装机 3.06GW。

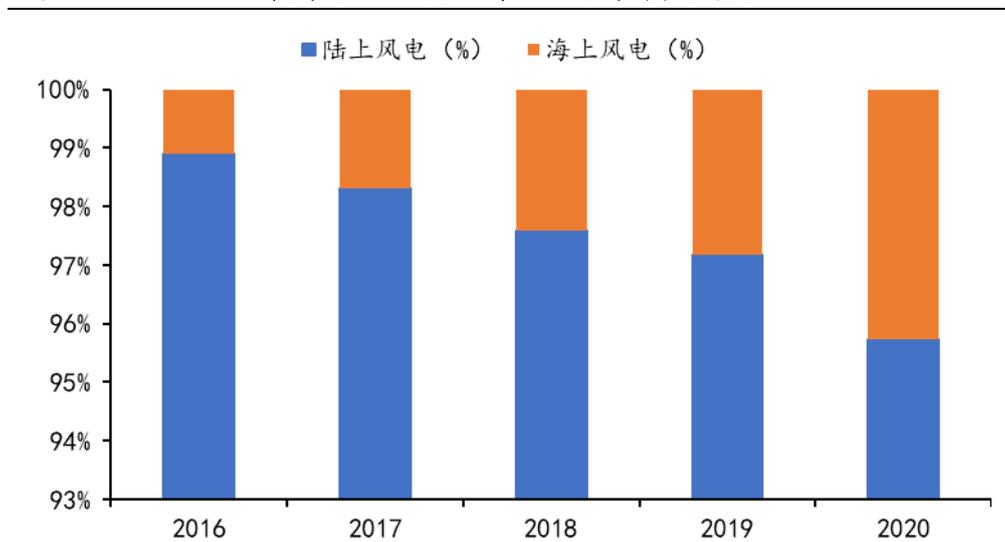
图 15: 2016-2020 年我国风电新增装机量 (GW)



资料来源: 国家能源局, 国海证券研究所

**海上风电份额逐渐提升。**由于我国陆上风电的建设技术已日趋成熟, 加之海上风电资源更为广阔, 国家风电发展政策逐渐向海上发电倾斜。据国家能源局统计数据显示, 2013 年以来, 我国海上风电市场份额稳步提升, 2016 年, 海上风电累计装机容量为 0.21GW, 仅占总体的 1.1%, 到 2020 年, 增长至 3.06GW, 占总体的 4.27%。

图 16: 2016-2020 年我国陆上风电、海上风电新增装机量占比



资料来源: 国家能源局, 北极星风力发电网, 国海证券研究所

**大型化、大功率化趋势将进一步提高风电叶片行业竞争壁垒, 具备技术、规模和服务等综合竞争能力的企业将更具优势。**2020 年风电抢装之后, 行业迅速进入了调整期, 风电招标价格较去年同期大幅下降, 叠加原材料成本上升, 风电装备供应链面临较大成本压力。大型化和大功率化是风电产业链最有效的降本途径, 一方面减少单位原材料单位消耗, 另一方面降低运维成本。

平价时代市场空间打开将进一步促进技术进步及供应链成熟，将推动“风储一体化”、分散式风电及海上风电等增量市场的发展。2021年风电正式进入平价元年，在碳达峰、碳中和的目标推动下，可再生能源长期增长趋势明确，将加快对传统火电项目的增量和存量替代，未来5-10年风电装机有望迎来再次增长，风电亦将从补充性能源升级为主要增量能源。

表 4: 风电相关政策梳理

时间	政策	部门	内容
2021年6月7日	《国家发展改革委关于2021年新能源上网电价政策有关事项的通知》	国家发改委	2021年起,对新备案集中式光伏电站、工商业分布式光伏和新核准陆上风电项目发电,中央财政不再补贴。2021年,新建项目保障收购小时数以内的发电量,上网电价继续按"指导价+竞争性配置"方式形成。
2021年5月11日	《关于2021年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知》	国家能源局	2021年,全国风电、光伏发电发电量占全社会用电量的比重达到11%左右,后续逐年提高,确保2025年非化石能源消费占一次能源消费的比重达到20%左右。
2021年4月30日	《2021年第八批可再生能源发电补贴项目清单》	国网新能源云	《公告》此次纳入2021年第八批可再生能源发电补贴清单的项目共计1103个,核准/备案容量2366.36兆瓦,其中:集中式风电项目数量8个,核准/备案容量554兆瓦;集中式和分布式太阳能发电项目数量分别为38个、1055个,核准/备案容量分别为1213.87兆瓦、579.49兆瓦;集中式生物质发电项目数量为2个,核准/备案容量为19兆瓦。
2021年4月25日	《关于报送“十四五”电力源网荷储一体化和多能互补工作方案的通知》	国家能源局	稳妥实施“风光火(储)一体化,鼓励”风光水(储)”“风光储”一体化。优先依托存量煤电项目推动风光火(储)一体化和多能互补一体化发展,扩大新能源电力打捆规模。允许利用近区已纳入国家电力发展规划煤电项目推动增量风光火(储)一体化发展,从严控制新增煤电需求。
2021年4月19日	《2021年能源工作指导意见》	国家能源局	2021年风电、光伏发电量占全社会用电是的比重达到11%左右。增强清洁能源消纳能力。积极推进新能源“隔墙售电”就近交易。
2021年4月15日	《2021年第七批可再生能源发电补贴项目清单》	国网新能源云	《公告》显示,纳入2021年第七批可再生能源发电补贴项目清单的项目共174个,核准/备案容量2177.11MW其中,集中式风电项目数量为6个,核准/备案容量315MW;集中式和分布式能源发电补贴项目清单》太阳能发电项目数量分别为39个、110个,核准/备案容量分别为1259.4MW、436.21MW;集中式和分布式生物质发电项目数量分别为17个、2个,核准/备案容量分别为163MW、3.5MW。

资料来源: 国家发改委, 国家能源局, 国网新能源云, 国海证券研究所

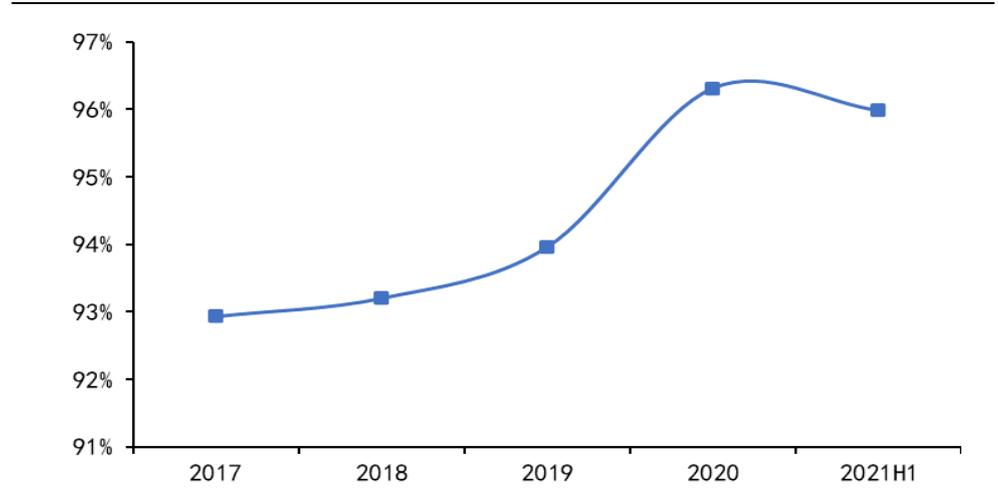
### 3.3、布局“两海战略”，巩固龙头地位

公司稳定的客户优势和领先的技术优势将为公司巩固市场份额提供强大助力。近年来,公司积极推进“两海战略”,开拓海外市场及海上风电市场。

客户方面，公司风电叶片下游为风电机组整机商，客户集中度高。近年来，公司风电叶片前五名客户销售收入占总收入比重稳健提升，且均在 90%以上。公司主要向国内大中型的风电主机厂商提供复合材料风电叶片产品，产品覆盖国内东北、西北、华北、西南等地区，同时公司紧抓新的战略机遇期，加速国际布局，强化国际竞争策略，奋力开拓海外市场。

技术方面，公司系统化的技术创新体系引领行业技术发展，具备 1.0MW-8.XMW 的 6 大系列产品，适用于高低温、高海拔、低风速、沿海、海上等不同运行环境，公司基于自身技术和生产优势，巩固提升既有海上客户合作深度，持续增加海上大叶型产品研发投入，通过大型化、大功率化及定制化叶片研发拓展海上风电客户。

图 17: 近年来公司前五大客户销售占比 (%)



资料来源：公司公告，国海证券研究所

表 5: 公司风电叶片业务海内外业务收入占比

项目	2020		2021H1	
	收入	占比	收入	占比
国内	89.90	99.71%	30.20	99.44%
国外	0.27	0.29%	0.17	0.56%
合计	90.17	100.00%	30.37	100.00%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

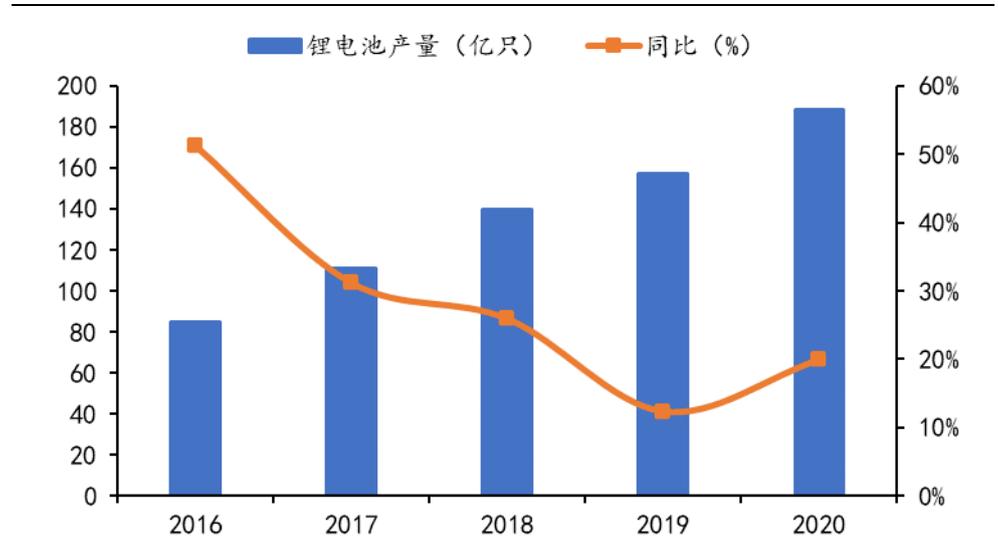
## 4、 锂膜产能加速释放，收入增长弹性十足

### 4.1、 龙头技术优势明显，行业集中度提升

锂电池隔膜是锂电池关键的内层组件之一，作为新能源电池生产的关键材料，广泛应用于新能源汽车动力电池、3C 消费电池、储能电池等领域。2020 年，尽管受到新冠肺炎疫情影响，但全球新能源汽车市场逆势快速增长，有力带动了锂离

子电池产业增速回暖。2020年，中国锂电池产量达188.5亿只，同比增长19.9%。得益于锂电池产量增长，2020年中国锂电池隔膜出货量为37.2亿平方米，较2019年增加了9.8亿平方米，同比增长35.77%。

图 18: 2016-2020 年中国锂电池产量



资料来源：国家统计局，国海证券研究所

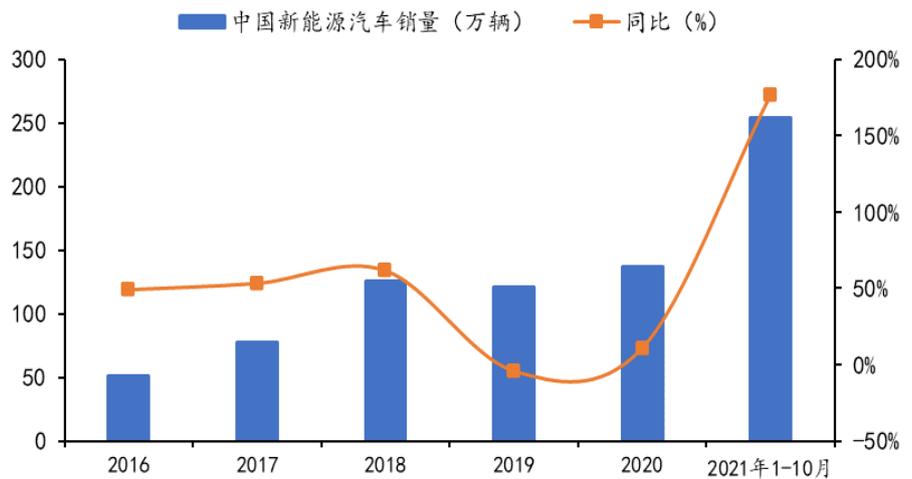
龙头规模技术优势明显，行业集中度逐步提升。根据生产工艺的不同，锂电池隔膜一般分为干法隔膜和湿法隔膜。中材科技拥有国际先进的湿法隔膜制造装备以及领先的技术研发能力，具备5-20 $\mu$ m湿法隔膜及各类涂覆隔膜产品。随着市场竞争加剧和头部企业规模技术提升，行业加速洗牌，市场竞争格局逐步清晰，国内隔膜企业差距进一步拉开，市场进一步集中，头部企业均大力开拓海外市场。

## 4.2、动力电池+储能为锂膜提供广阔市场空间

### 4.2.1、新能源汽车带动锂膜景气度扩张

随着全球电动化浪潮开启，动力电池作为电动汽车核心部件之一也将进入全面增长期。而隔膜作为锂电池核心材料之一将充分受益，中长期将保持景气度扩张。全球范围来看，在碳中和目标倒逼下，欧洲与中国都自上而下地将新能源车作为重点战略布局，从补贴、产业链扶持、顶层政策指引等多方面推动新能源车发展，全球一线车企加大投入全面推动电动化转型。据EVsales数据显示，2020年全球新能源汽车销量约325万辆，受欧洲市场强势增长和中国快速复苏带动，同比增长37.78%，渗透率达到4.24%。随着全球新能源汽车行业蓬勃发展，我国新能源汽车产销量快速提升，2021年1-10月国内新能源骑车销量达120.6万辆，同比增长176.6%。

图 19: 2016-2021 年 10 月中国新能源汽车销量



资料来源: 中汽协, 国海证券研究所

#### 4.2.2、储能应用市场潜力大

储能应用在全球经济体实现碳中和目标下, 市场潜力大。我国储能相关政策提出了储能发展十年目标分两阶段, 储能在推动能源变革的作用将全面展现。我国到 2025 年的储能目标主要有: 达到新型储能装机 30GW 以上, 形成基本完整的储能产业链体系, 全面掌握具有国际领先水平的关键技术和装备, 制定完整的储能标准体系并推广到全球。截至 2020 年底, 已投运的新型电力储能累计装机规模仅为 3.28GW, 年均新增储能装机超 5GW, 间接带动隔膜需求快速增长。

表 6: 近期储能政策梳理

时间	政策	部门	内容
2021 年 4 月 21 日	《关于加快推动新型储能发展的指导意见(征求意见稿)》	国家发改委、国家能源局	明确 3000 万千瓦储能发展目标, 实现储能跨越式发展, 强调规划引导, 深化各应用领域储能布局等
2021 年 3 月 13 日	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	全国人大	在氢能, 储能等前沿科技领域, 组织实施未来产业孵化和加速计划、谋划布局一批未来产业。加快电网基础设施智能化改造和智能微电网建设, 提升清洁能源消纳和存储能力
2020 年 12 月 30 日	《关于加快能源领域新型标准体系建设的指导意见》	国家能源局	在智慧能源、能源互联网、风电、太阳能、地热能、生物质能、储能、氢能等新兴领域, 率先推进新型标准体系建设, 发挥示范带动作用。
2020 年 12 月 15 日	《2021 年能源行业标准计划立项指南》	国家能源局	包含充电基础设施、发电侧储能、电网侧储能设施、抽水储能等行业标准计划。
2020 年 12 月 9 日	《集装箱式锂电池储能系统接入直流配电网技术要求(征求意见稿)》	中电联标准	规定了集装箱式锂电池储能系统的接入条件和储能配置, 还规定了直流配电网的网架结构、电压等级、电

			气计算、设备选型等技术要求。
2020年11月10日	《国家能源局综合司关于首批科技创新(储能)试点示范项目的公示》	国家能源局	文件显示,可再生能源发电侧、用户侧、电网侧、配合常规火电参与辅助服务等4个主要应用领域共8个项目入选。
2020年9月8日	《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》	国家发改委	加快突破风光水储互补、先进燃料电池、高效储能与海洋能发电等新能源电力技术瓶颈。
2020年9月4日	《华中区域并网发电厂辅助服务管理实施细则》和《华中区域并网运行管理实施细则》	国家能源局	此次修订将进一步扩大参与主体,将风电场、光伏电站、生物质电站和储能电站纳入实施细则。

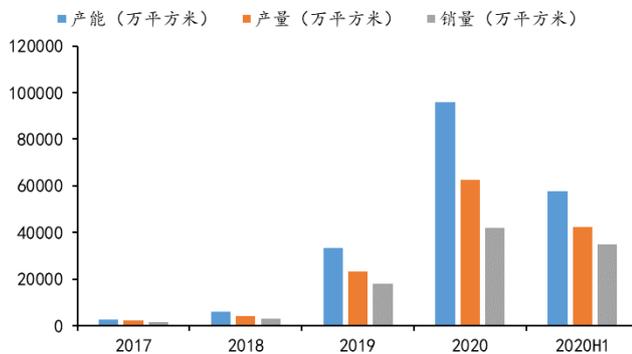
资料来源: 国家发改委, 国家能源局, 全国人大, 中电联标准, 国海证券研究所

### 4.3、产能快速扩张, 锂膜业务收入大幅增长

**公司全面推动锂膜产业新项目建设。**公司现阶段拥有山东滕州、湖南常德、湖南宁乡、内蒙古呼和浩特四个锂膜生产基地。目前, 湖南生产基地 21-24#线建成投产, 将陆续释放产能; 滕州二期项目预计今年四季度完成安装调试, 届时公司锂膜产能将超过 15 亿平方米。公司正在锂电池产业聚集的长三角区域布局南京基地, 拟新建 10 亿平方米产能, 同时公司拟在呼和浩特市投资建设锂电池专用湿法隔膜生产线项目, 年产 3.2 亿平方米, 预计 2023 年公司锂膜产能将超 30 亿平方米。

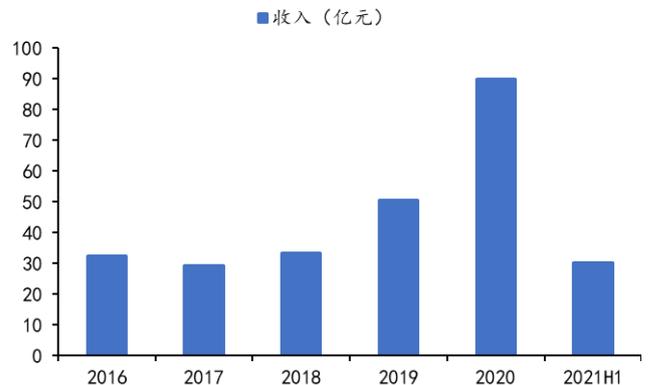
今年上半年, 中材锂膜与湖南中锂整合完成, 锂膜产销量同比大幅增长, 其中国际客户销量占比持续提升, 超过 10%, 合计销售隔膜产品 3.47 亿平方米, 实现销售收入 4.69 亿元。随着公司产能扩张, 锂膜业务收入规模将快速增长, 规模效应也将提升盈利水平。

图 20: 2017-2021H1 公司锂膜产能、产量、销量



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 21: 2016-2021H1 公司锂膜业务收入情况



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

## 5、盈利预测与评级

我们预计公司 2021 年、2022 年和 2023 年的归母净利分别为 38.75 亿元、48.15 和 55.12 亿元，对应 EPS 分别为 2.31 元、2.87 和 3.28 元，我们选取中国巨石、长海股份等四家企业作为可比公司，可比公司 2021 年业绩对应平均 PE 为 16.1X。考虑到公司拥有玻纤、风电叶片、锂膜三大主营业务，其中玻纤行业处于高景气周期，量价齐升，风电叶片与锂膜是新能源产业链中重要产品，为高景气赛道，对比同行业公司以玻纤为单一业务，经分业务拆分预测，我们认为公司业绩估值均存在较为可观的提升空间，给予公司 2021 年 16X PE，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 7：中材科技可比公司估值表

	证券简称	总市值 (亿)	EPS			市盈率 PE		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
002080.SZ	中材科技	532.8	1.2	2.3	2.9	26.0	13.8	11.1
600176.SH	中国巨石	676.9	0.6	1.4	1.6	28.0	12.2	10.9
603601.SH	再升科技	88.0	0.5	0.4	0.6	24.5	28.1	21.3
300196.SZ	长海股份	69.2	0.7	1.3	1.6	25.6	12.6	10.4
605006.SH	山东玻纤	71.0	0.3	1.2	1.4	41.2	11.7	10.3
	平均值	226.3				29.8	16.1	13.2

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

## 6、风险提示

玻纤需求不及预期；玻纤价格难以维持高位；锂膜业务拓展不及预期；风电政策落实不及预期；公司新建产能投产进度的不确定性；公司风电业务可能存在大客户集中风险；疫情反复影响经济。

附表：中材科技盈利预测表

证券代码:	002080		股价:	31.75	投资评级:	买入	日期:	2021/11/15	
财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	16%	23%	22%	20%	EPS	1.22	2.31	2.87	3.28
毛利率	27%	32%	34%	34%	BVPS	7.83	10.14	13.00	16.29
期间费率	8%	7%	6%	6%	<b>估值</b>				
销售净利率	11%	19%	21%	21%	P/E	19.77	13.75	11.07	9.67
<b>成长能力</b>					P/B	3.09	3.13	2.44	1.95
收入增长率	38%	9%	15%	13%	P/S	2.85	2.60	2.27	2.00
利润增长率	49%	89%	24%	14%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
总资产周转率	0.56	0.53	0.52	0.52	营业收入	18711	20467	23479	26587
应收账款周转率	5.69	4.69	4.85	4.92	营业成本	13636	13828	15502	17506
存货周转率	8.87	8.15	8.53	8.68	营业税金及附加	169	211	234	264
<b>偿债能力</b>					销售费用	306	258	292	333
资产负债率	58%	54%	49%	44%	管理费用	835	840	932	1083
流动比	1.06	1.31	1.45	1.61	财务费用	433	274	242	207
速动比	0.87	1.04	1.18	1.33	其他费用/(-收入)	958	888	1058	1211
					<b>营业利润</b>	<b>2322</b>	<b>4702</b>	<b>5843</b>	<b>6690</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	营业外净收支	27	35	46	59
现金及现金等价物	2933	1837	3262	5296	<b>利润总额</b>	<b>2349</b>	<b>4737</b>	<b>5889</b>	<b>6749</b>
应收款项	3431	5287	5456	6191	所得税费用	381	734	914	1055
存货净额	2109	2511	2752	3065	<b>净利润</b>	<b>1969</b>	<b>4003</b>	<b>4975</b>	<b>5695</b>
其他流动资产	4722	4333	5306	5911	少数股东损益	-83	128	160	183
<b>流动资产合计</b>	<b>13196</b>	<b>13969</b>	<b>16776</b>	<b>20463</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2052</b>	<b>3875</b>	<b>4815</b>	<b>5512</b>
固定资产	14798	18587	21160	23859					
在建工程	2326	2727	3141	3514	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
无形资产及其他	3029	3156	3155	3157	<b>经营活动现金流</b>	<b>3301</b>	<b>3374</b>	<b>4903</b>	<b>5607</b>
长期股权投资	347	439	519	594	净利润	1969	3875	4815	5512
<b>资产总计</b>	<b>33695</b>	<b>38877</b>	<b>44752</b>	<b>51587</b>	少数股东权益	-83	128	160	183
短期借款	2312	0	0	0	折旧摊销	1121	597	466	543
应付款项	6033	6597	7303	8198	公允价值变动	-9	0	0	0
预收帐款	0	72	41	54	营运资金变动	-426	-1270	-483	-513
其他流动负债	4056	4019	4244	4475	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1992</b>	<b>-4728</b>	<b>-3185</b>	<b>-3281</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>12401</b>	<b>10688</b>	<b>11588</b>	<b>12728</b>	资本支出	-1709	-4643	-3129	-3236
长期借款及应付债券	5499	8343	8343	8343	长期投资	-278	-114	-90	-84
其他长期负债	1742	1791	1791	1791	其他	-5	30	35	39
<b>长期负债合计</b>	<b>7241</b>	<b>10134</b>	<b>10134</b>	<b>10134</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>94</b>	<b>259</b>	<b>-293</b>	<b>-293</b>
<b>负债合计</b>	<b>19642</b>	<b>20821</b>	<b>21721</b>	<b>22861</b>	债务融资	868	581	0	0
股本	1678	1678	1678	1678	权益融资	24	0	0	0
股东权益	14053	18056	23031	28726	其它	-799	-322	-293	-293
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>33695</b>	<b>38877</b>	<b>44752</b>	<b>51587</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>1373</b>	<b>-1095</b>	<b>1425</b>	<b>2034</b>

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

### 【建材小组介绍】

盛昌盛，北京大学硕士，建材建筑首席分析师。2019年新财富第五名。5年证券研究经验，6年建材行业工作经历。

彭棋，北京交通大学经济学学士，上海财经大学金融硕士。

### 【分析师承诺】

盛昌盛，本人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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

### 【国海证券投资评级标准】

#### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

#### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

### 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本

公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。