

中材科技 (002080.SZ)

深度布局优质赛道，多业务全面推进

买入

核心观点

Q4 略有承压，全年业绩符合预期。2021 公司实现营收 202.95 亿元，因并购中材晶品影响，调整后同比+7.58%，归母净利润 33.73 亿元，调整后同比+65.4%，扣非归母净利润 25.73 亿元，调整后同比+42.52%，符合此前业绩预告，EPS 为 2.01 元/股；Q4 单季实现营收 58.19 亿元，同比+0.48%，归母净利润 7.26 亿元，同比+44.06%，扣非归母净利润 3.8 亿元，同比-3.39%。

玻纤量价齐升，产品结构持续优化。受益下游需求旺盛，玻纤高景气延续，叠加产能投放和产品结构优化，销量和盈利创历史新高；2021 年累计销售玻纤及制品 111 万吨，同比+4.4%，实现收入 87.51 亿元，同比+27.75%，毛利率 42.7%，同比+11.9pct。2022 年需求仍有支撑，预计粗纱价格有望高位维稳，电子纱下行空间有限有望企稳，公司作为玻纤龙头企业之一，年产能已达 120 万吨，其中满庄 F09 线 9 万吨高强高模玻纤和邹城 F06 线 6.5 万吨细纱分别于 9 月和 12 月点火，将进一步贡献业绩增量。

风电叶片阶段性承压，看好市占率持续提升。受风电整机招标价格大幅下降以及原材料价格上涨影响，风电叶片价格和成本双重承压；2021 年合计销售风电叶片 11.4GW，同比-7.45%，实现收入 69.76 亿元，同比-22.29%，毛利率 15.8%，同比-8.2pct。公司作为国内风电叶片领军企业，全力推进“两海”战略，凭借领先的技术优势持续开发新产品，并积极拓展产能布局，启动广东阳江、陕西榆林新基地建设，推进巴西新建产能项目落地，迈出全球化产能布局第一步，看好市占率持续提升。

锂膜加速布局和释放，盈利能力稳步改善。2021 年完成中材锂膜与湖南中锂的资产整合，并加速产能释放，产品直通率和生产效率稳步提升，业绩同比大幅增长；2021 年合计销售隔膜产品 6.85 亿平米，同比+76.2%，实现收入 11.26 亿元，同比+95.41%。目前公司已具备超 10 亿平基膜生产能力，正在筹建南京 10.4 亿平、内蒙二期 3.2 亿平、三期 7.2 亿平及滕州三期 5.6 亿平，新增产能 26.4 亿平米，有望持续释放业绩弹性。

风险提示：玻纤供给超预期；风电装机不及预期；锂膜放量不及预期。

投资建议：深度布局优质赛道，成长边界不断拓宽，维持“买入”评级

公司围绕新能源、新材料，聚焦风电叶片、玻纤及制品及锂电隔膜三大主业，加速核心产业布局，并积极拓展高硅氧玻纤、玻纤滤纸和 VIP 真空保温板等项目，成长边界不断拓宽。预计 22-24 年 EPS 分别为 2.38/2.74/3.09 元/股，对应 PE 为 10.7/9.3/8.2x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,711	20,295	23,279	26,305	29,172
(+/-%)	37.7%	8.5%	14.7%	13.0%	10.9%
净利润(百万元)	2052	3373	3986	4596	5192
(+/-%)	48.7%	64.4%	18.2%	15.3%	13.0%
每股收益(元)	1.22	2.01	2.38	2.74	3.09
EBIT Margin	20.1%	22.7%	25.0%	26.2%	26.7%
净资产收益率 (ROE)	15.6%	23.8%	24.1%	23.8%	23.1%
市盈率 (PE)	20.7	12.6	10.7	9.3	8.2
EV/EBITDA	12.8	11.1	8.8	7.8	7.2
市净率 (PB)	3.24	3.00	2.57	2.20	1.90

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

公司研究·财报点评

建筑材料·玻璃玻纤

证券分析师：黄道立

0755-82130685

huangdl@guosen.com.cn

S0980511070003

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

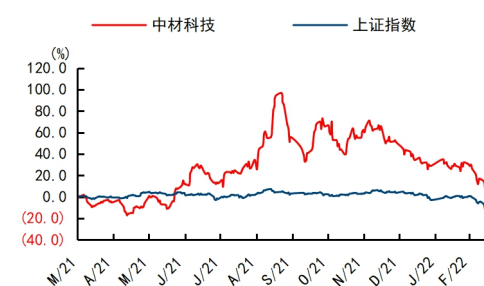
fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	不适用
收盘价	26.06 元
总市值/流通市值	43729/43729 百万元
52 周最高价/最低价	45.66/19.17 元
近 3 个月日均成交额	515.19 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中材科技-002080-2021 年中报点评：业绩表现靓丽，持续成长可期》——2021-08-25
- 《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

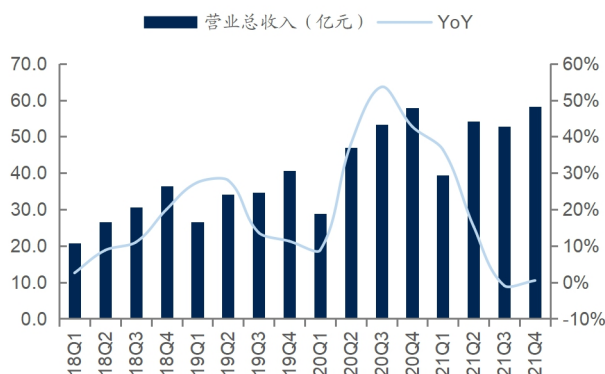
Q4 略有承压，全年业绩符合预期。2021 公司实现营收 202.95 亿元，因并购中材金晶影响，追溯调整后同比+7.58%，归母净利润 33.73 亿元，调整后同比+65.4%，扣非归母净利润 25.73 亿元，调整后同比+42.52%，符合此前业绩预告，EPS 为 2.01 元/股，其中非经常性损益主要为固定资产处置收益 6.81 亿元，主因出售铈粉盘活存量资产；Q4 单季度实现营收 58.19 亿元，同比+0.48%，归母净利润 7.26 亿元，同比+44.06%，扣非归母净利润 3.8 亿元，同比-3.39%。分产品来看，三大主导业务玻璃纤维及制品/风电叶片/锂电隔膜全年分别实现收入 87.51/69.76/11.26 亿元，同比 +27.75%/-22.29%/+95.41%，占比 40.74%/32.48%/5.24%。

图1：中材科技营业收入及增速（单位：亿元、%）



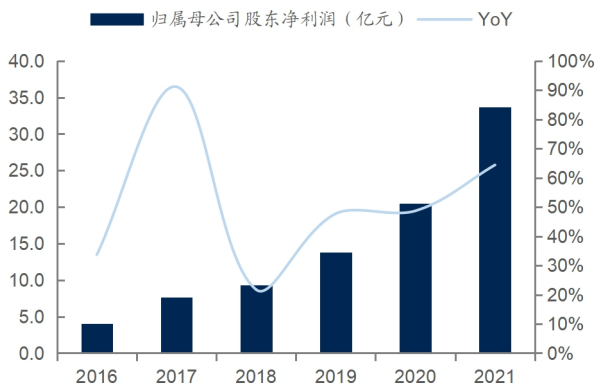
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中材科技单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



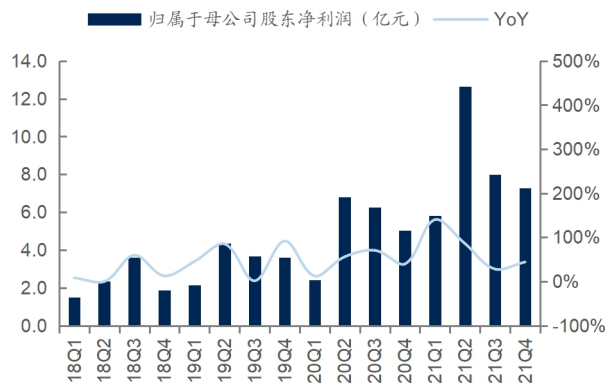
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中材科技归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中材科技单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



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

	2021		2020（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（%）	
玻璃纤维及制品	87.51	40.74%	68.50	34.09%	27.75%
风电叶片	69.76	32.48%	89.77	45.67%	-22.29%
锂电隔膜	11.26	5.24%	5.76	2.93%	95.41%
高压气瓶	5.78	2.69%	4.54	2.31%	27.27%

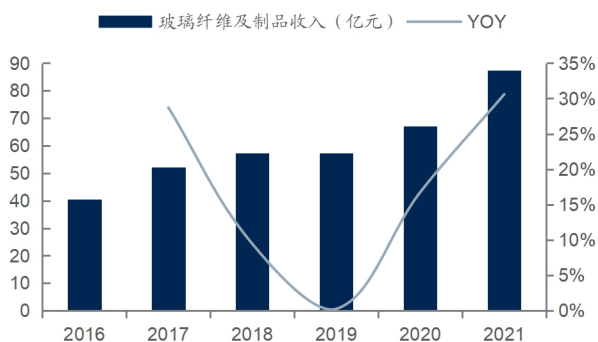
表1：中材科技分产品营业收入构成

玻璃纤维纸	3.38	1.57%	2.72	1.38%	24.06%
高温过滤材料	3.41	1.59%	3.86	1.96%	-11.58%
先进复合材料	9.47	4.41%	6.31	3.21%	50.07%
技术与装备	10.05	4.68%	7.11	3.62%	41.29%
其他	14.18	6.60%	9.48	4.82%	49.63%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

玻纤量价齐升，产品结构持续优化。受益下游需求旺盛，玻纤高景气延续，叠加公司产能投放和产品结构优化，销量和盈利创历史新高；2021年累计销售玻纤及制品111万吨，同比+4.4%，实现收入87.51亿元，同比+27.75%，毛利率42.7%，同比+11.9pct。2022年需求仍有支撑，预计粗纱价格有望高位维稳，电子纱下行空间有限有望企稳，公司作为玻纤龙头企业之一，年产能已达120万吨，其中满庄F09线9万吨高强高模玻纤和邹城F06线6.5万吨细纱分别于9月和12月点火，产品结构继续优化，将进一步贡献业绩增量。

图5：中材科技玻纤及制品收入和同比增速（单位：亿元、%）



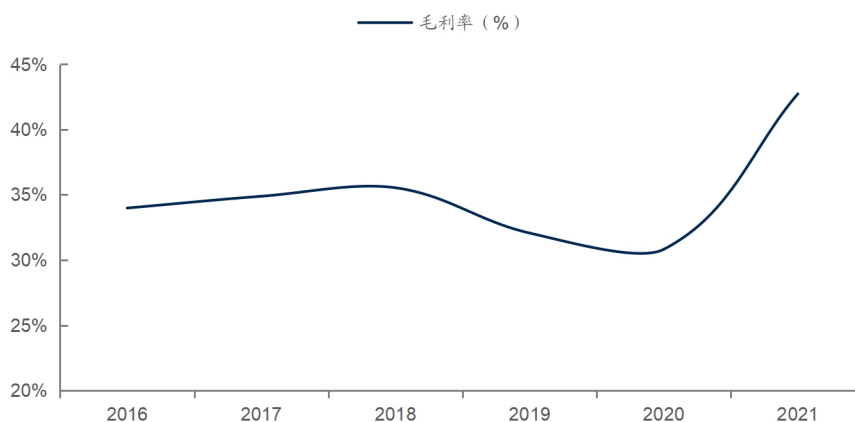
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：中材科技玻纤及制品销量和同比增速（单位：万吨、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：中材科技玻纤及制品毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

风电叶片阶段性承压，看好市占率持续提升。受风电整机招标价格大幅下降以及原材料价格上涨影响，风电叶片价格和成本双重承压；2021 年合计销售风电叶片 11.4GW，同比-7.45%，实现收入 69.76 亿元，同比-22.29%，毛利率 15.8%，同比-8.2pct。公司作为国内风电叶片领军企业，全力推进“两海”战略，凭借领先的技术优势持续开发新产品，并积极拓展产能布局，启动沿海与西北地区（广东阳江、陕西榆林）新基地建设，推进巴西新建产能项目落地，迈出全球化产能布局第一步，看好市占率持续提升。

图8：中材科技风电叶片收入和同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：中材科技风电叶片销量和同比增速（单位：兆瓦、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：中材科技风电叶片毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

锂膜加速布局和释放，盈利能力稳步改善。2021 年完成中材锂膜与湖南中锂的资产整合，并加速产能释放，产品直通率和生产效率稳步提升，业绩同比大幅增长；2021 年合计销售隔膜产品 6.85 亿平米，同比+76.2%，实现收入 11.26 亿元，同比+95.41%。目前公司已具备超过 10 亿平米基膜的生产能力，正在筹建的南京项目 10.4 亿平、内蒙二期 3.2 亿平、三期 7.2 亿平及滕州三期 5.6 亿平，新增产能合计达 26.4 亿平米，其中内蒙二期有望年内建成投产，新增产能陆续投放有望持续释放业绩弹性。

深度布局优质赛道，成长边界不断拓宽，维持“买入”评级。公司围绕新能源、

新材料，聚焦风电叶片、玻纤及制品以及锂电隔膜三大主业，加速核心产业布局，并积极发展复合气瓶、膜材料等业务，拓展高硅氧玻纤、玻纤滤纸和 VIP 真空保温板等项目，成长边界不断拓宽。预计 22-24 年 EPS 分别为 2.38/2.74/3.09 元/股，对应 PE 为 10.7/9.3/8.2x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2933	2635	7531	10081	13190	营业收入	18711	20295	23279	26305	29172
应收款项	3525	4164	5015	5951	6929	营业成本	13636	14207	15830	17624	19400
存货净额	2109	2250	2423	2731	3048	营业税金及附加	169	205	233	263	292
其他流动资产	4628	5329	5936	6807	7494	销售费用	306	283	326	342	379
流动资产合计	13196	14379	20905	25570	30662	管理费用	835	996	1075	1182	1306
固定资产	17124	19954	19937	20013	20255	财务费用	433	487	565	605	586
无形资产及其他	1229	1280	1329	1393	1474	投资收益	9	48	50	50	50
投资性房地产	1799	1670	1670	1670	1670	资产减值及公允价值变动	325	98	100	100	100
长期股权投资	347	343	354	358	365	其他收入	(1344)	(165)	(600)	(900)	(1100)
资产总计	33695	37627	44195	49004	54427	营业利润	2322	4099	4800	5539	6261
短期借款及交易性金融负债	4232	4466	4000	4200	4410	营业外净收支	27	25	30	30	30
应付款项	6033	7172	7798	8877	10006	利润总额	2349	4124	4830	5569	6291
其他流动负债	2136	1945	2236	2407	2707	所得税费用	381	649	724	835	944
流动负债合计	12401	13583	14034	15484	17123	少数股东损益	(83)	102	119	137	155
长期借款及应付债券	5499	6241	9241	9241	9241	归属于母公司净利润	2052	3373	3986	4596	5192
其他长期负债	1742	2192	2894	3470	4110						
长期负债合计	7241	8432	12135	12711	13350	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	19642	22015	26169	28195	30473	净利润	2052	3373	3986	4596	5192
少数股东权益	920	1442	1465	1491	1520	资产减值准备	252	(282)	7	0	1
股东权益	13133	14169	16561	19318	22433	折旧摊销	1076	1235	1962	2144	2289
负债和股东权益总计	33695	37627	44195	49004	54427	公允价值变动损失	(325)	(98)	(100)	(100)	(100)
						财务费用	433	487	565	605	586
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	40	(237)	(2)	(289)	87
每股收益	1.22	2.01	2.38	2.74	3.09	其它	(296)	347	15	26	29
每股红利	0.57	0.73	0.95	1.10	1.24	经营活动现金流	2799	4337	5868	6377	7497
每股净资产	7.83	8.44	9.87	11.51	13.37	资本开支	0	(3782)	(1900)	(2185)	(2513)
ROIC	15%	16%	19%	22%	25%	其它投资现金流	30	(0)	0	0	0
ROE	16%	24%	24%	24%	23%	投资活动现金流	4	(3778)	(1911)	(2189)	(2520)
毛利率	27%	30%	32%	33%	34%	权益性融资	(30)	387	0	0	0
EBIT Margin	20%	23%	25%	26%	27%	负债净变化	2141	(2128)	0	0	0
EBITDA Margin	26%	29%	33%	34%	35%	支付股利、利息	(951)	(1228)	(1594)	(1838)	(2077)
收入增长	38%	8%	15%	13%	11%	其它融资现金流	(3876)	5467	(466)	200	210
净利润增长率	49%	64%	18%	15%	13%	融资活动现金流	(1525)	(857)	940	(1638)	(1867)
资产负债率	61%	62%	63%	61%	59%	现金净变动	1278	(298)	4896	2550	3110
息率	2.2%	2.9%	3.7%	4.3%	4.9%	货币资金的期初余额	1655	2933	2635	7531	10081
P/E	20.7	12.6	10.7	9.3	8.2	货币资金的期末余额	2933	2635	7531	10081	13190
P/B	3.2	3.0	2.6	2.2	1.9	企业自由现金流	4272	1096	5002	5529	6489
EV/EBITDA	12.8	11.1	8.8	7.8	7.2	权益自由现金流	2537	4435	4056	5215	6202

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

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。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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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