

三驾马车周期中成长，长期穿越周期

投资要点

- **业绩总结:** 公司2021年实现营业收入203亿元，同比增长7.6%；实现归母净利润33.7亿元，同比增长65.4%。
- **周期中持续成长。** 公司2021年扣非后归母净利润25.7亿元，增速42.5%，非经常性损益主要系钼粉销售利润。全年毛利率/净利率/期间费用率分别为30%、17.1%和13.4%，同比变化+2.9、+6.6、-0.1个百分点。全年经营性现金流量净额36.7亿元，同比增长11.2%，各项经营指标良好。
- **玻纤景气高位，公司利润丰厚，重点关注22年供给落地情况。** 公司2021年玻纤收入87.5亿元，同比增速30.6%，净利润28.9亿元，增速151.3%，高速增长。我们测算全年销量111万吨，单吨均价（剔除非经）约7236元/吨，均价同比提升约915元/吨，单吨净利（剔除非经）2097元/吨，同比增加1012元/吨，价格处于景气高位，盈利能力大幅提升，单吨成本有效管控。
- **下游层层压价，风电叶片价格持续筑底，量已走出底部。** 公司2021年叶片销量11.4GW，同比下降7.6%，叶片收入69.8亿元，同比下降22.3%，我们测算全年均价61万元/MW，同比下降15.9%，单位净利4.5万元/MW，同比下降44.8%。从季度间结构来看，2021年Q4销量已恢复正增长，量已经走出底部，但低度电成本要求下，主机价格、叶片价格层层传导，叶片价格Q4处于历史最低水平，价格仍将持续筑底。同时，公司公告扩产计划，计划在榆林、阳江分别扩产300套、200套叶片项目，市场地位和市占率预计持续提升。
- **隔膜扩产有序推进，期待后续规模效应。** 2021年公司隔膜A品出货6.8亿平，同比增长62.7%，收入11.3亿元，同比增长95.5%，隔膜已成长为十亿级别的业务。公司2021年公告的扩产项目有序推进，其中内蒙产线7.2亿平产能预计2022年Q3投产，南京10.8亿平产能预计22年底投产。同时公司新公告滕州扩产计划，新增5.6亿平基膜，6.57亿平涂覆项目，增加远期产能规模。预计2022年下半年开始，公司隔膜业务规模将迎来快速增长期。再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2022-2024年归母净利润分别为36.7、38.4和45.2亿元，对应PE分别为11.6、11.1和9.4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。

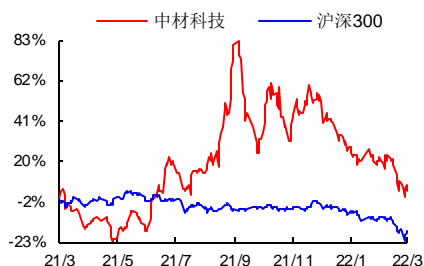
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	20295.39	22875.62	25504.22	28817.81
增长率	8.47%	12.71%	11.49%	12.99%
归属母公司净利润(百万元)	3373.40	3670.09	3840.07	4520.98
增长率	64.40%	8.80%	4.63%	17.73%
每股收益EPS(元)	2.01	2.19	2.29	2.69
净资产收益率ROE	22.26%	19.97%	7.86%	17.90%
PE	13	11.6	11.1	9.4
PB	3.00	2.48	2.10	1.77

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)	19.21-44.75
总市值(亿元)	425.40
总资产(亿元)	376.27
每股净资产(元)	8.44

相关研究

1. 中材科技(002080): 玻纤成本环比提升, 叶片筑底, 锂电趋势不改 (2021-10-21)
2. 中材科技(002080): 玻纤业绩靓丽, 叶片筑底, 隔膜趋势向好 (2021-08-18)

关键假设:

假设 1: 假设 2022 年全年玻纤价格维持高位, 2023 年因行业供给增加, 玻纤价格存在一定幅度调整。公司玻纤产量 2022-2024 年分别增长 15%、15%、15%。

假设 2: 2021 年下半年风电叶片销售价格承压, 预计 2022 年短期难改价格压力, 23 年假设存在价格恢复。假设 22-24 年年叶片销量提升 17%、10%、10%。

假设 3: 根据产能规划和客户需求, 锂电池隔膜预计 2022 年出货量 12 亿平方米, 平均单价维持 1.3 元/平方米附近, 预计 2023-2024 年产品出货量分别为 22 亿平和 32 亿平。

表 1: 分业务收入及毛利率

百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
合计					
营业收入	18710.9	20295.4	22875.6	25504.2	28817.8
yoy	37.7%	8.5%	12.7%	11.5%	13.0%
营业成本	13635.5	14207.5	16064.9	18144.2	20145.2
毛利率	27.1%	30.0%	29.8%	28.9%	30.1%
玻纤					
收入	6701.01	8751.5	9626.7	10108.0	11118.8
yoy	16.8%	30.6%	10.0%	5.0%	10.0%
成本	4635.98	5012.02	5516.1	6216.4	6560.1
毛利率	30.8%	42.7%	42.7%	38.5%	41.0%
叶片					
收入	8977.45	6976.13	8162.1	8978.3	9876.1
yoy	78.2%	-22.3%	17.0%	10.0%	10.0%
成本	6828.98	5876.57	6856.1	7362.2	8098.4
毛利率	23.9%	15.8%	16.0%	18.0%	18.0%
隔膜					
收入	576.09	1125.75	1576.1	2836.9	4170.2
yoy	71.6%	95.4%	40.0%	80.0%	47.0%
成本			1024.4	1844.0	2710.6
毛利率			35.0%	35.0%	35.0%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 36.7、38.4 和 45.2 亿元, 对应 PE 分别为 11.6、11.1 和 9.4 倍, 看好公司穿越周期能力, 维持“买入”评级。

表 2: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			20A	21E/A	22E	23E	20A	21E/A	22E	23E
600176	中国巨石	16.17	0.69	1.65	1.80	0.00	23.44	9.82	8.97	-
300196	长海股份	15.22	0.66	1.40	1.71	2.03	23.06	10.85	8.88	7.49
002812	恩捷股份	235.50	1.34	5.18	7.35	0.00	175.75	45.49	32.04	-
002202	金风科技	13.72	0.67	0.98	1.09	1.30	20.38	14.06	12.55	10.58
平均值							60.66	20.05	15.61	9.04

数据来源: Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	20295.39	22875.62	25504.22	28817.81	净利润	3475.14	3725.98	3898.54	4589.83
营业成本	14207.49	16064.89	18144.19	20145.18	折旧与摊销	1278.59	1221.10	1312.31	1402.91
营业税金及附加	204.63	228.13	247.39	285.83	财务费用	486.95	457.51	459.08	461.08
销售费用	283.25	297.38	306.05	345.81	资产减值损失	-98.43	-80.00	-53.00	20.00
管理费用	995.78	1852.93	2040.34	2305.42	经营营运资本变动	-290.86	4316.47	622.47	8.75
财务费用	486.95	457.51	459.08	461.08	其他	-1179.27	133.60	-63.36	-65.86
资产减值损失	-98.43	-80.00	-53.00	20.00	经营活动现金流净额	3672.12	9774.66	6176.04	6416.72
投资收益	47.90	50.00	60.00	70.00	资本支出	-2920.43	-2000.00	-2000.00	-2000.00
公允价值变动损益	0.00	3.10	3.01	2.54	其他	1367.31	53.57	63.01	72.54
其他经营损益	0.00	200.00	100.00	0.00	投资活动现金流净额	-1553.12	-1946.43	-1936.99	-1927.46
营业利润	4098.89	4307.87	4523.19	5327.01	短期借款	-423.60	113.86	-2002.18	0.00
其他非经营损益	24.77	50.00	10.00	10.00	长期借款	-2127.84	0.00	0.00	0.00
利润总额	4123.66	4357.87	4533.19	5337.01	股权融资	-335.70	0.00	0.00	0.00
所得税	648.52	631.89	634.65	747.18	支付股利	-671.25	-674.68	-734.02	-768.01
净利润	3475.14	3725.98	3898.54	4589.83	其他	1204.08	-3039.29	-459.08	-461.08
少数股东损益	101.74	55.89	58.48	68.85	筹资活动现金流净额	-2354.31	-3600.10	-3195.28	-1229.10
归属母公司股东净利润	3373.40	3670.09	3840.07	4520.98	现金流量净额	-257.63	4228.13	1043.77	3260.16
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2634.56	6862.69	7906.46	11166.61	成长能力				
应收和预付款项	4472.73	5238.74	5516.65	6377.04	销售收入增长率	8.47%	12.71%	11.49%	12.99%
存货	2250.31	2437.80	2820.49	3110.75	营业利润增长率	76.52%	5.10%	5.00%	17.77%
其他流动资产	5021.57	391.48	436.46	493.17	净利润增长率	76.53%	7.22%	4.63%	17.73%
长期股权投资	343.15	343.15	343.15	343.15	EBITDA 增长率	51.32%	2.08%	5.15%	14.24%
投资性房地产	134.33	134.33	134.33	134.33	获利能力				
固定资产和在建工程	19954.03	20807.52	21569.81	22241.49	毛利率	30.00%	29.77%	28.86%	30.09%
无形资产和开发支出	1512.13	1449.58	1387.03	1324.49	三费率	8.70%	11.40%	11.00%	10.80%
其他非流动资产	1303.78	1291.73	1279.69	1267.64	净利率	17.12%	16.29%	15.29%	15.93%
资产总计	37626.59	38957.04	41394.08	46458.67	ROE	22.26%	19.97%	17.86%	17.90%
短期借款	1888.32	2002.18	0.00	0.00	ROA	9.24%	9.56%	9.42%	9.88%
应付和预收款项	8106.30	9129.26	10308.87	11460.13	ROIC	14.66%	15.27%	16.66%	18.47%
长期借款	3370.95	3370.95	3370.95	3370.95	EBITDA/销售收入	28.90%	26.17%	24.68%	24.95%
其他负债	8649.53	5796.16	5891.25	5982.77	营运能力				
负债合计	22015.10	20298.55	19571.07	20813.84	总资产周转率	0.57	0.60	0.63	0.66
股本	1678.12	1678.12	1678.12	1678.12	固定资产周转率	1.24	1.25	1.33	1.45
资本公积	4443.62	4443.62	4443.62	4443.62	应收账款周转率	5.60	5.29	5.32	5.44
留存收益	8043.00	11038.42	14144.46	17897.44	存货周转率	6.21	6.70	6.70	6.64
归属母公司股东权益	14169.06	17160.16	20266.21	24019.18	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	78.51%	—	—	—
少数股东权益	1442.43	1498.32	1556.80	1625.65	资本结构				
股东权益合计	15611.49	18658.48	21823.01	25644.83	资产负债率	58.51%	52.10%	47.28%	44.80%
负债和股东权益合计	37626.59	38957.04	41394.08	46458.67	带息债务/总负债	36.92%	40.61%	31.89%	29.98%
					流动比率	1.06	1.26	1.50	1.71
					速动比率	0.89	1.05	1.24	1.46
					股利支付率	19.90%	18.38%	19.11%	16.99%
					每股指标				
					每股收益	2.01	2.19	2.29	2.69
					每股净资产	8.44	10.23	12.08	14.31
					每股经营现金	2.19	5.82	3.68	3.82
					每股股利	0.40	0.40	0.44	0.46
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	5864.43	5986.49	6294.57	7191.01					
PE	12.61	11.59	11.08	9.41					
PB	3.00	2.48	2.10	1.77					
PS	2.10	1.86	1.67	1.48					
EV/EBITDA	8.36	7.07	6.24	5.01					
股息率	1.58%	1.59%	1.73%	1.81%					

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	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	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn