

玻纤量价齐升，重视新材料增长极

2022 年 03 月 21 日

► **公司披露 2021 年年报：**2021 年实现营收 202.95 亿元，同比+8.5%，归母净利润 33.73 亿元，同比+64.4%，扣非净利 25.73 亿元，同比+65.5%。其中，单四季度实现营收 56.53 亿元，同比-2.4%，归母净利润 7.26 亿元，同比+44.1%，扣非净利 2.5 亿元，同比-36.3%。全年销售净利率 16.62%，同比+5.67pct。**收入结构方面**，玻纤及制品占比 40.74%，提高 6 个百分点，风电叶片收入占比 32.48%，降低 12 个百分点，锂膜占比 5.24%，提高 2.3 个百分点。

► **玻纤量价齐升：**报告期内，公司玻纤及制品销售 111 万吨，实现营业收入 89.7 亿元，净利润 28.9 亿元。我们推算，公司玻纤及制品吨价格 7884 元（同比+1584 元），吨成本 4515 元（同比+157 元），吨净利 2604 元（同比+1522 元），扣除 5.62 亿出售铈粉利润，吨净利 2097 元。**玻纤行业高景气，主因新能源汽车、建筑节能、电子电器等领域需求旺盛，叠加海外需求恢复。**泰玻满庄 9 线 9 万吨高性能玻纤产线和邹城 6 线 6.5 万吨细纱产线分别于 21 年 9 月和 12 月点火，预计 2022 年贡献产能主要增量。布局玻纤新赛道，2021 年年产 50 万平 VIP 真空保温板试验生产线及配套玻纤芯材线建成。

► **锂膜业务高成长：**公司销售锂膜 A 品 6.8 亿平米，同比+76%，主因产能逐步释放，实现收入 11.7 亿元，净利润 0.88 亿元。我们推算，公司锂膜单平售价 1.64 元（同比+0.16 元），单平净利 0.13 元。目前公司基膜产能超 10 亿平，2022H1 滕州二期投产后名义产能超 15 亿平。3 月 17 号，公司宣布在滕州（三期）投产锂电湿法隔膜，在建项目包括南京基地、内蒙二期、内蒙三期及滕州三期，新增产能合计 26.4 亿平，其中内蒙二期 3.2 亿平有望年内投产。随着隔膜产能投放，预期产能利用率及良率将不断爬升。此外，海外韩国两大客户已实现批量供货。

► **风电叶片产能向 80 米及以上产品迭代：**公司风电叶片销售 11.4GW，实现收入 70.5 亿元，净利润 5.1 亿元，风电叶片销售量同比-7.45%。我们推算，公司风电叶片均价 61.2 万元/GW（同比-11.8 万元/GW），均价下降主要受风电整机招标价格大幅下降影响，单位成本 51.5 万元/GW（同比-4 万元/GW），单位净利 4.5 万元/GW（同比-3.7 万元/GW）。围绕风电叶片大型化发展方向推出多款大叶型新品，其中 SI85.8 是采用玻纤拉挤主梁技术的全玻纤陆上大叶片。3 月 17 号，公司同时宣布在广东阳江、陕西榆林建设风电叶片，其中阳江为超 100 米级海风叶片、榆林为 80-100 米。

► **投资建议：**1) 粗纱价格坚挺，公司玻纤业务今年产能仍有增量，产品结构优化；2) 锂膜产能释放，市占率有望提升；3) 风电叶片推出多款大型化产品，静待行业价格拐点。三大主业前景向好，我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 42.36、49.51、52.75 亿元，3 月 18 日收盘价对应 2022-2024 年动态 PE 分别为 10、9、8x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**国内玻纤供给格局恶化；锂膜业务拓展不及预期；投资进展不及预期；原材料波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	20295	22799	25549	27082
增长率（%）	7.6	12.3	12.1	6.0
归属母公司股东净利润（百万元）	3373	4236	4951	5275
增长率（%）	65.4	25.6	16.9	6.5
每股收益（元）	2.01	2.52	2.95	3.14
PE	13	10	9	8
PB	3.0	2.4	1.9	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 3 月 18 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

25.35 元



分析师：李阳

执业证号：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

相关研究

1.【民生建材】中材科技点评：优化产品结构，材料外延升级

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	20295	22799	25549	27082
营业成本	14207	15265	17068	18092
营业税金及附加	205	206	231	245
销售费用	283	319	332	352
管理费用	996	935	996	1056
研发费用	961	1072	1150	1219
EBIT	3915	5002	5772	6119
财务费用	487	450	450	450
资产减值损失	-98	-100	-100	-100
投资收益	48	11	13	14
营业利润	4099	4805	5618	5988
营业外收支	25	33	36	36
利润总额	4124	4838	5655	6025
所得税	649	726	848	904
净利润	3475	4112	4806	5121
归属于母公司净利润	3373	4236	4951	5275
EBITDA	5207	6602	7500	7985

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2635	2483	4856	8066
应收账款及票据	4064	3924	4395	4657
预付款项	308	183	205	217
存货	2250	2418	2703	2866
其他流动资产	5121	6315	6890	6711
流动资产合计	14379	15323	19049	22517
长期股权投资	343	354	358	365
固定资产	17883	21334	23794	26107
无形资产	1280	1175	1071	966
非流动资产合计	23247	26027	27885	29686
资产合计	37627	41349	46934	52203
短期借款	1888	1888	1888	1888
应付账款及票据	7172	7013	7986	8388
其他流动负债	4522	4402	4599	4725
流动负债合计	13583	13303	14474	15002
长期借款	3371	3731	3831	3931
其他长期负债	5061	5061	5061	5061
非流动负债合计	8432	8792	8892	8992
负债合计	22015	22096	23366	23994
股本	1678	1678	1678	1678
少数股东权益	1442	1353	1220	1089
股东权益合计	15611	19254	23568	28208
负债和股东权益合计	37627	41349	46934	52203

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.58	12.33	12.06	6.00
EBIT 增长率	38.34	27.75	15.41	6.00
净利润增长率	65.40	25.56	16.88	6.55
盈利能力 (%)				
毛利率	30.00	33.04	33.20	33.20
净利润率	17.12	18.04	18.81	18.91
总资产收益率 ROA	8.97	10.24	10.55	10.10
净资产收益率 ROE	23.81	23.66	22.15	19.45
偿债能力				
流动比率	1.06	1.15	1.32	1.50
速动比率	0.87	0.95	1.11	1.29
现金比率	0.19	0.19	0.34	0.54
资产负债率 (%)	58.51	53.44	49.78	45.96
经营效率				
应收账款周转天数	71.15	60.00	60.00	60.00
存货周转天数	57.81	57.81	57.81	57.81
总资产周转率	0.54	0.55	0.54	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	2.01	2.52	2.95	3.14
每股净资产	8.44	10.67	13.32	16.16
每股经营现金流	2.19	3.22	3.75	3.99
每股股利	0.64	0.65	0.68	0.70
估值分析				
PE	13	10	9	8
PB	3.0	2.4	1.9	1.6
EV/EBITDA	9.73	7.75	6.52	5.73
股息收益率 (%)	2.50	2.56	2.66	2.76

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3475	4112	4806	5121
折旧和摊销	1292	1600	1728	1866
营运资金变动	-916	-255	-163	-209
经营活动现金流	3672	5399	6295	6693
资本开支	-1693	-4131	-3522	-3460
投资	51	-1097	6	504
投资活动现金流	-1553	-5216	-3503	-2942
股权募资	387	0	0	0
债务募资	339	360	100	100
筹资活动现金流	-2354	-143	-403	-403
现金净流量	-258	39	2388	3347

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001