

中材科技 (002080.SZ) 买入 (首次评级)

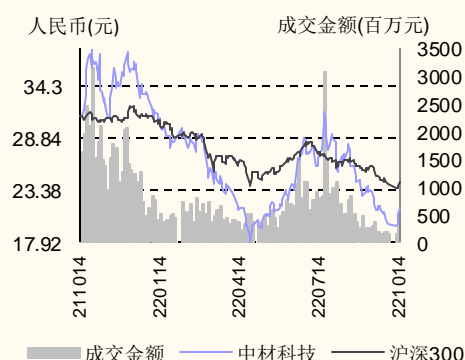
公司深度研究

市场价格 (人民币): 21.54 元

目标价格 (人民币): 32.18 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	16.78
已上市流通 A 股(亿股)	16.78
总市值(亿元)	361.47
年内股价最高最低(元)	38.24/17.92
沪深 300 指数	3842
深证成指	11122



叶片龙头迎行业盈利拐点，隔膜业务盈利加速改善

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,711	20,295	22,558	27,811	33,898
营业收入增长率	37.68%	8.47%	11.15%	23.29%	21.89%
归母净利润(百万元)	2,052	3,373	3,599	4,219	5,065
归母净利润增长率	48.70%	64.40%	6.68%	17.22%	20.06%
摊薄每股收益(元)	1.223	2.010	2.145	2.514	3.018
每股经营性现金流净额	1.97	2.19	2.61	3.59	3.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.62%	23.81%	21.66%	21.65%	22.09%
P/E	19.77	16.92	9.74	8.31	6.92
P/B	3.09	4.03	2.11	1.80	1.53

来源：公司公告、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司为叶片龙头，盈利能力领先，行业盈利将迎拐点。2020 年是风电行业的抢装年，行业毛利率处于阶段性高位；2021、1H22 年由于原材料价格高增、大型化下风机招标价格骤降，行业毛利率出现较大回落。公司布局上游玻纤，毛利率领先行业平均。预计随原材料价格持稳下跌、风机招标价格企稳，行业盈利能力将出现拐点。我们预计未来叶片行业稳态毛利率为 15%+。我们预计公司叶片业务 2022-2024 年收入为 69/91/109 亿元。
- 高景气下游需求支撑玻纤价格，公司盈利能力行业领先。风电+新能源车轻量化拉动国内玻纤需求增长，玻纤价格有支撑。据我们测算，2022-2025 年新能源对玻纤的总需求分别为 65/104/119/141 万吨，年复合增速达 29%。1H22 公司玻纤毛利率为 37.89%，同比下降 5.92PCT，毛利率下降主要原因为原材料价格上涨。但公司通过优化产品结构，抓住海外市场恢复机遇，出口销量同比增长 15%，使得单吨净利润同比提升 12%。我们预计公司玻纤业务 2022-2024 年收入为 94/110/126 亿元。
- 公司隔膜业务盈利加速改善，产能快速释放。1) 2017-1H22 年，公司单平净利润从-3.99 元提升到 0.27 元，尤其是 2022 年单平净利润显著提升。其主要原因是技术进步带来锂膜成本与产品结构的改善；2) 公司客户结构也在持续改善。2021 年公司隔膜涂覆产品供应韩国电池客户 SK，该年海外客户收入占比达 18.14%。目前宁德时代作为公司隔膜产业第一大客户，销售占比达 60%+；3) 公司产能快速释放，2021 年，公司隔膜业务产能已超 10 亿平米，我们预计 2022-2024 年公司隔膜业务产能分别为 16/30/50 亿平。我们预计公司隔膜业务 2022-2024 年收入为 17/26/47 亿元。

投资建议

- 我们预计公司 2022-2024 年分别实现净利润 36.0、42.2、50.7 亿元，对应 EPS 2.15 元、2.51 元、3.02 元，2022-2024 年年复合增速达 19%。公司当前股价对应三年 PE 分别为 10、8、7 倍。根据分部估值法，给予 2023 年叶片 20 倍，玻纤 10 倍，隔膜 25 倍，目标价 32.18 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 国际化实施风险、汇率损失风险、投融资风险。

姚遥

 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
 (8621)61357595
 yaoy@gjzq.com.cn

胡竞楠

 联系人
 hujingnan@gjzq.com.cn

内容目录

1、公司：做强叶片、做优玻纤、做大锂膜，实现多领域领先地位	4
2、叶片：叶片龙头，行业盈利将临拐点	5
2.1 能源转型推动需求增长，风电装机由周期步入成长	5
2.2 独立叶片企业与主机厂深度绑定	6
2.3 公司为叶片龙头，盈利能力领先	8
3、玻纤：高景气下游需求支撑玻纤价格，公司盈利能力保持领先	10
3.1 考虑下游需求高景气，玻纤价格有支撑	10
3.2 公司盈利能力领先，产能稳步扩张	12
4、隔膜：公司产能快速扩张，盈利加速改善	13
4.1 隔膜为锂电池关键材料，预计未来行业集中度提升	13
4.2 技术进步+客户结构改善促公司盈利提升	14
5、盈利预测与投资建议	16
6、风险提示	18

图表目录

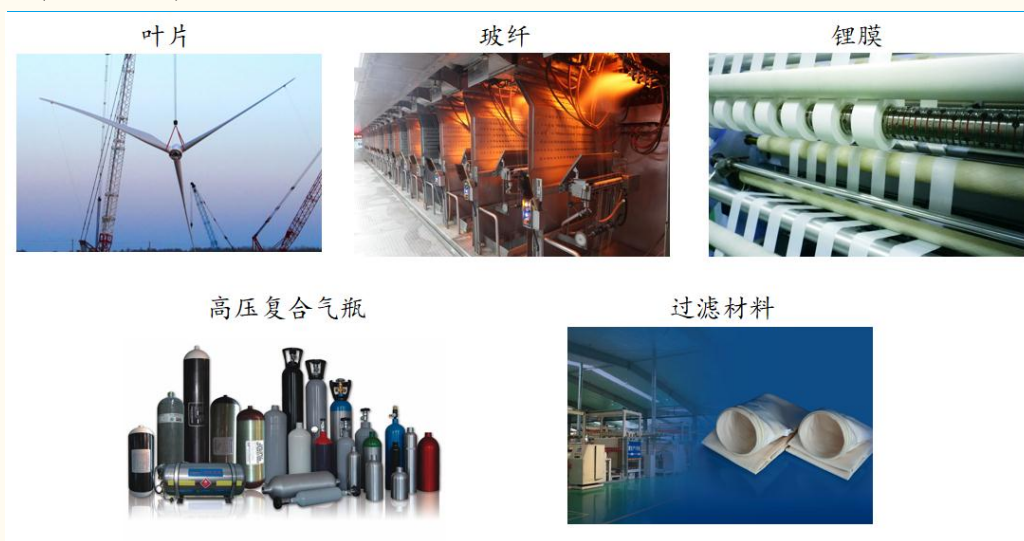
图表 1：公司产品示意图	4
图表 2：分产品收入构成	4
图表 3：光伏风电占全球发电量比例稳步提升	5
图表 4：国内风电装机开启“十四五”长周期景气（GW）	6
图表 5：风电叶片结构	6
图表 6：风力发电机组成本构成	6
图表 7：截至 2020 年，不同类型风力叶片制造厂商叶片产能	6
图表 8：独立叶片厂商与下游客户供应关系	8
图表 9：中材科技、时代新材、艾朗科技前几大客户占比情况（%）	8
图表 10：国内叶片厂商 CR2 市占率情况	9
图表 11：各叶片公司营收对比（亿）	9
图表 12：各叶片公司毛利率对比（%）	9
图表 13：中材科技近两年叶片产能扩张概况	10
图表 14：2021 年国内玻璃纤维企业产能格局	10
图表 15：国内玻纤产能增长情况（万吨）	11
图表 16：2020 年国内玻纤下游需求结构	11
图表 17：风电+新能源车对国内玻纤需求拉动	12
图表 18：玻纤公司毛利率对比（%）	12
图表 19：玻纤公司营收对比（亿元）	12
图表 20：2018-1H22 中材科技玻纤业务单吨净利润（百元/吨）	12
图表 21：2018-2020 公司玻纤产品下游应用占比情况	13
图表 22：玻璃纤维及制品产能(万吨)	13

图表 23: 隔膜是锂电池的关键材料	14
图表 24: 2021 年中国锂电池隔膜生产企业竞争格局	14
图表 25: 中材科技锂膜单平净利润 (元/平米)	15
图表 26: 中材科技锂膜收入及增长	15
图表 27: 锂膜公司营收对比 (亿元)	15
图表 28: 2018-2021 中材锂膜产能 (亿平米)	16
图表 29: 公司业务分拆预测表	16
图表 30: 2023 年公司净利润预测	17
图表 31: 可比公司估值	17

1、公司：做强叶片、做优玻纤、做大锂膜，实现多领域领先地位

- 2001 年公司成立，主要从事特种纤维复合材料及其制品的制造与销售；2006 年，公司于深圳证券交易所上市；2007 年，公司设立中材叶片，进军风电叶片领域；2011 年，公司布局锂电池隔膜领域；2016 年，公司设立子公司中材锂膜，收购泰山玻纤 100% 股份，形成以中材叶片为代表的复合材料制品业、以泰山玻纤为代表的玻璃纤维及制品业两大支柱型产业；2019 年公司并购湖南中锂 60% 股权，锂电池隔膜规模提升至行业前列。2022 年公司购买中材锂膜 10.32% 股权，交易完成后，公司持有中材锂膜股权比例从 59.43% 增至 69.75%。
- 公司围绕新能源、新材料、节能减排等战略性新兴产业方向，聚焦特种纤维、复合材料、新能源材料三大赛道，以“做强叶片、做优玻纤、做大锂膜”的产业发展思路，集中优势资源大力发展风电叶片、玻璃纤维及制品、锂电池隔膜三大主导产业，同时从事高压复合气瓶、膜材料及其他复合材料制品的研发、制造及销售。

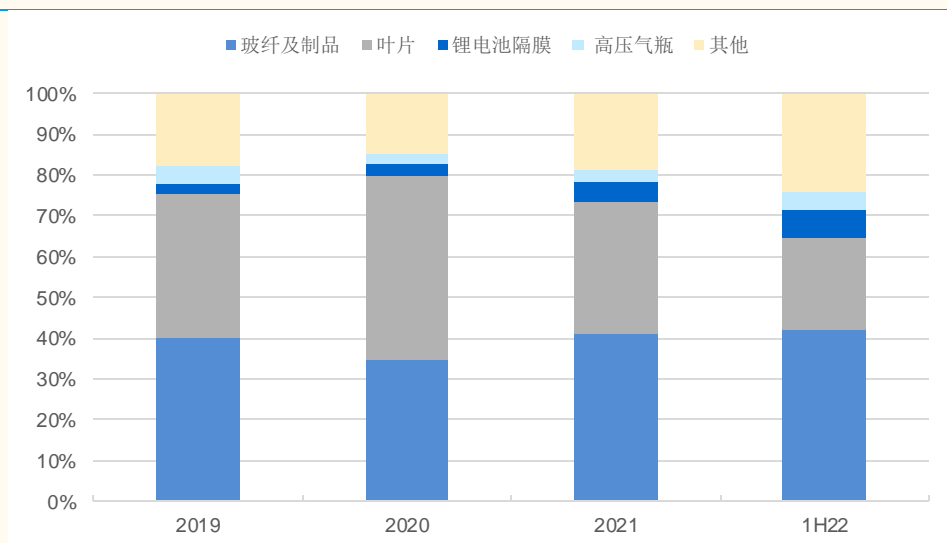
图表 1：公司产品示意图



来源：公司官网，国金证券研究所

- 玻纤及制品、叶片为公司两大主营业务，1H22 营收占比分别为 42%、23%。隔膜业务快速发展，1H22 营收占比提升至 7.24%，相较 2019 年提高 4.77PCT。

图表 2：分产品收入构成



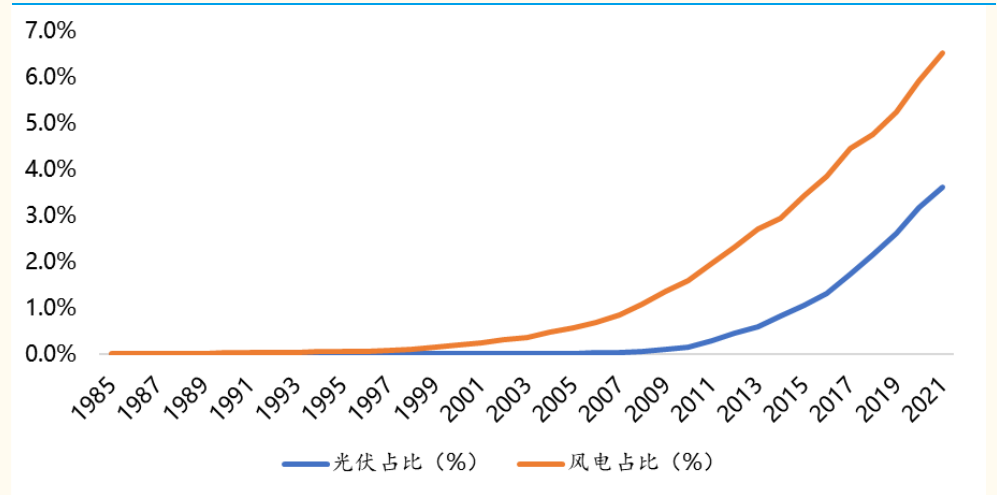
来源：公司公告，国金证券研究所

2、叶片：叶片龙头，行业盈利将临拐点

2.1 能源转型推动需求增长，风电装机由周期步入成长

- 光伏风电行业近年快速发展，占全球发电量比例稳步提升，2021 年光伏、风电占全球发电量的比例仅为 3.6%、6.5%，同比分别增加 0.4PCT、0.6PCT。

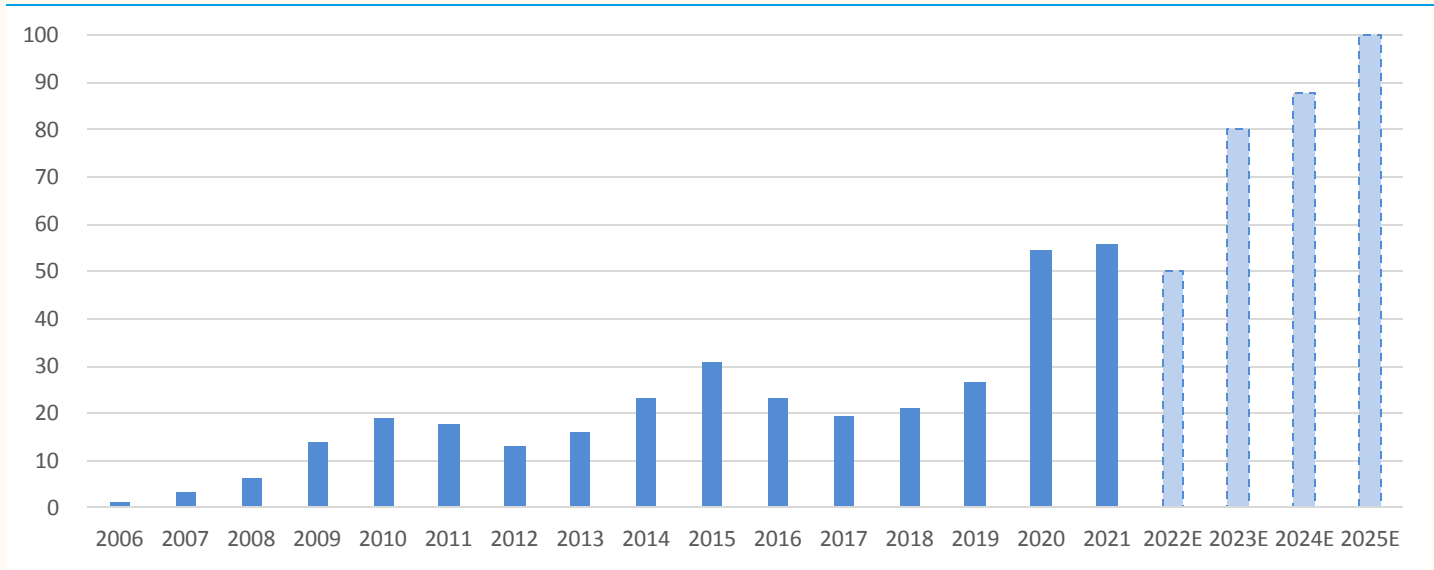
图表 3：光伏风电占全球发电量比例稳步提升



来源：BP，国金证券研究所

- 2010、2015、2020 年为国内风电三次抢装。随着 2021 年陆风进入平价时代，叠加大型化产业链协同降本，风电装机正式由周期性走向成长性，开启“十四五”长周期景气。据我们不完全统计，2021 年共招标 54GW，2022 年 1-9 月共招标 75GW。考虑下游业主下半年招标一般低于上半年，我们预计 2022 年风电招标规模将达 80-100GW。由于上一年招标规模可预示着下一年装机水平，我们预计今年、明年国内风电装机为 55-60、80-90GW。据我们统计，各省“十四五”期间风电总装机规划达 290GW。根据现有招标水平以及“十四五”风电规划，在中性预期下，我们预计 2022-2025 年国内风电装机分别为 50/80/88/100GW，2023-2025 年装机增速分别为 60%/10%/14%。

图表 4：国内风电装机开启“十四五”长周期景气（GW）

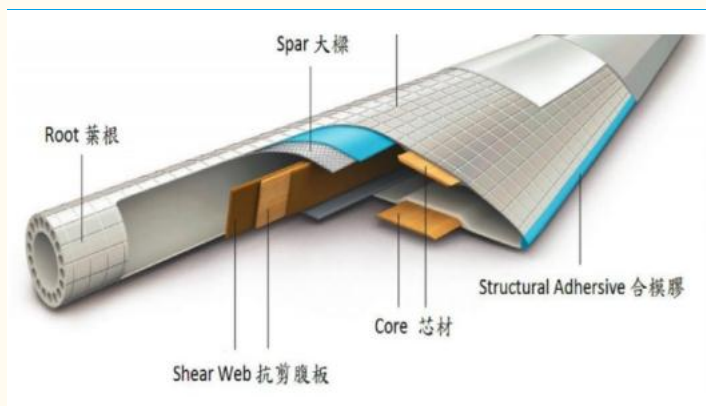


来源：CWEA，能源局，国金证券研究所

2.2 独立叶片企业与主机厂深度绑定

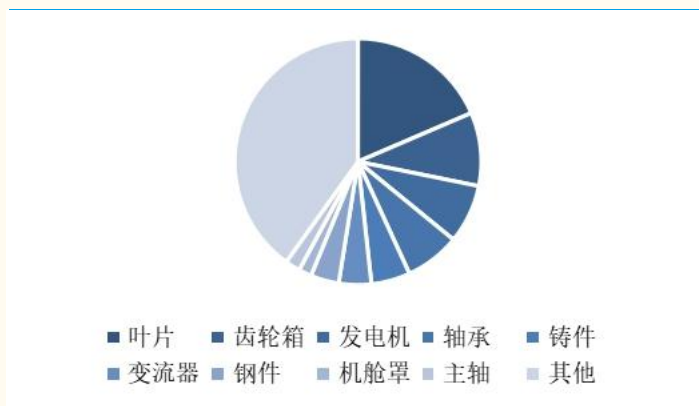
- 风电叶片是一个复合材料制成的薄壳结构，一般由外壳、腹板和主梁三部分组成，复合材料在整个风电叶片中的重量一般占到 90%以上。以电气风电 2020 年双馈风机采购成本为例，叶片占风机价值量占比约为 18.6%。

图表 5：风电叶片结构



来源：上纬新材招股说明书，国金证券研究所

图表 6：风力发电机组成本构成



来源：电气风电招股说明书，国金证券研究所

- 叶片制造商主要分为独立风力叶片制造商和配套风力叶片制造的整机厂商两种。在风电行业发展初期，整机厂配套叶片产能为主流模式。据 GWEC 统计，自从 2006 年以来，考虑风电行业景气周期变化+降低供应链复杂度等因素，整机厂配套叶片制造的占比逐渐下降。截至 2020 年，全球共有 15 家风机厂配套叶片产能，占总叶片产能比约达 30%。

图表 7：截至 2020 年，不同类型风力叶片制造厂商叶片产能

序号	类型	具体公司	产能 (MW)	覆盖需求比例 (%)	是否能生产海风叶片
1	国外风电整机厂商	维斯塔斯	10420	85%	是
2		西门子-歌美飒	8900	85%	是
3		爱纳康	2000	80%	否
4		The Nordex Group	2500	30%	否
5		VENSYS	300	100%	否

6		EWT	200	100%	否
7		MAPNA	100	100%	否
8		Suzlon	3600	100%	否
9		INOX	1600	100%	否
10	国外独立叶片制造厂商	艾尔姆 (LM)	12000-14000		是
11		迪皮埃 (TPI)	15000-18000		否
12		Molded Fiber Glass (MFG)	1000		否
13		Tecsis Technology	5000		否
14		Aeris	4000-5000		否
15	国内风电整机厂商	联合动力	1000	50%	否
16		明阳智能	4500	80%	是
17		东方电气	1500	100%	是
18		三一重能	2000	100%	否
19		远景能源	400	5%	否
20	国内独立叶片制造厂商	中材科技	10000		是
21		中复连众	6000		是
22		时代新材	10000		是
23		艾朗科技	9000		是
24		中科宇能	5000		是
25		吉林重通成飞	4500		是
26		洛阳双瑞	4500		是
27		天顺风能	3000		是
28		上海玻璃钢研究院	1400		是

来源: GWEC, 国金证券研究所 (艾尔姆 (LM) 虽已被 GE 收购, 但是考虑其依旧为其他其他整机厂商提供叶片, 因此, 将他视为独立叶片制造商)

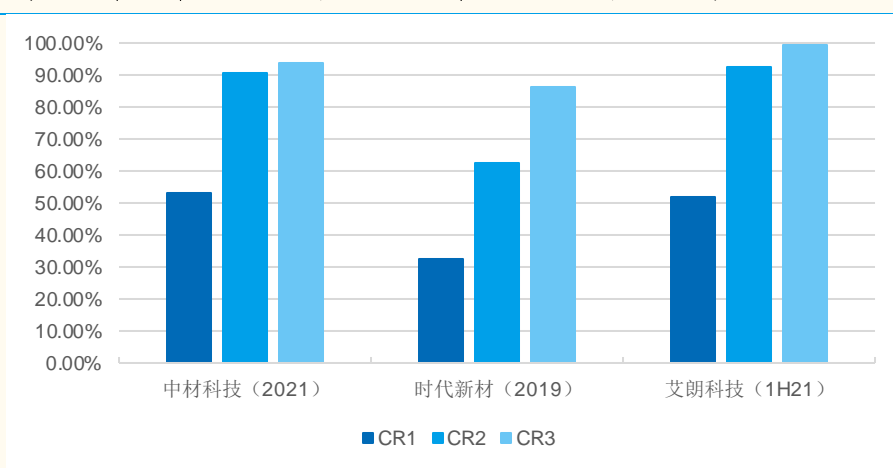
- , 从历史经验上看, 整机厂多在行业景气上行阶段, 开始自建叶片产能, 例如远景在 2020 年国内陆风抢装年布局叶片产能; 而在景气下行阶段, 关停叶片产能, 例如 ENCORE 在 2018 年德国风电市场衰退后, 调整了其垂直供应链策略, 预计未来整机厂将更多采取“自产+外包”相结合的形式。整机厂自建叶片的优点主要有: 1) 在行业高景气阶段, 保障其叶片产能; 2) 垂直一体化下可降低其成本; 3) 建厂可帮助整机企业拿到风资源。而整机厂外包叶片的优点主要有: 1) 应对行业风险更灵活; 2) 缩短新型产品推出上市时间。叠加目前风电产业链已成熟, 我们预计未来整机厂将更多采取“自产+外包”相结合的形式, 长期看, 整机厂自产叶片产能占比预计会呈下降趋势。
- 由于叶片具有定制化属性, 独立叶片企业通常与主机厂有较深度绑定。国内产能排名前三的独立叶片企业的前三大客户营收占比均达到较高水平。据各家公司最新公告披露, 2021 年中材科技前三大客户占比达 90%; 2019 年时代新材前三大客户占比达 63%; 1H21, 艾朗科技前三大客户占比达 92%。

图表 8：独立叶片厂商与下游客户供应关系

供应商	维斯塔斯	西门子-歌美飒	金风科技	GE	远景能源	明阳智能	恩德集团	爱纳康	运达股份	东方电气
自产	★	★			☆	★	★	★		★
艾尔姆 (LM)		☆	★	★	★			☆		
迪皮埃 (TPI)	★	★		★			★	★		
AERIS	★			☆				☆		
中材科技			★	☆	★				★	
时代新材	☆				★		☆		★	
中科宇能			★						★	
艾朗科技	★	☆	★		☆					
重通成飞			☆			★			☆	
洛阳双瑞			☆							
天顺风能					★					

来源：GWEC，国金证券研究所（主要供应商：★；小型供应商业：☆）

图表 9：中材科技、时代新材、艾朗科技前几大客户占比情况 (%)

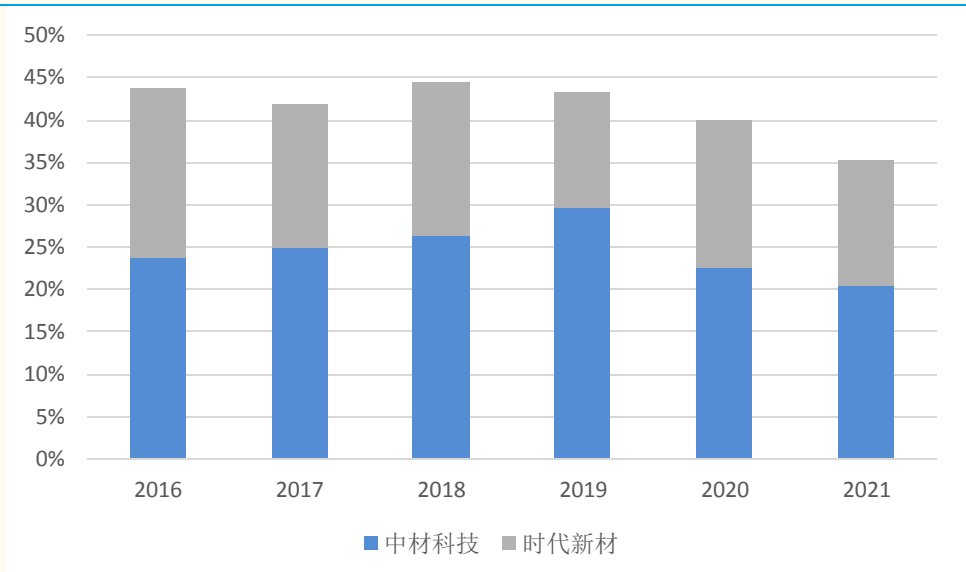


来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 公司为叶片龙头，盈利能力领先

- 公司与时代新材是国内风机叶片的主要供应商，公司市占率持续保持行业领先，龙头地位稳固。据我们测算，2016-2020 年国内 CR2 市占率维持在 40%-45%。2020 年受行业抢装影响，风机吊装规模的大幅上涨带动叶片市场规模快速扩张。据 CWEA 统计，2021/2020 年风电新增吊装分别为 56/54GW，较 2019 年的 27GW 有明显提升。叠加 2021 年原材料价格大幅上涨，叶片厂放弃部分盈利较低订单，2021 年 CR2 阶段性下滑，为 35%。我们预计未来随着风电进入平价时代，叠加叶片大型化，行业头部厂商集中度将回升。

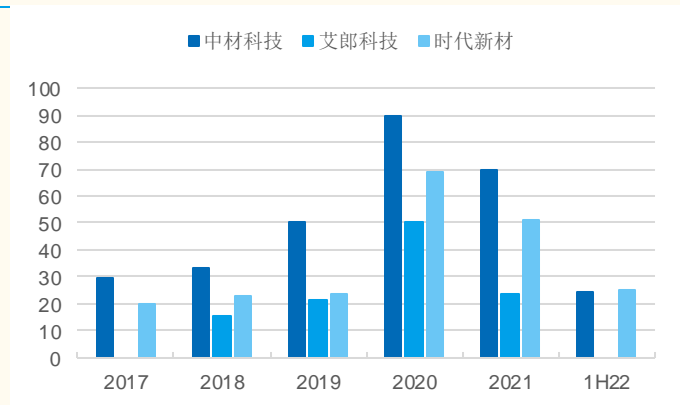
图表 10: 国内叶片厂商 CR2 市占率情况



来源: 公司公告, 国家能源局, CWEC, 国金证券研究所 (不考虑公司少量海外出货)

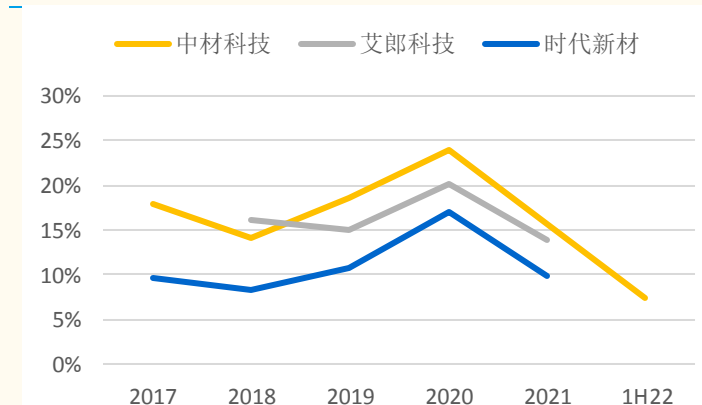
- 受益于行业需求增长, 叶片厂商近五年营收快速增长。中材科技、时代新材 2017-2021 年叶片营收年复合增速达 24%、26%。2020 年是风电行业的抢装年, 行业毛利率处于阶段性高位; 2021、1H22 年由于原材料价格高增、大型化下风机招标水平骤降, 行业毛利率出现较大回落。公司布局上游玻纤, 毛利率领先行业平均。预计随原材料价格持稳下跌、风机招标价格企稳, 行业盈利能力将出现拐点。我们预计未来叶片行业稳态毛利率为 15%+。

图表 11: 各叶片公司营收对比 (亿)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 12: 各叶片公司毛利率对比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (2021 年艾朗科技毛利率采用 1H21 数据)

- 公司目前具备年产 12GW 以上风电叶片生产能力, 拥有江苏阜宁、河北邯郸、江西萍乡、甘肃酒泉、内蒙古锡林浩特、吉林白城、内蒙古兴安盟等 7 个生产基地, 并开始布局海外市场。2021 年底, 公司计划于巴西投资建设年产 260 套风电叶片制造基地。

图表 13: 中材科技近两年叶片产能扩张概况

时间	产能布局情况
2021	启动沿海与西北地区新基地建设
2021	实现吉林白城公司产能升级
2021	完成 26 项模具更新项目, 实现产能向 80 米及以上产品迭代升级
2021	启动投资建设巴西首个海外生产基地
2022	启动建设陕西榆林、新疆伊吾两个内陆基地。
2022	启动建设广东阳江海上生产基地

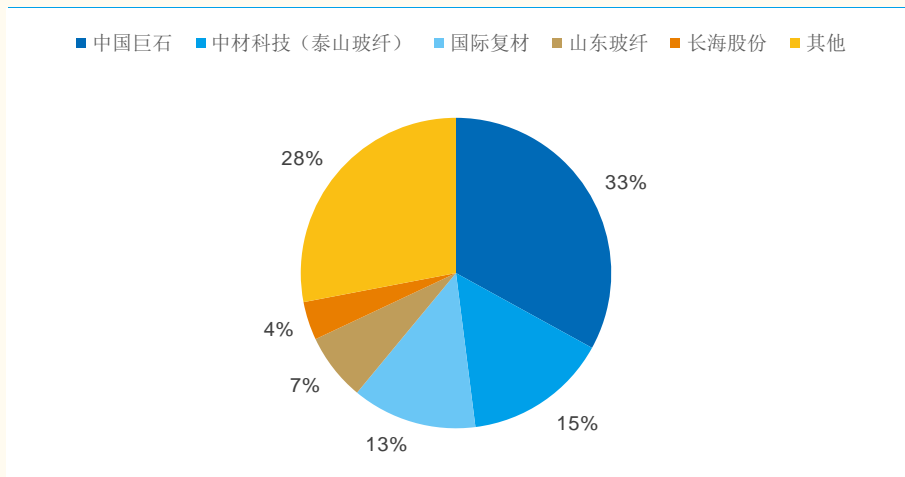
来源: 公司公告, 国金证券研究所

3、玻纤: 高景气下游需求支撑玻纤价格, 公司盈利能力保持领先

3.1 考虑下游需求高景气, 玻纤价格有支撑

- 2021 年中国巨石、中材科技(泰山玻纤)、国际复材合计产能约占全国玻纤行业总产能的 61%, 国内玻纤行业集中度高。

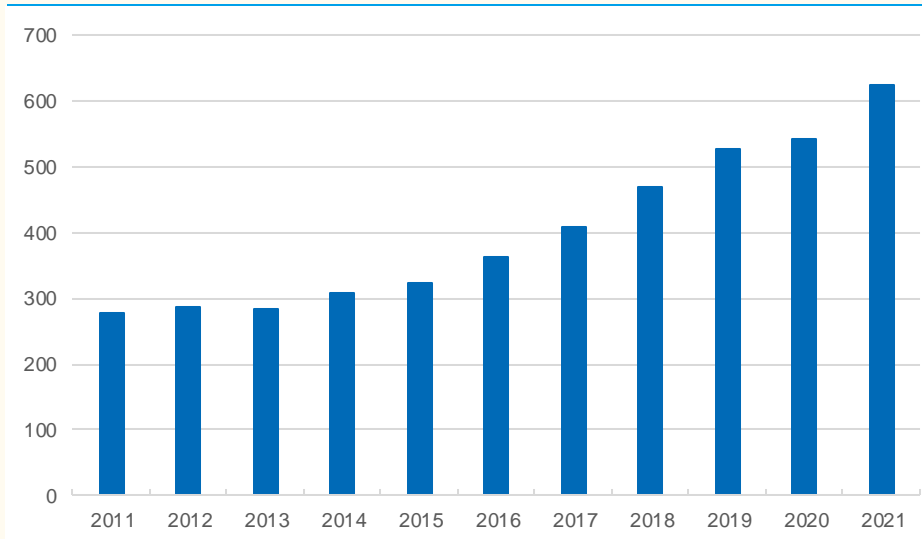
图表 14: 2021 年国内玻璃纤维企业产能格局



来源: 国际复材招股说明书, 国金证券研究所

- 近年来, 受益于下游风力发电、轨道交通、汽车轻量化、电子通信等行业的稳定增长, 对高性能玻纤及其制品的需求快速增长。2012 年至 2021 年, 国内玻纤产量由 288 万吨增加至 624 万吨, 年复合增速达 8.97%。

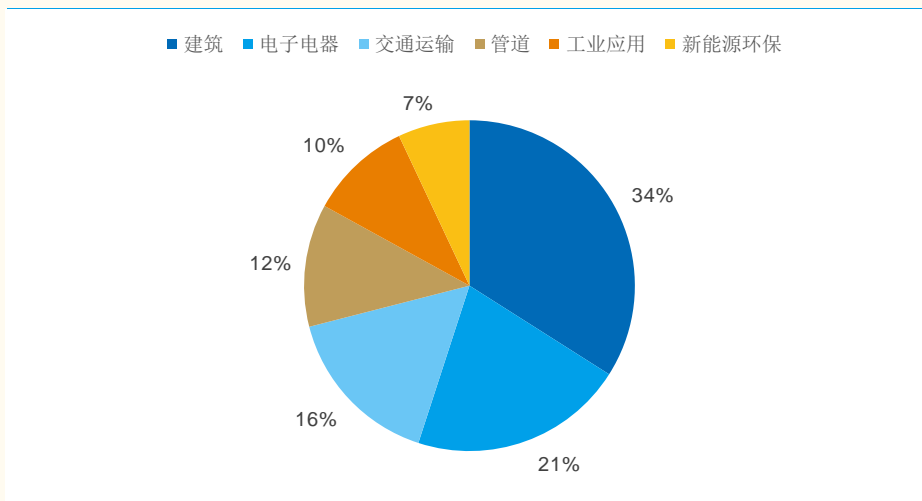
图表 15: 国内玻纤产能增长情况 (万吨)



来源: 中国玻璃纤维工业协会, 国金证券研究所

- 据中国玻璃纤维工业协会统计, 2020 年我国玻璃纤维下游需求主要是以建筑材料、电子电器材料和交通运输领域为主, 占比分别为 34%、21%、16%。

图表 16: 2020 年国内玻纤下游需求结构



来源: 中国玻璃纤维工业协会, 国金证券研究所

- 1) 风电: 玻纤主要应用于风电叶片和机舱罩环节。据明阳招股说明书披露, 1H18 年单 GW 风机玻纤用量约为 1 万吨。据我们预计, 2022-2025 年国内风电行业新增装机为 50/80/88/100GW。风电长周期景气拉动玻纤需求;
- 2) 新能源车轻量化: 玻纤在新能源车上的应用可起到减重降本作用。据《节能与新能源汽车技术路线图》指出, 预计 2025 年新能源汽车改性塑料用量将从 2019 年的 163 千克/台提升至 247 千克/台。据前瞻产业研究院统计, 复合材料(主要为玻纤)占改性塑料用量的 11.5%。据我们预计, 2022-2025 年国内新能源车产量为 650/950/1150/1400 万台。新能源车需求高景气拉动玻纤需求。考虑下游风电+电动车需求均处于高景气, 玻纤价格有支撑。

图表 17: 风电+新能源车对国内玻纤需求拉动

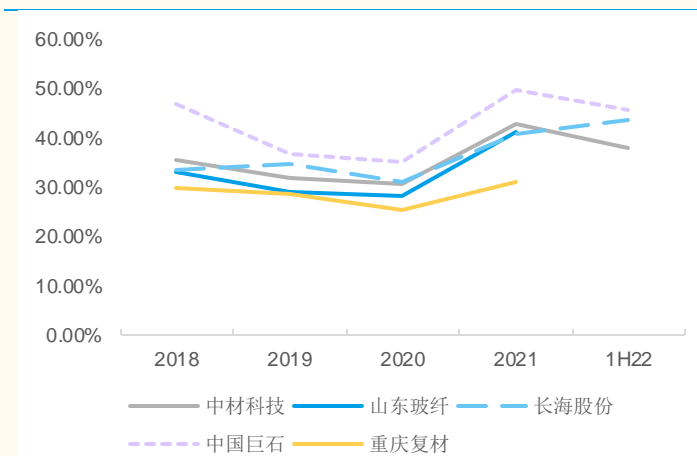
	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
风电					
国内新增装机 (GW)	56	50	80	88	100
玻纤单位用量 (万吨/GW)	1	1	1	1	1
玻纤需求 (万吨)	56	50	80	88	100
新能源车					
国内新能源车产量 (万台)	355	650	950	1150	1450
改性材料用 (千克/台)	193	205	223	235	247
玻纤占比	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%
玻纤需求 (万吨)	8	15	24	31	41
玻纤总需求 (万吨)	64	65	104	119	141

来源:《节能与新能源汽车技术路线图》, 明阳智能招股说明书, 国金证券研究所

3.2 公司盈利能力领先, 产能稳步扩张

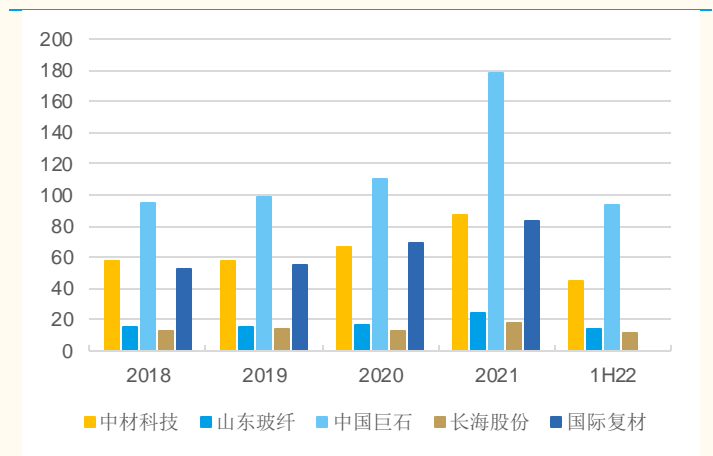
- 1H22 公司毛利率为 37.89%, 同比下降 5.91PCT, 毛利率下降主要原因为原材料价格上涨。但公司通过优化产品结构, 抓住海外市场恢复机遇, 出口销量同比增长 15%, 使得单吨净利润同比提升 12%, 公司玻纤业务的盈利保持行业领先。

图表 18: 玻纤公司毛利率对比 (%)



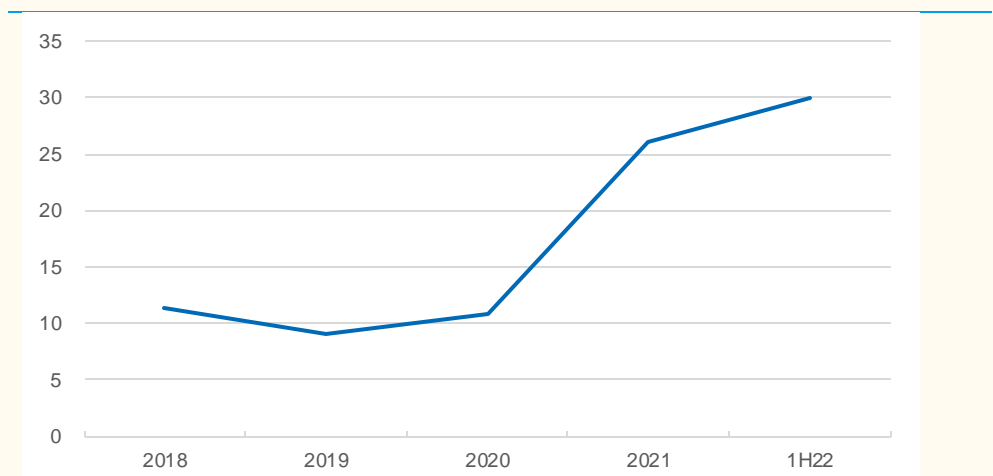
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 19: 玻纤公司营收对比 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

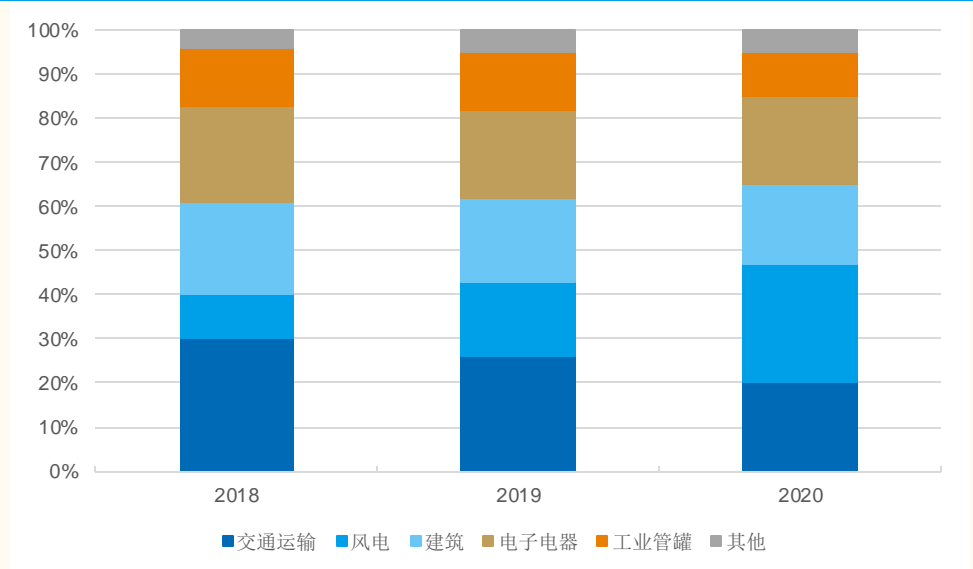
图表 20: 2018-1H22 中材科技玻纤业务单吨净利润 (百元/吨)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司产品涉及下游行业众多，主要应用于交通运输、风电、建筑、电子电器、工业管罐等行业。其中风电应用占比逐年提升，由 2019 年的 10% 提升至 2020 年的 27%。

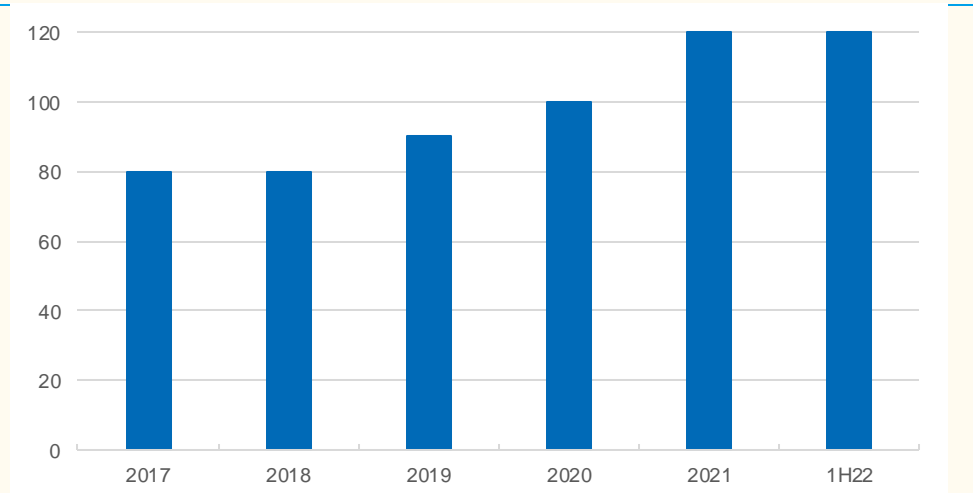
图表 21：2018-2020 公司玻纤产品下游应用占比情况



来源：泰山玻纤债务跟踪评级报告，国金证券研究所

- 公司 2021 年年底玻纤产能为 120 万吨，2017-2021 年产能年复合增速达 11%，产能稳步扩张。2022 年 7 月，公司计划于山西太原建设年产 30 万吨玻纤项目，项目建设期在 26 个月。

图表 22：玻璃纤维及制品产能(万吨)



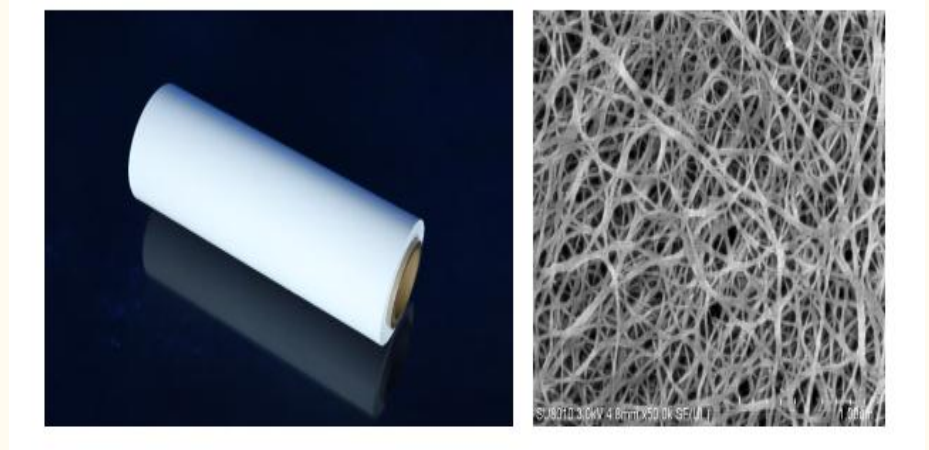
来源：公司公告，国金证券研究所

4、隔膜：公司产能快速扩张，盈利加速改善

4.1 隔膜为锂电池关键材料，预计未来行业集中度提升

- 作为锂电池生产的关键材料，在电解反应时，隔膜将正负两极分开，防止在电解池中直接反应损失能量。隔膜的作用是隔离正负极、防止短路、吸收电解液、导通锂离子，并阻隔电子，性能优异的隔膜对提高电池的综合性能具有重要的作用。

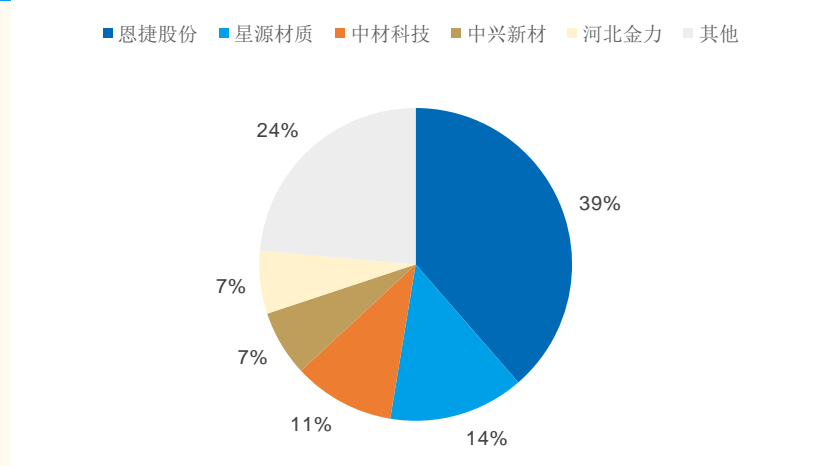
图表 23: 隔膜是锂电池的关键材料



来源：中材锂膜，国金证券研究所

- 中国隔膜行业产能集中度较高，国内厂商以恩捷股份、星源材质、中材科技等企业为主，2021 年行业 CR3 达 63.1%。作为典型的重资产行业，隔膜规模效应明显，行业壁垒高。近年来传统隔膜企业开启大规模扩产模式，同时加大对国际市场的开拓力度。随着市场竞争加剧和头部企业规模技术提升，预计未来行业集中度将进一步提高。

图表 24: 2021 年中国锂电池隔膜生产企业竞争格局

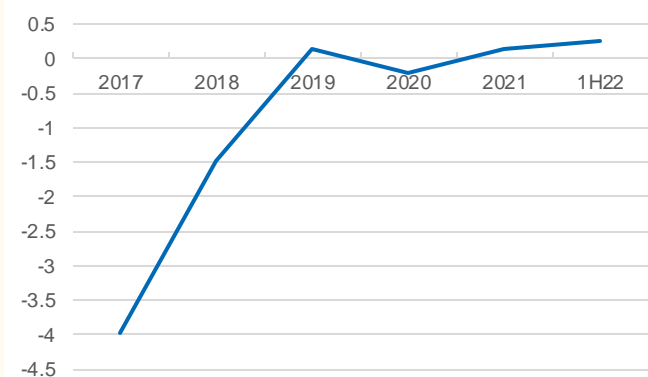


来源：GGII，国金证券研究所

4.2 技术进步+客户结构改善促公司盈利提升

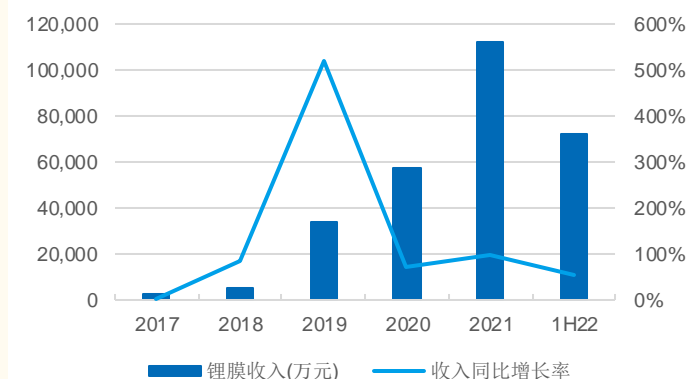
- 2017-1H22 年，公司单平净利润从-3.99 元提升到 0.27 元，尤其是 2022 年单平净利润显著提升。其主要原因是技术进步带来锂膜成本与产品结构的改善。公司通过技改提高生产线车速，锂膜 A 品率稳步提升，单位成本下降 20%以上，同时通过新产品新技术开发推进专利布局，不断提升高附加值产品占比，盈利能力大幅提升。

图表 25: 中材科技锂膜单平净利润 (元/平米)



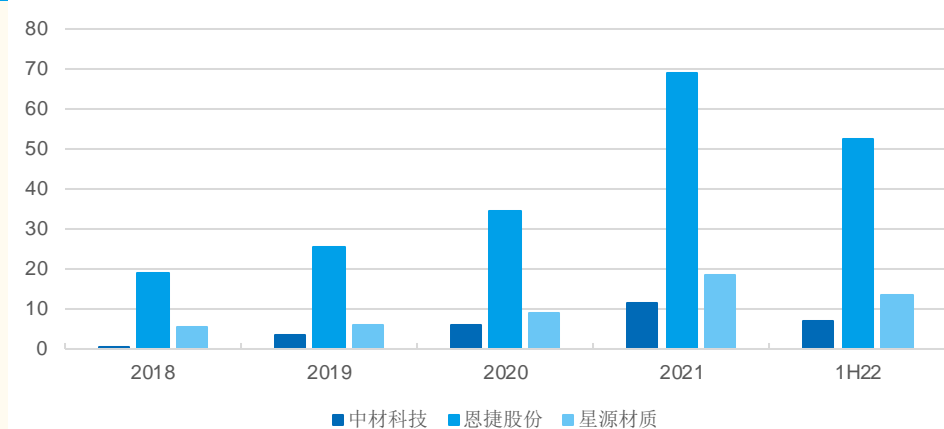
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 26: 中材科技锂膜收入及增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

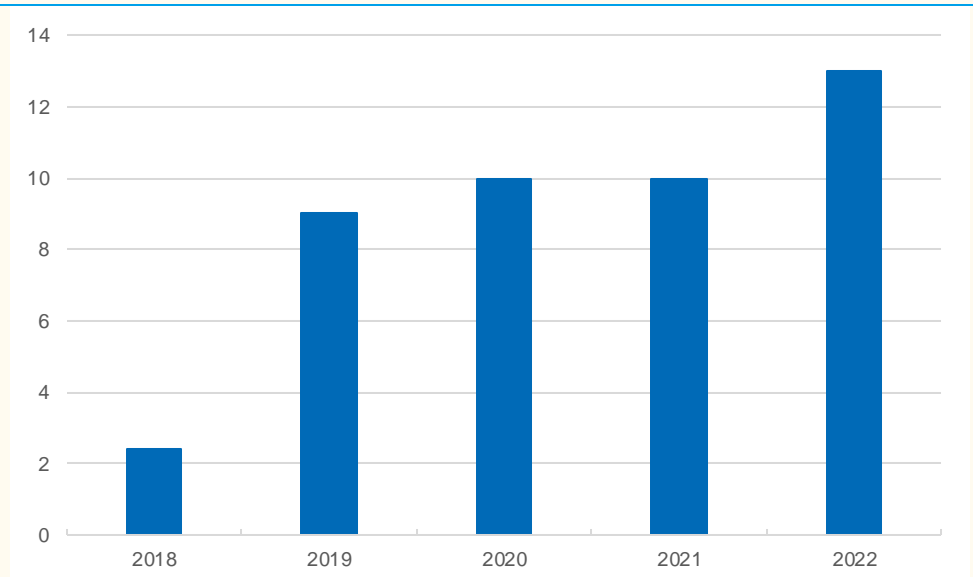
图表 27: 锂膜公司营收对比 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司已为多家国内电池企业批量供货, 并与部分知名电池厂商签订长期合作协议, 同时积极开发国际客户, 客户结构持续改善。2021 年公司隔膜涂覆产品供应韩国电池客户 SK, 该年海外客户收入占比达 18.14%。目前公司已与国内头部电池企业确定战略合作关系, 宁德时代作为公司隔膜产业第一大客户, 销售占比达 60%+。
- 2018-1H22 公司隔膜产能的年复合增速达 52.56%, 产能快速释放。截至 2022 年上半年, 公司已具备年产 13 亿平方米以上基膜的生产能力, 在山东滕州、湖南常德、湖南宁乡以及内蒙呼和浩特布局了四个生产基地。目前公司正加紧推进内蒙项目、滕州三期项目、南京项目等新产能建设, 已披露拟建规模为 30 亿平方米。

图表 28: 2018-2021 中材锂膜产能 (亿平米)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

5、盈利预测与投资建议

- 叶片: 1) 销量: 预计 2022-2024 年国内风电新增装机达 50/80/88GW, 预计公司 2022-2024 年叶片销量随下游装机增长而增长; 2) 毛利率: 我们预计 2022-2024 年公司叶片业务毛利率分别为 12%/15%/16%。2022 年毛利率低于 2021 年主要是由于大宗商品价格上涨以及陆风机组价格持续下跌带来的产品售价下跌。预计后续毛利率持稳上升主要是由于陆风机组招标价格企稳以及大宗商品价格持稳下降。
- 玻纤: 1) 产能: 我们预计 2022-2024 年公司玻纤业务产能分别为 126/140/160 万吨; 2) 毛利率: 我们预计 2022-2024 年公司玻纤业务毛利率分别为 36%/37%/38%。2022 年毛利率低于 2021 年主要是由于 3Q22 玻纤价格出现下跌, 我们预计随下游需求高景气, 玻纤价格有望企稳回升, 因此毛利率有望提升。
- 隔膜: 1) 产能: 我们预计 2022-2024 年公司隔膜业务产能分别为 16/30/50 亿平; 2) 毛利率: 我们预计 2022-2023 年公司隔膜业务毛利率分别为 33%/39%/41%。隔膜毛利率快速提升一方面受益于公司技术进步, 另一方面受益于公司客户结构持续优化。
- 期间费用率: 受益于规模效应, 我们预计公司 2022-2024 年销售费用率、管理费用率、研发费用率相较 2021 年稳步下降, 其中销售费用率分别为 1.2%/1.0%/1.0%, 管理费用率分别为 4.2%/4.0%/4.0%。研发费用率分别为 4.5%/4.4%/4.4%。

图表 29: 公司业务分拆预测表

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
叶片	营收 (百万元)	8977	6976	6921	9125	10907
	毛利 (百万元)	2148	1100	818	1332	1789
	毛利率 (%)	24%	16%	12%	15%	16%
玻纤	营收 (百万元)	6850	8751	9373	10965	12567
	毛利 (百万元)	2145	3739	3370	4013	4757
	毛利率 (%)	31%	43%	36%	37%	38%
隔膜	营收 (百万元)	576	1126	1652	2593	4680
	毛利 (百万元)			545	1,020	1,929
	毛利率 (%)			33%	39%	41%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们预计公司 2022-2024 年分别实现净利润 36.0、42.2、50.7 亿元，对应 EPS 2.15 元、2.51 元、3.02 元，2022-2024 年年复合增速达 19%。公司当前股价对应三年 PE 分别为 10、8、7 倍。
- 由于公司叶片、玻纤业务分别披露净利润、毛利率水平，我们假设保持期间费用率持稳下降，预计 2023 年公司叶片、玻纤净利润分别为 5.5 亿、31 亿元。假设隔膜业务单平净利快速提升，2023 年达 0.35 元/平方米，因此预计净利润为 6.7 亿元，考虑隔膜业务持股比例为 69.75%，归母净利润为 4.6 亿元。
- 根据分部估值法，考虑目前股价处在低位，综合考虑现有环节估值水平和历史估值中枢，给予 2023 年叶片 20 倍估值，玻纤 10 倍估值，隔膜 25 倍估值，目标价 32.18 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 30：2023 年公司净利润预测

	2021	2023E
叶片		
营收（亿元）	71	91
净利润（亿元）	5.1	5.5
净利润率	7%	6%
毛利率	16%	15%
期间费用率	9%	9%
玻纤		
营收（亿元）	90	110
净利润（亿元）	28.9	31
净利润率	32%	29%
毛利率	43%	37%
期间费用率	10%	8%
隔膜		
营收（亿元）	11.7	25.93
销量（亿平方米）	6.8	19
单平净利（元/平方米）	0.1	0.35
净利润（亿元）	0.88	6.65
持股比例	59.43%	69.75%
归母净利润（亿元）	0.52	4.64

来源：国金证券研究所

图表 31：可比公司估值

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
风电												
002531.SZ	天顺风能	14.7	0.60	0.73	0.71	1.06	1.32	24	20	21	14	11
600458.SH	时代新材	8.9	0.41	0.23	0.42	0.70	0.92	22	39	21	13	10
	平均数		0.51	0.48	0.57	0.88	1.12	23	29	21	13	10
玻纤												
600176.SH	中国巨石	13.3	0.69	1.51	1.67	1.75	1.95	19	9	8	8	7
300196.SZ	长海股份	14.5	0.66	1.40	1.78	2.12	2.56	22	10	8	7	6
605006.SH	山东玻纤	8.9	0.40	1.09	1.14	1.33	1.55	22	8	8	7	6
	平均数		0.58	1.33	1.53	1.73	2.02	21	9	8	7	6
隔膜												
002812.SZ	恩捷股份	175.8	1.34	3.06	5.59	8.14	10.76	131	57	31	22	16

300568.SZ	星源材质	21.3	0.27	0.39	0.64	1.09	1.49	79	55	33	20	14
平均数			0.81	1.73	3.12	4.61	6.13	105	56	32	21	15

来源：WIND，国金证券研究所（股价采用 2022 年 10 月 14 日）

6、风险提示

- 国际化实施风险。公司两大支柱型产业风电叶片及玻璃纤维其规模化、专业化水平在国内均位居领先地位。公司坚持做优做大做强支柱型产业，力争进一步提高市场占有率，实施国际化战略、着手布局全球市场是必由之路。在实施国际化的进程中因境外投资及海外开拓经验不足，缺乏相应人才，存在国际化成效不显著的风险。
- 汇率损失风险。公司经营的海外业务主要以美元或当地货币作为结算货币，存在因汇率变动而使公司境外业务收入和货币结算的汇率损失风险。
- 投融资风险。根据公司战略规划，十四五期间公司的产业发展路径将主要通过自主新建与投资并购，一方面投资发展存在巨大的资金需求，另一方面自主投资或外延并购项目必将带来包括经营管理、文化融合、经济效益等各个方面的风险。

单击或点击此处输入文字。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	13,590	18,711	20,295	22,558	27,811	33,898
增长率		37.7%	8.5%	11.1%	23.3%	21.9%
主营业务成本	-9,935	-13,636	-14,207	-16,396	-19,871	-23,679
%销售收入	73.1%	72.9%	70.0%	72.7%	71.5%	69.9%
毛利	3,656	5,075	6,088	6,162	7,940	10,220
%销售收入	26.9%	27.1%	30.0%	27.3%	28.5%	30.1%
营业税金及附加	-147	-169	-205	-203	-236	-288
%销售收入	1.1%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-528	-306	-283	-259	-278	-339
%销售收入	3.9%	1.6%	1.4%	1.2%	1.0%	1.0%
管理费用	-734	-835	-996	-936	-1,112	-1,356
%销售收入	5.4%	4.5%	4.9%	4.2%	4.0%	4.0%
研发费用	-515	-958	-961	-1,004	-1,210	-1,475
%销售收入	3.8%	5.1%	4.7%	4.5%	4.4%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	1,732	2,808	3,643	3,759	5,103	6,762
%销售收入	12.7%	15.0%	17.9%	16.7%	18.3%	19.9%
财务费用	-361	-433	-487	-534	-650	-673
%销售收入	2.7%	2.3%	2.4%	2.4%	2.3%	2.0%
资产减值损失	-110	-362	-79	-66	1	-13
公允价值变动收益	1	9	0	0	0	0
投资收益	-16	7	48	150	150	50
%税前利润	n.a	0.3%	1.2%	3.4%	2.9%	0.8%
营业利润	1,558	2,322	4,099	4,409	5,204	6,326
营业利润率	11.5%	12.4%	20.2%	19.5%	18.7%	18.7%
营业外收支	107	27	25	40	40	40
税前利润	1,666	2,349	4,124	4,449	5,244	6,366
利润率	12.3%	12.6%	20.3%	19.7%	18.9%	18.8%
所得税	-237	-381	-649	-700	-825	-1,001
所得税率	14.2%	16.2%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%
净利润	1,428	1,969	3,475	3,749	4,419	5,365
少数股东损益	49	-83	102	150	200	300
归属于母公司的净利润	1,380	2,052	3,373	3,599	4,219	5,065
净利率	10.2%	11.0%	16.6%	16.0%	15.2%	14.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,428	1,969	3,475	3,749	4,419	5,365
少数股东损益	49	-83	102	150	200	300
非现金支出	1,221	1,482	1,371	1,416	1,512	1,689
非经营收益	327	276	-258	-355	122	195
营运资金变动	-6	-426	-916	-429	-32	-557
经营活动现金净流	2,970	3,301	3,672	4,381	6,020	6,691
资本开支	-2,108	-1,709	-1,693	-2,095	-2,560	-2,560
投资	-1,230	-278	51	-232	0	0
其他	56	-5	89	150	150	50
投资活动现金净流	-3,282	-1,992	-1,553	-2,177	-2,410	-2,510
股权募资	0	24	387	0	0	0
债权募资	2,084	868	339	466	-816	0
其他	-1,364	-799	-3,081	-1,665	-1,862	-2,106
筹资活动现金净流	719	94	-2,354	-1,199	-2,678	-2,106
现金净流量	406	1,373	-258	1,005	933	2,076

来源：公司公告、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,655	2,933	2,635	3,630	4,556	6,627
应收款项	6,164	7,511	8,785	9,900	11,977	14,134
存货	2,151	2,109	2,250	3,258	3,201	3,815
其他流动资产	653	643	709	483	523	580
流动资产	10,624	13,196	14,379	17,271	20,258	25,156
%总资产	36.3%	39.2%	38.2%	40.9%	43.6%	47.9%
长期投资	514	525	482	714	714	714
固定资产	15,804	17,124	19,954	21,472	22,823	24,006
%总资产	54.0%	50.8%	53.0%	50.8%	49.1%	45.7%
无形资产	1,706	1,541	1,633	1,583	1,522	1,464
非流动资产	18,662	20,500	23,247	24,961	26,249	27,372
%总资产	63.7%	60.8%	61.8%	59.1%	56.4%	52.1%
资产总计	29,285	33,695	37,627	42,232	46,506	52,528
短期借款	4,266	4,232	4,466	2,636	1,820	1,820
应付款项	5,451	6,514	7,778	8,521	10,324	12,306
其他流动负债	1,935	1,655	1,339	2,112	2,302	2,570
流动负债	11,652	12,401	13,583	13,269	14,446	16,696
长期贷款	3,358	5,499	3,371	4,471	4,471	4,471
其他长期负债	1,495	1,742	5,061	6,282	6,311	6,339
负债	16,504	19,642	22,015	24,022	25,228	27,506
普通股股东权益	11,720	13,133	14,169	16,617	19,486	22,930
其中：股本	1,678	1,678	1,678	1,678	1,678	1,678
未分配利润	3,745	5,207	7,550	9,998	12,866	16,311
少数股东权益	1,061	920	1,442	1,592	1,792	2,092
负债股东权益合计	29,285	33,695	37,627	42,232	46,506	52,528

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.822	1.223	2.010	2.145	2.514	3.018
每股净资产	6.984	7.826	8.443	9.902	11.612	13.664
每股经营现金净流	1.770	1.967	2.188	2.611	3.588	3.987
每股股利	0.260	0.400	0.635	0.686	0.804	0.966
回报率						
净资产收益率	11.77%	15.62%	23.81%	21.66%	21.65%	22.09%
总资产收益率	4.71%	6.09%	8.97%	8.52%	9.07%	9.64%
投入资本收益率	7.02%	9.88%	11.65%	10.83%	13.65%	16.17%
增长率						
主营业务收入增长率	18.73%	37.68%	8.47%	11.15%	23.29%	21.89%
EBIT增长率	18.53%	62.07%	29.75%	3.20%	35.74%	32.51%
净利润增长率	47.73%	48.70%	64.40%	6.68%	17.22%	20.06%
总资产增长率	21.81%	15.06%	11.67%	12.24%	10.12%	12.95%
资产管理能力						
应收账款周转天数	85.0	64.6	65.1	83.0	80.0	75.0
存货周转天数	70.9	57.0	56.0	74.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	107.4	97.2	105.4	96.0	96.0	96.0
固定资产周转天数	367.1	288.7	321.6	309.1	264.5	226.5
偿债能力						
净负债/股东权益	52.24%	48.37%	51.70%	40.34%	26.34%	14.12%
EBIT利息保障倍数	4.8	6.5	7.5	7.0	7.8	10.0
资产负债率	56.36%	58.29%	58.51%	56.88%	54.25%	52.36%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	30	40	78
增持	0	0	4	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.12	1.09	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;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,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402