

风电叶片回暖，锂膜加速扩张

2022 年 10 月 16 日



分析师：李阳

执业证号：S0100521110008

电话：15270997227

邮箱：liyang_yj@mszq.com

► 风电叶片：海风招标超预期，带动产品结构升级，下半年出货逐月回升

近期海风招标超预期，沿海城市规划落地。根据不完全统计，7-8 月海风招标量连续两个月超过 1.5GW。海风大省也正从江苏、浙江、广东、福建向北方沿海城市延伸，例如河北、山东、辽宁等。10 月 10 日《唐山市海上风电发展规划(2022-2035 年)》发布，规划到 2035 年累计新开工建设项目 7-9 个、装机 13GW+，到 2025 年累计新开工建设海风项目 2-3 个、装机 3GW，累计总投资 50 亿元以上。预计未来更多区域的海风项目将进入招投标环节。

海风驱动产品结构升级，自备模具产能的企业优势更大。海风带动叶片单位功率提升、叶片更长。叶片大型化过程中，可能面临大叶片（90 米以上）模具阶段性紧张。一方面，中材的叶片结构中，海风占比约 10%，2022 年 3 月公司公告在广东阳江、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，**阳江新基地+榆林工厂**投产后海风占比预计将继续提升；**另一方面**，公司在玻纤、**模具（北玻院）**具备自产优势，大叶型投产速度领先。

叶片下半年出货回暖。22H1 公司风电叶片销售 5GW，叶片均价 48.8 万元/MW，同比-18.83 万元/MW，主要受风电整机招标价格大幅下降影响，上半年基本盈亏平衡。22H2 以来行业逐月复苏，估计中材叶片出货（包括上游原材料风电纱）逐月走强，同时成本下行+出货量增加，带动毛利率回升。

► 锂膜：产能加速投放，关注成本、客户结构改善，涂覆比例提升

8 月 26 日公司发布公告，①拟投资 32.24 亿元于江西萍乡建设年产 10 亿平锂电池专用湿法隔膜生产线项目（涂覆产能 8 亿平米），拟投资 33.3 亿元于四川宜宾建设年产 10 亿平锂电池专用湿法隔膜生产线项目（涂覆产能 8 亿平米）；②拟以现金 7 亿元购买长园新能源二期持有的中材锂膜 10.32% 股权，交易完成后公司持有中材锂膜股权比例由 59.43% 增至 69.75%；③中材锂膜拟以公开挂牌方式进行增资扩股引入不超过 5 名投资人，释放不超过 35.2% 股权比例，公司拟以非公开协议方式出资不少于 15 亿元参与增资，保证增资后合并持有不低于 50% 的中材锂膜股权。

锂膜产能加速投放，基地布局贴近市场。1) 布局方面，**江西萍乡、四川宜宾基地贴近市场**，有利于与下游客户深度合作（国内战略核心客户出货占比 60%+，除保障现有基膜层面合作外，进一步加强涂覆产能配套）。2) 产能方面，现有产能约 15 亿平，今年底公司预计将具备 16 亿平以上产能，增量为滕州二期 9-10#。已披露拟建项目包括内蒙二期三期、滕州三期以及南京项目，规模接近 30 亿平。本次公告拟投产江西萍乡基地 10 亿平+四川宜宾基地 10 亿平。根据隔膜产业“十四五”战略发展规划，“十四五”末期公司将具备 70 亿平级别基膜产能。

降本空间大：22H1 公司销售锂膜 5 亿平米（21H1 为 3.5 亿平），实现收入 6.9 亿元，净利润 1.4 亿元。推算公司锂膜单平售价 1.38 元，单平净利 0.28 元。根据公开数据，22Q1 单平净利在 0.2 元以上，Q2 单平净利已超 0.35 元。良品率从去年平均 80% 左右提升到 90%+，各条产线提速约 30%，成本下降约 20%，个别工厂制造成本已降到 0.6 元左右，新产线内蒙工厂+滕州二期成本在行业内具备竞争力，后续隔膜平均成本优化空间大。

推荐

维持评级

当前价格：

21.54 元

相关研究

1. 中材科技 (002080.SZ) 2022 年半年报点评：玻纤贡献主要增量，继续看好风电回暖、锂膜盈利改善-2022/08/18
2. 中材科技 (002080.SZ) 深度报告：新材平台，乘风而上-2022/06/09
3. 中材科技 (002080.SZ) 2022 年一季报点评：玻纤高景气贡献主要利润，继续关注新材料增长极-2022/04/24
4. 中材科技 (002080) 年报点评：玻纤量价齐升，重视新材料增长极-2022/03/21
5. 【民生建材】中材科技点评：优化产品结构，材料外延升级-2021/12/24

客户结构有望改善:①海外客户前期开拓持续推进,22H1 公司海外客户出货占比 10%+, 主要受产能规模限制, 后续随产能提升, 海外客户发货占比将进一步提升。今年公司新增 1 家批量供应的海外客户; ②国内客户方面, 除战略核心客户提高涂覆产能配套外, 国内其他战略核心客户随公司涂覆产能释放, 整体供应量将有较大幅度提升。

► 玻纤: Q3 玻纤业绩承压, 静待 Q4 行业拐点

传统粗纱行业盈利承压。截至 10 月 13 日, 当前国内无碱 2400tex 缠绕直接纱多数报价在 4050 元/吨, 同比下降 35%, 较 6 月末回落约 1750 元/吨。在大幅降价背景下, 我们预计二三线粗纱厂已低于盈亏平衡线(考虑三费)。

关注结构性改善, 例如风电纱 9-10 月需求环比回暖,各厂家增加风电纱产品占比。但风电纱壁垒相对高, 大叶片继续提升风电纱模量要求, 行业内 CR3 (巨石、泰玻、重庆国际) 预计占比约 90%, 门槛较高。8 月出口量同比下滑, 是 2021 年 4 月以来首次, 我们判断后期出口依然同比承压, 但随着海外暑假结束、环比有望改善。此外, 销售钵粉也有望对冲粗纱的负面影响。

► 氢能: 聚焦氢能储运, 上半年收入高增

2021 年公司高压气瓶业务收入 5.78 亿元, 同比+27.3%, **22H1 高压气瓶收入 4.84 亿元, 同比+83.9%**。公司具备 20 年气体储运丰富经验, 储氢气瓶业务主要在车载储气瓶、加氢站用瓶、运氢长管 3 个领域布局, 其中, 车载储气瓶领域份额国内第一。储气瓶关键原材料为碳纤维, 公司所用碳纤维采购自集团内部的中复神鹰。

持续重点推荐中材科技。我们认为, 中材科技看点包括: ①海风招标超预期带动产品结构升级, 公司叶片 22H2 出货有望逐月提升, ②锂膜产能加速投放, 基地布局贴近市场, 关注成本、客户结构改善, 涂覆比例提升, ③粗纱价格仍在继续寻底, 静待行业拐点, 关注结构性需求改善(例如风电纱)。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 37.07、43.58、49.54 亿元, 现价对应 PE 分别为 10X、8X、7X, 维持“推荐”评级。

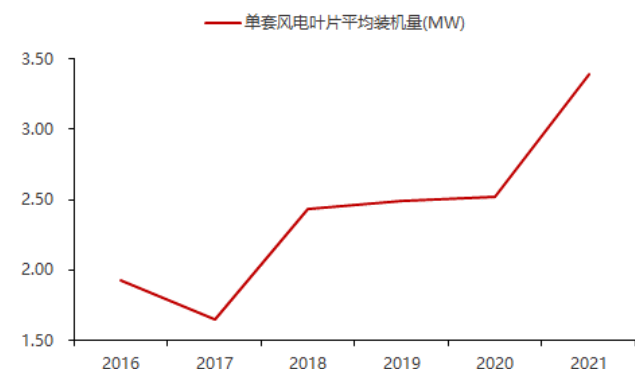
风险提示:风电叶片盈利能力修复不及预期; 锂膜业务拓展不及预期; 国内玻纤供需格局变化不及预期; 原材料价格波动的风险。

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	22369	25857	28691
增长率(%)	7.6	10.2	15.6	11.0
归属母公司股东净利润(百万元)	3373	3707	4358	4954
增长率(%)	65.4	9.9	17.6	13.7
每股收益(元)	2.01	2.21	2.60	2.95
PE	11	10	8	7
PB	2.6	2.0	1.6	1.3

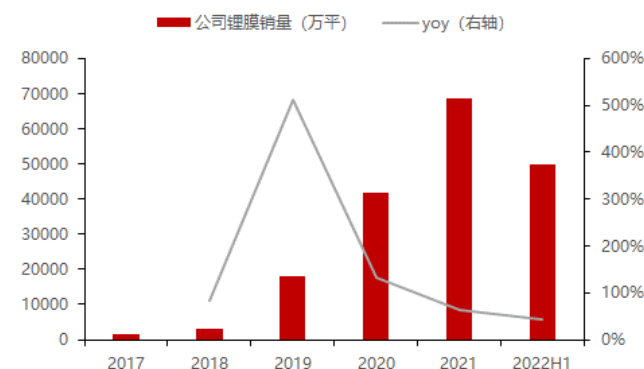
资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 10 月 14 日收盘价)

图1: 公司单套风电叶片平均装机量



资料来源: wind, 民生证券研究院

图2: 公司锂电池隔膜业务销量及 yoy



资料来源: wind, 民生证券研究院

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	22369	25857	28691
营业成本	14207	15588	17892	19720
营业税金及附加	205	201	233	258
销售费用	283	313	362	402
管理费用	996	984	1138	1262
研发费用	961	1074	1241	1377
EBIT	3915	4209	4991	5672
财务费用	487	619	639	634
资产减值损失	-98	-90	-60	-60
投资收益	48	40	40	40
营业利润	4099	4475	5270	5998
营业外收支	25	30	30	30
利润总额	4124	4505	5300	6028
所得税	649	698	821	934
净利润	3475	3807	4478	5094
归属于母公司净利润	3373	3707	4358	4954
EBITDA	5207	5621	6801	7493

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2635	4041	5765	7855
应收账款及票据	4064	4465	5163	5731
预付款项	308	300	330	350
存货	2250	2400	2500	2700
其他流动资产	5121	5258	5570	5880
流动资产合计	14379	16464	19328	22516
长期股权投资	343	354	358	365
固定资产	17883	21334	24246	26994
无形资产	1280	1175	1071	966
非流动资产合计	23247	26027	28338	30573
资产合计	37627	42491	47665	53089
短期借款	1888	1888	1888	1888
应付账款及票据	7172	7300	7500	7700
其他流动负债	4522	4792	5188	5217
流动负债合计	13583	13980	14576	14806
长期借款	3371	4031	4131	4231
其他长期负债	5061	5061	5061	5061
非流动负债合计	8432	9092	9192	9292
负债合计	22015	23073	23769	24098
股本	1678	1678	1678	1678
少数股东权益	1442	1542	1662	1802
股东权益合计	15611	19418	23897	28991
负债和股东权益合计	37627	42491	47665	53089

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	10.22	15.59	10.96
EBIT 增长率	38.34	7.50	18.58	13.65
净利润增长率	65.40	9.89	17.57	13.67
盈利能力 (%)				
毛利率	30.00	30.32	30.80	31.27
净利率	17.12	17.02	17.32	17.75
总资产收益率 ROA	8.97	8.72	9.14	9.33
净资产收益率 ROE	23.81	20.74	19.60	18.22
偿债能力				
流动比率	1.06	1.18	1.33	1.52
速动比率	0.87	0.98	1.13	1.31
现金比率	0.19	0.29	0.40	0.53
资产负债率 (%)	58.51	54.30	49.87	45.39
经营效率				
应收账款周转天数	71.15	71.15	71.15	71.15
存货周转天数	57.81	39.16	35.29	34.35
总资产周转率	0.54	0.53	0.54	0.54
每股指标 (元)				
每股收益	2.01	2.21	2.60	2.95
每股净资产	8.44	10.65	13.25	16.20
每股经营现金流	2.19	2.84	3.48	3.66
每股股利	0.64	0.65	0.68	0.70
估值分析				
PE	11	10	8	7
PB	2.6	2.0	1.6	1.3
EV/EBITDA	8.50	7.74	6.16	5.32
股息收益率 (%)	2.95	3.02	3.13	3.25

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3475	3807	4478	5094
折旧和摊销	1292	1413	1810	1821
营运资金变动	-916	-510	-559	-884
经营活动现金流	3672	4768	5839	6149
资本开支	-1693	-3648	-3606	-3552
投资	51	3	6	4
投资活动现金流	-1553	-3605	-3560	-3507
股权募资	387	0	0	0
债务募资	339	660	100	100
筹资活动现金流	-2354	21	-569	-577
现金净流量	-258	1185	1710	2064

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。	公司评级	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
	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026