

三大业务形势向好,成长资产渐显优势

华泰研究

2022年12月06日 | 中国内地

深度研究

专用材料

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

31.17

研究员 方晏荷
SAC No. S0570517080007 fangyanhe@htsc.com
SFC No. BPW811 +(86) 755 2266 0892

研究员 张艺露
SAC No. S0570520070002 zhangyilu@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

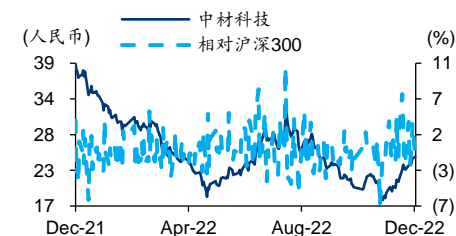
研究员 黄颖
SAC No. S0570522030002 huangying018854@htsc.com
SFC No. BSH293 +(86) 21 2897 2228

研究员 申建国
SAC No. S0570522020002 shenjianguo@htsc.com
SFC No. BSK177 +(86) 755 8249 2388

基本数据

目标价(人民币)	31.17
收盘价(人民币 截至12月5日)	24.57
市值(人民币百万)	41,232
6个月平均日成交额(人民币百万)	527.73
52周价格范围(人民币)	17.91-38.90
BVPS(人民币)	9.02

股价走势图



资料来源: Wind

三大业务有望改善,成长性资产或成发展主力

短期看,公司三大板块或均现拐点:客户结构优化/规模效应有望提升锂膜单平净利,大叶片占比提升或优化产品结构以增厚风电叶片盈利,库存下降/高端价格韧性较强,玻纤盈利或保持韧性。中长期看,新材料逐步贡献主要利润,且旗下研究院有望持续孵化成长性优质资产,周期性或减弱,业绩及估值有望提升。我们预计22-24年归母净利润34/33/41亿元(前值34/35/42亿元),可比风电玻纤/隔膜公司23年Wind一致预期平均12/19xPE,分部估值目标市值523亿元(23年26亿叶片及玻纤净利润,给予15xPE,因玻纤成本优势提升及叶片有望盈利反转;7亿隔膜及氢瓶等新材料净利润,给予19xPE),目标价31.17元(前值22.94元),维持“买入”评级。

锂膜:量价、盈利弹性大,高速发展或正当时

控股公司中材锂膜是国内湿法锂膜龙头,21年底产能全国第三达13亿平。我们认为公司量价、盈利弹性较大,基于:1)22年底预计16亿平产能,25年底规划产能70亿平,年均扩产10-20亿平;2)海外客户单价高且认证周期长,是粘性强的优质客户,21年底仅占公司收入10%多,对标龙头提升空间大;3)规模效应及自供设备有望加速成本下行。行业或存在产能过剩趋势,但头部格局稳固/自身价格、成本优势强,或助力公司高速发展。

玻纤:价格或筑底企稳,高端与成本优势凸显

子公司泰山玻纤21年底产能120万吨,规模仅次于巨石排国内第二。我们认为玻纤板块有望维持盈利稳定,基于:1)现有规划扩产63万吨,预计25年底有望增至近200万吨;2)规模及成本壁垒下,预计玻纤维持寡头格局,而明显下降的价格和投资回报率可能抑制尾部企业扩产,利好龙头泰玻和巨石,且公司在物料/能源单耗及成本上与巨石差距明显缩小;3)行业未来2年新产能或高于需求增长,但价格已回落至2020年低点,目前库存见顶回落,我们认为随着需求复苏,玻纤价格有望筑底回暖。

风电叶片:逆境中提升大型化占比优化利润率

21年底公司叶片产能12GW、国内市占率第一约20%,十四五年均产能增速有望达到15%。风电招标价低位震荡、叶片行业充分竞争下,我们认为行业提价逻辑较难兑现,但公司未来增长源于:1)叶片大型化,90米以上大叶片明年占比提至50%以上,而90米的毛利率显著高于70-80米叶片,整体净利率或显著改善;2)原料玻纤、叶片模具供应更及时(泰玻/北玻院),减少磨合迭代成本,支撑大叶片提前布局;3)海上风电和海外客户加速布局,有望进一步提升优质产品和客户占比,进而改善利润率。

风险提示:风电招标价继续下行;玻纤供需恶化;锂膜价格超预期下跌。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	18,711	20,295	20,284	24,003	27,985
+/-%	37.68	8.47	(0.06)	18.33	16.59
归属母公司净利润(人民币百万)	2,052	3,373	3,389	3,322	4,076
+/-%	48.70	64.40	0.47	(1.99)	22.69
EPS(人民币,最新摊薄)	1.22	2.01	2.02	1.98	2.43
ROE(%)	14.01	22.26	19.50	16.84	17.84
PE(倍)	20.09	12.22	12.17	12.41	10.12
PB(倍)	3.14	2.91	2.50	2.19	1.88
EV EBITDA(倍)	12.92	8.87	8.69	8.75	7.23

资料来源:公司公告、华泰研究预测

正文目录

核心观点	3
推荐逻辑.....	3
区别于市场的观点	3
中建材新材料平台，周期性或逐步减弱	4
锂膜：供需格局稳定，公司盈利弹性高	5
湿法涂覆大势所趋，行业格局呈一超多强	5
中材锂膜规划宏伟，成本及客户优势显著	7
玻纤：价格或企稳筑底，龙头优势凸显	9
供需或改善在即，高端产品价格保持韧性	9
泰山玻纤：全国玻纤龙二，规模质量并进	13
风电叶片：筑底企稳，大叶片改善盈利	16
需求加速增长，供给格局稳定但竞争加剧	16
中材叶片：大型化及两海战略或加速推进	17
研究院孵化长期成长，氢瓶或率先突破	20
研究院孵化实力强，或打开未来成长空间	20
氢能或发展提速，氢瓶业绩有望崭露头角	22
盈利预测	25
风险提示.....	29

核心观点

推荐逻辑

我们认为短期来看，公司三大业务均有望明显改善：1) 锂膜，规模加速提升，我们预计 25 年前有望年均新增 10-20 亿平产能，且公司 22Q2 开始锂膜单平净利已提至 0.35 元/平，出现明显盈利拐点，我们认为随着整体及单线规模提升、自产设备增多等带来成本下行，叠加海外客户占比提升带来价格增长，预计单平净利有望继续提升；2) 玻纤，10 月玻纤库存见顶回落，价格或止跌筑底，后续随着需求恢复、供给冲击减弱，23 年玻纤价格有望企稳回暖，且公司风电纱、热塑纱等高端产品占比近 80%，价格韧性较强；3) 叶片，招标价企稳、高盈利大叶片占比明显提升，且原料和模具自供继续增强先发优势，有望促进公司利润率反转，此外海风大叶片加速布局或进一步提升公司利润率中枢。

中长期看，公司三大业务有望贡献业绩增长基本盘，而旗下研究院有望持续贡献具备成长性的优质资产，如高端复合材料等新材料，其中氢瓶有望成为下一个贡献较多利润的板块。展望明年，公司业绩或难有较高增速，但净利润结构有望出现明显改善，锂膜等新材料有望贡献更多业绩，周期性或减弱，而玻纤业绩韧性强、叶片业绩有望显著回暖，整体来看公司业绩及估值或均有较大提升。

此外，我们认为公司具备产业链优势：1) 锂膜方面，稳定的锂膜设备供应和运行是产业关键壁垒，公司子公司中材大装自研设备已顺利应用到已有产线中，未来三代线应用后单线规模更大，成本及产品质量有望显著优化；2) 叶片方面，公司子公司泰玻和北玻院可分别提供高质量玻纤和叶片模具，成本更具优势，且在大叶片模具更新换代快速的背景下供应更及时，对抢占供应先机至关重要。我们认为公司具备产业链一体化优势，业绩韧性有望更强。

区别于市场的观点

市场认为风电景气向上可能带来公司叶片业绩反转，但我们认为公司叶片业绩提升或源于自身产品结构升级，行业景气或难传导至叶片环节。叶片行业格局较差，低价竞争情况较严重，公司难以从涨价角度提升盈利；而成本端原料（风电纱、树脂等）、人工、运费等，均难有较大下降空间，导致大部分叶片公司持续亏损，公司亦仅是微利。我们认为，叶片行业景气度提升，如招标量的大幅增长，仅会带来量的增长，但盈亏平衡的现状仍要通过大叶片占比提升改善。公司 90 米模具有望在 22 年底达到 50% 占比，或在明年贡献叶片主要业绩，而 90 米以上大叶片毛利率显著高于 70-80 米叶片，故公司叶片板块业绩提升或主要源于大叶片、海风、海外客户占比提升。

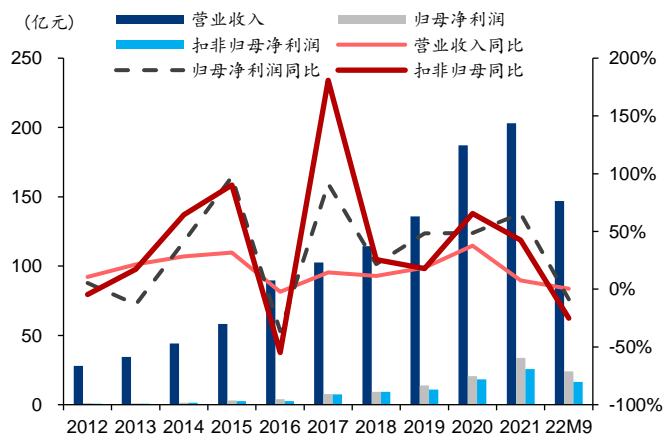
市场认为公司玻纤板块与中国巨石差距较大，在业绩和估值上应有较大折价，但我们认为公司规模、技术、能耗、产品结构等核心指标与巨石差距已逐步减小甚至部分赶超。规模上看，公司规模全国第二仅次于巨石，扩产继续加速，25 年前有望增至近 200 万吨，是行业少数具备大规模扩产实力的公司；技术和能耗上看，新建产线在技术、能耗、物耗等方面已明显改善，部分产线天然气单耗已小于巨石新建产线，成本优势继续巩固；产品结构方面，主要集中在风电纱、汽车热塑纱、电子纱等高端产品上，21 年占比已接近 80%，与巨石高端产品占比基本一致，未来周期性有望减弱。

市场认为公司业绩增长过于依赖玻纤，未来玻纤景气度回归，公司业绩增长或放缓，但我们认为公司已逐步进入利润结构优化阶段，估值提升空间较大。公司 16 年并购泰玻后，玻纤高毛利的特点弥补此前叶片低毛利的劣势，促进公司连续多年利润快速上行，亦成为股价上行的主要驱动。展望未来，公司锂膜等新材料规模逐步上升，有望继续引领公司利润率及估值步入新台阶，此外锂膜设备等高端制造领域加速布局，或进一步提升公司估值。

中建材新材料平台，周期性或逐步减弱

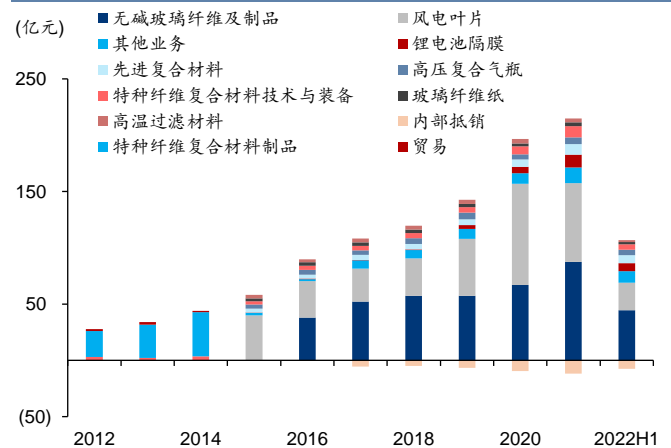
中材科技定位为打造中国建材集团新材料平台，多业务并进逐步减弱周期性影响。公司为中国建材旗下新材料上市平台，业务聚焦新能源、新材料、节能减排等方向，主营风电叶片、玻璃纤维及制品、锂电池隔膜，基本以玻纤和膜制品为主衍生下游复材产品。公司旗下设计院具备产学研孵化实力，主营的氢瓶、玻璃纤维纸、过滤材料、锂膜及工程装备等顺利商业化，并已具备一定体量。近年来，公司收入、利润整体呈上升趋势。22H1 风电叶片、玻纤、锂膜净利润分别为 0.1、15.4、1.4 亿元，21 年分别为 5.1、29、0.9 亿元。2022 年，风电叶片方面，风电招标价持续下行、叶片恶性竞争加剧导致叶片板块微利；玻纤方面，贡献主要收入和利润，但玻纤价格快速下行、成本压力上行，扣除铈粉外售收益后，公司玻纤盈利增长乏力；锂膜方面，逐步放量并已开始贡献较多利润。我们认为公司多业务并进能够逐步减弱周期性影响。

图表1：公司营业收入和归母净利增长



资料来源：Wind，公司年报，华泰研究

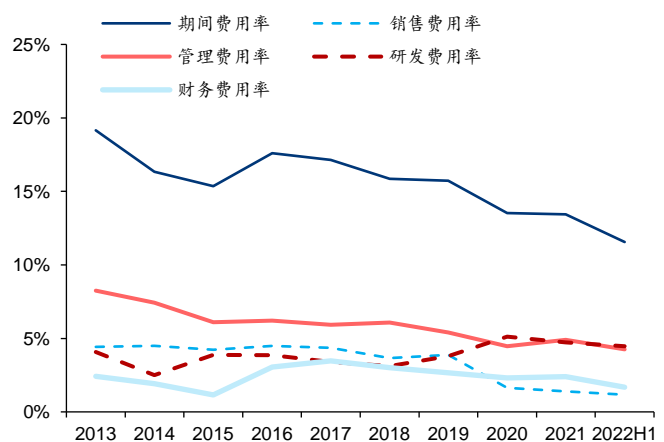
图表2：锂膜收入占比持续提升



资料来源：Wind，公司年报，华泰研究

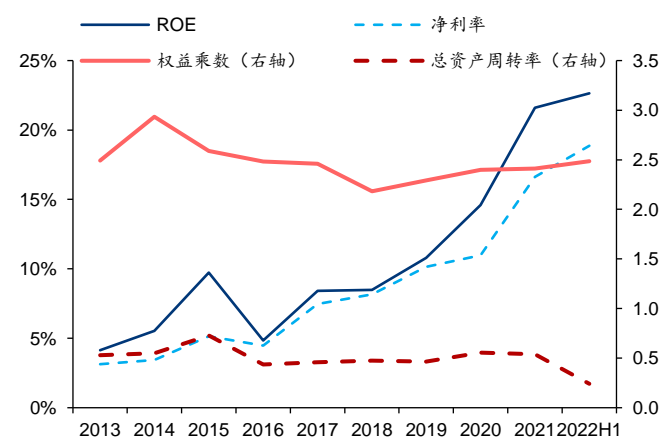
费用率持续下降，高毛利玻纤等多产品抬升 ROE。期间费用率处于持续下降通道，由 2016 年的 17.60% 降低到 2021 年的 13.44%，其中管理/销售费用率降低明显，主要系收入高速增长下产生的规模效应，管理优化明显；研发费用率保持高位，近几年均在 4.5% 左右。2016 年公司并表玻纤后，利润率步入新台阶，主要系毛利率提升（玻纤毛利率较风电叶片高），及费用率的持续下降。

图表3：期间费用率下降趋势明显



资料来源：Wind，公司年报，华泰研究

图表4：净利率提升是 ROE 增长的主要原因



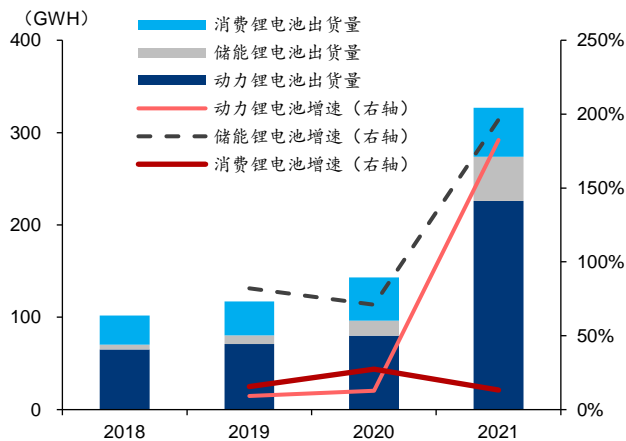
资料来源：Wind，公司年报，华泰研究

锂膜：供需格局稳定，公司盈利弹性高

湿法涂覆大势所趋，行业格局呈一超多强

2021 年全国/全球锂膜需求量约 49/84 亿平。据中汽协及高工锂电，21 年国内锂电池出货量 327GWh，动力/储能/消费占比 69%/15%/16%；全球锂电池出货量 562GWh，同比+91%。据深交所互动易 2021 年 10 月 26 日中材科技回复投资者问题，按 1GWh 电池约需 1500 万平米隔膜计算，可得 21 年国内/全球隔膜需求量约 49/84 亿平。分类来看，湿法涂覆膜性能优异：1) 湿法：在孔隙率、机械性能等方面表现较好，更适合大功率、高能量密度的三元电池；2) 干法：价格较低，主要应用于磷酸铁锂电池；3) 涂覆：可提高湿法隔膜的熔断温度，增加电池安全性，价格较高，主要是海外客户电池厂商应用较多。

图表5：2019-2021 全国锂电池出货量复合增速 41.7%



资料来源：高工锂电，华泰研究

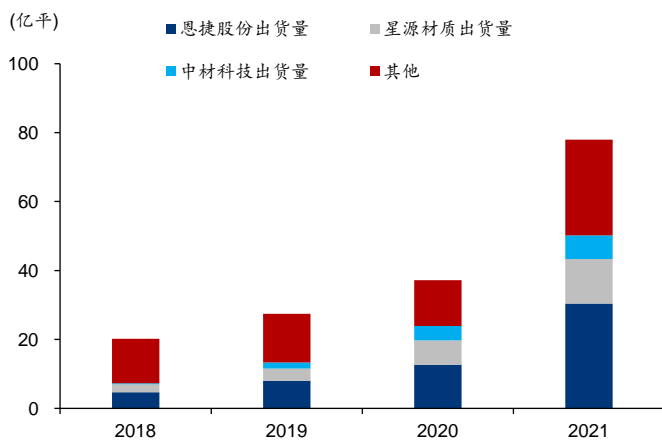
图表6：湿法更适合高端动力电池

	干法	湿法	涂覆	备注
孔隙率 (%)	33-52	35-55	30-70	孔隙率高则电池内阻小。
穿刺强度 (gf)	250-500	400-750	>675	穿刺强度高则安全性高。
拉伸强度 (kg/cm ²)	150	1500		拉伸强度高则电池短路几率小。
厚度 (μm)	12-32	5-25	7-25	厚度低则电池内阻小，但安全性差。
熔断温度 (°C)	165	135	180	熔断温度高，则电池耐热性好。
吸液率 (%)	98	116	190	吸液率高则电池内阻小。
平均价格 (元/平)	0.95	1.2	1.95	

资料来源：高工锂电，星源材质 2021 年报，恩捷股份可转债募集说明书，CIAPS，华泰研究

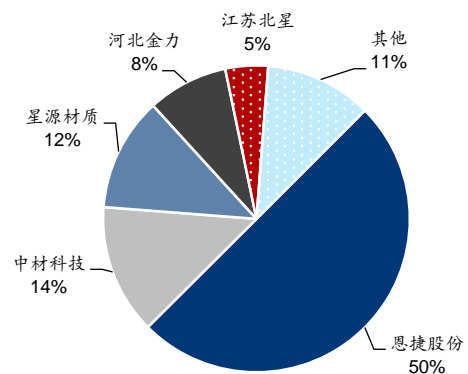
行业集中度较高，湿法隔膜一家独大，干法隔膜三足鼎立。21 年国内隔膜出货量 78 亿平，其中恩捷股份/星源材质/中材科技出货 30.4/12.9/6.9 亿平位居前三，占比 39%/17%/9%，CR3 为 65%。湿法隔膜一家独大，干法隔膜三足鼎立。21 年湿法隔膜出货 57.7 亿平，占比 74%，恩捷股份在湿法中占比 50%；干法隔膜出货 20.3 亿平，占比 26%，中兴新材/星源材质/惠强新材占比 29%/21%/20%。

图表7：三大企业隔膜出货量占据行业主要地位



资料来源：高工锂电，各公司 2021 年报，华泰研究

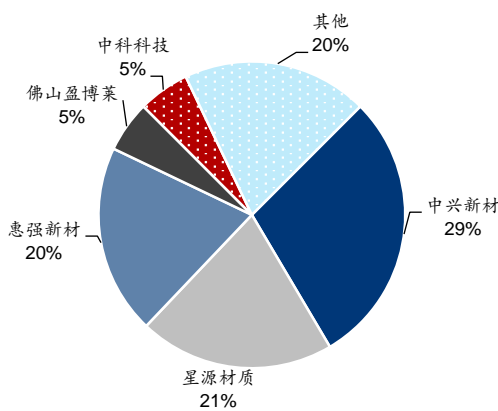
图表8：湿法隔膜中恩捷股份一家独大



资料来源：高工锂电，各公司 2021 年报，华泰研究

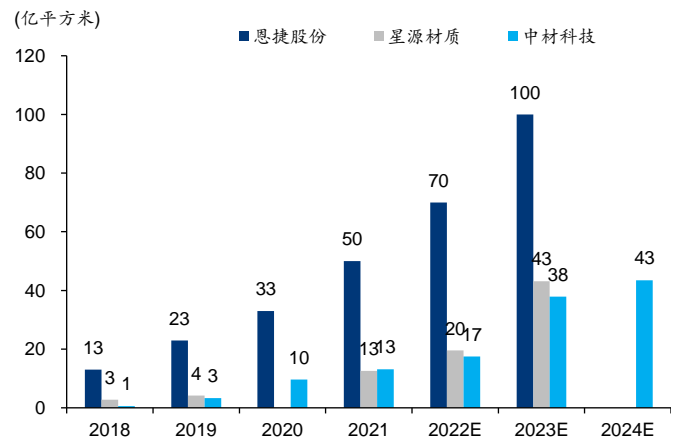
头部扩产规模大、进入壁垒高，高集中度预计将持续。23 年恩捷股份/星源材质/中材科技预计较 21 年新增锂电膜产能 50/30.6/24.72 亿平，较 21 年底+100%/+143%/+164%，高集中度态势预计延续。我们认为隔膜行业壁垒较高，主要体现在：1) 技术壁垒：隔膜生产所需环节较多，且各环节质量控制均要求较高，据 2018 年 4 月 2 日中材科技投资者交流公告及 2022 年 3 月 30 日投资者互动平台交流，18 年 4 月中材锂电膜良品率 50%，22 年才稳定在 70%+水平，良品率提升困难；2) 资金壁垒：据中材科技 2022 年 3 月 18 日投资项目公告，中材科技滕州三期平均投资额 2.8 亿/亿平米，且客户单线单供对规模要求较高，资金壁垒进一步提高；3) 客户壁垒：据恩捷股份 2020 年 6 月 13 日非公开发行 A 股股票预案公告，国内/国外电池厂对隔膜认证时间 0.5-1 年/1.5-2 年，且海外认证需有国内大厂供货经验；4) 设备壁垒：需定制成套设备，但设备商产能有限，同时大部分设备产能均被头部隔膜企业锁定。除进入壁垒外，从供需情况看，隔膜 23 年开始供给增量较大，价格下行压力大，可能一定程度上压制新进入者和中小企业扩产。

图表9：干法隔膜三足鼎立



资料来源：高工锂电，各公司年报，华泰研究

图表10：头部隔膜企业扩产规模均大



资料来源：各公司年报，项目报告书，星源材质问询函回复，投资者关系表，债券募集说明书，华泰研究

据华泰电新 2023 年年度策略《风光储需求可期，关注电池新技术》(20221125)，展望明年，湿法隔膜预计维持紧平衡，随着其他材料产能逐渐过剩，低端产能或逐步出清，格局或将优化。湿法隔膜预计明年虽名义产能释放较多，供需关系较今年有所宽松，但考虑到受制于设备交付及调试时间较长，预计维持紧平衡，预计或将逐步转向供过于求，价格或将下行。随着多数材料环节产能走向过剩，价格下行，低生产成本的厂商将具备竞争优势，有望实现产能出清，预计未来材料环节格局或将优化。

图表11：隔膜供需平衡

单位：亿平	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
湿法供给 1	27.02	27.77	32.16	38.55	46.12	47.51	52.94	59.42
湿法需求	23.42	25.36	31.39	36.92	32.36	37.21	42.07	50.16
湿法供给-需求 1	3.59	2.41	0.77	1.63	13.76	10.30	10.88	9.26
湿法供给 2	27.02	27.77	30.23	36.62	39.96	41.35	46.78	53.26
湿法供给-需求 2	3.59	2.41	-1.16	-0.30	7.60	4.14	4.72	3.10

注：湿法供给 1 为全行业供给；湿法供给 2 仅考虑恩捷股份、星源材质、中材科技、美联新材等四家与设备厂商深度合作的隔膜企业与海外厂商

资料来源：GGII，华泰研究预测

中材锂膜规划宏伟，成本及客户优势显著

中材锂膜 19 年增资湖南中锂后快速发展，22-24 年公司预计释放 30 亿平米基膜产能、规划涂覆占比提高。据 2019 年 5 月 31 日项目投资公告，19 年增资湖南中锂前产能仅 2.4 亿平，21 年产能快速扩至 13.16 亿平。2021 年中材锂膜收入 11.7 亿、净利润 0.9 亿元（首次扭亏），22H1 收入 7 亿、净利润 1.35 亿。截至 22 年 8 月底，公司已公布在建产能 30.32 亿平，其中滕州/内蒙古/南京涂覆比例 90%/70%/30%，远期涂覆比例将超 50%，产品结构预计得到优化。据 2022 年 7 月 5 日投资者交流公告，公司规划 25 年底 70 亿平基膜产能、50 亿平涂覆产能。此外，公司未来将增资扩股中材锂膜并且引入战投，做大锂膜业务。据 2022 年 11 月 25 日公司公告，中石化资本、中建材新材料基金、新原锂科共 3 名外部合格投资人拟合计出资 50 亿元，中材科技拟同步出资 15 亿元，中材锂膜共计引入增资 65 亿元。其中新入股东中石化资本、中建材新材料基金、新原锂科分别投资 15 亿元、14 亿元、21 亿元，各持有中材锂膜增资后 10.56%、9.86%、14.78% 的股份。我们认为公司融资并引入战投，有望加速公司项目建设及上下游赋能。

图表12：公司锂膜产能规划

单位：亿平米	基膜（新增）							2024 年产能结构划分	
	2016	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	涂覆	基膜
湖南中锂		4.8						0.4	7.9
		2.4		1.2					
滕州	一期	2.4						8.97	0.87
	二期			1.36	2.72				
	三期						5.6		
内蒙古	一期		1					9.35	3.75
					1.6				
						7.2			
	二期					3.2			
南京						10		3	7
四川宜宾							10	8	
湖南萍乡							10	8	
合计新增产能	2.4	7.2	1	2.56	4.32	20.4	25.6		
合计总产能	2.4	9.6	10.6	13.16	17.48	37.88	63.48	37.72	19.52
增速		300%	10%	24%	33%	117%	68%		

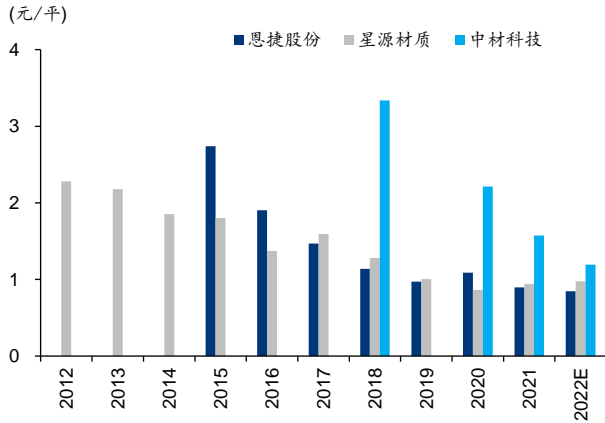
资料来源：公司官网，2021 年年报，22 年 3 月 15 日债券募集说明书，3 月 18 日项目建设报告书，华泰研究

规模快速扩张，有望推动降本增效。我们认为公司锂膜降本增效有望持续提升：1) 单线产能提升，技术和成本优势更加明显；2) 规模快速提升带来单线单供比例增大，可以有效提升效率。22H1 单平成本 1.19 元，较 18 年-64%。

客户结构提升空间较大，单平净利有望持续改善。1) 海外客户：海外销售毛利率较高（21 年星源材质海外/国内毛利率 51%/33%），21 年公司海外收入占比仅 10%，我们预计 22 年有望达 15%，但与星源材质、恩捷股份 40%-50% 相比提升空间仍大；2) 国内客户：涂覆毛利率较高，随着涂覆产能逐渐释放，未来公司将加大涂覆膜下游客户拓展力度，如亿纬锂能、比亚迪等。据 2022 年 7 月 6 日投资者关系公告，22H1 公司单平净利 0.27 元，其中 Q2 达 0.35 元，单平净利提升约 60% 权重源于降本、40% 权重源于海外客户占比提升。

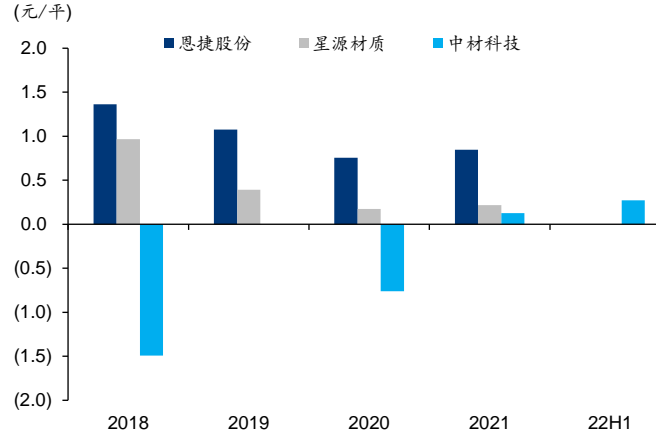
据公司债券募集说明书（20220315），公司生产的电池隔膜主要向宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、Amperex Technology Limited、LGES（LG 新能源）、SK 等国内外领先的电池企业供货，用于生产新能源汽车动力电池。

图表13: 22H1 中材科技单平成本较 21 年下降 24%



资料来源: 高工锂电, 各公司年报, 22年7月6日投资者关系记录表, 华泰研究

图表14: 22H1 中材科技单平净利达 0.27 元



资料来源: 高工锂电, 各公司年报, 22年7月6日投资者关系记录表, 华泰研究

设备国产化+绑定东芝设备产能, 构建较强产品竞争力。据公司 2019 年年报, 19 年中材科技(35%)与 ESOPP(30%)合资成立大连中材大装膜技术工程有限公司, 保证核心设备供应。据 2022 年 7 月 6 日投资者交流公告, 中材大装在滕州一期 1-4 线 (2.4 亿平米) 应用一代线, 滕州二期 5-10 线 (4.08 亿平米) 应用二代线, 按此计算, 目前自供设备的产线产能占比约在 50%。未来滕州三期 (5.6 亿平米) 和南京部分产线 (3 亿平米) 有望同步第三代设备, 效率提升带来单线成本, 且国产化后设备采购成本进一步下降; 同时为确保规划产能落地, 日本东芝至少能够保障公司一半以上的装备需求。我们认为, 锂膜设备核心壁垒或在于调试阶段, 针对不同客户对产品的不同要求, 前期的调试和工艺改进以及磨合的过程较长, 公司通过自产设备匹配自己的产线, 1) 有望构建较强的客户供应壁垒, 2) 打破海外设备供应的垄断局面, 调试及工艺改进更顺畅, 未来先发优势或领先于同行。我们认为公司在设备自供和供应上有先发优势, 有望构建较强的产品竞争力。

图表15: 主要隔膜企业设备供应情况

隔膜企业	主要设备供应商	自研设备情况
恩捷股份	日本制钢所	计划明年拥有第一条自研产线, 目前主要依靠日本制钢所供应
星源材质	德国布鲁克纳	装置设备由公司根据自主开发设计的工艺技术向国内外专业设备厂商定制制造
中材科技常德 (8.4 亿平, 2022)	日本东芝	
中材科技其他 (9.1 亿平, 2022)	中材大装+日本东芝	中材大装保证核心设备供应

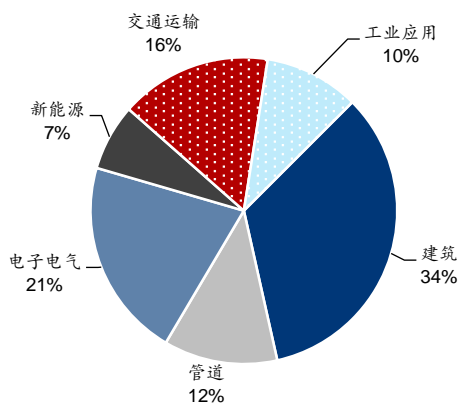
资料来源: 各公司 2021 年报, 2021 年 8 月 27 日恩捷股份投资者交流平台, 华泰研究

玻纤：价格或企稳筑底，龙头优势凸显

供需或改善在即，高端产品价格保持韧性

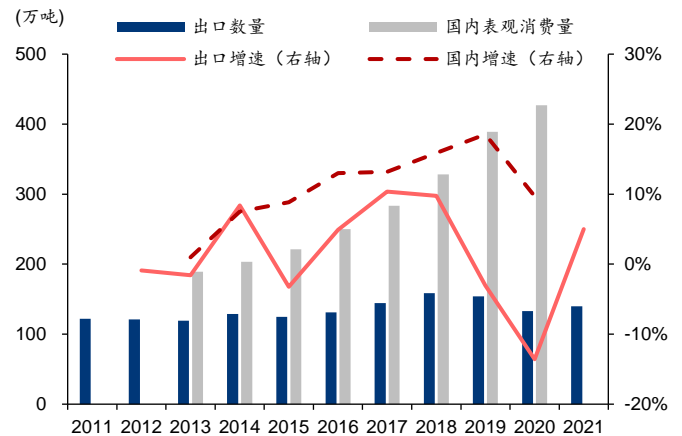
预计十四五期间传统、新兴领域年均增速约 5%/10%-20%，整体需求增速在 10%左右。玻纤下游领域分布在建筑、电子电气、交通运输、管道、工业应用和新能源，主要集中在建筑和电子电气领域。整体来看，建筑、管道、工业等属于玻纤的传统领域，应用增速保持平稳 5%左右；电子、新能源、交运，对应高端产品电子纱、短切原丝（风电）、热塑纱（汽车轻量化），需求增速在 10-20%，甚至更高。从风电看，2021 年需求量约 100 万吨，十四五复合增速有望达 20%；电子纱下游 PCB 需求增速约 6%；汽车轻量化需求更高，未来有望占需求量的 50%。此外，海外需求复苏中，2021 年出口情况相比 2020 年有回升，国内表观消费量逐年稳步增加。据玻纤复合材料信息网、玻璃纤维工业协会，国内表观需求总量在 400-500 万吨、出口量约 140 万吨，全球需求量约 800 万吨，国内是全球玻纤供需主体。

图表 16：玻纤下游应用领域广泛（2021）



资料来源：中国巨石 2021 年年报，Wind，玻纤协会，华泰研究

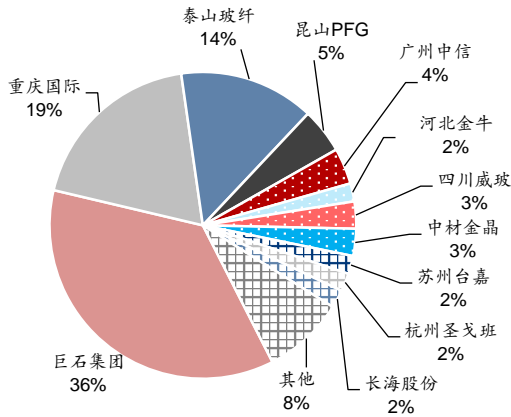
图表 17：国内需求稳步上升，海外需求复苏中



资料来源：中国巨石年报，Wind，玻纤协会，华泰研究

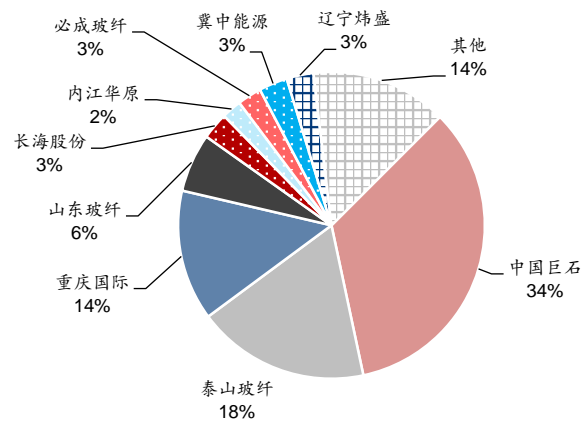
玻纤行业呈现寡头竞争格局，寡头格局预计将维持。据 Wind，2020 年中国巨石、泰山玻纤（中材科技）和重庆国际占国内玻纤行业市场份额的 66%，其余公司占 34%。目前来看头部企业扩产预期均较大，基本在十四五末有翻倍的产能增长规划。产能高端化趋势为更贴近与非建筑、基建相关的新兴领域，如头部公司均布局风电纱、电子纱等需求增长快的领域。玻纤行业在技术、资金、政策、品牌四方面存在壁垒：1) 技术方面，玻纤生产涉及无机化学、表面处理、拉丝、贵金属处理等步骤，特别是窑炉、浸润剂配方、多孔漏板、粘结剂等，对这些技术的掌握程度不仅会影响产品品质，同时也会带来成本的差距，技术和经验的积累最终会转化为效率的提高，新进入者很难形成竞争优势；2) 资金方面，玻纤纱的规模化生产需要在固定资产上有较高投入，主要体现为池窑、厂区的建设与拉丝机、铂铑合金等设备需要较大投入；3) 政策方面，工信部在 2020 年 7 月份发布的《玻璃纤维行业准入条件》，指出新建无碱玻璃纤维池窑粗纱拉丝生产线单窑规模应达 8 万吨/年以上，同时规定了能耗与环境污染排放的标准；4) 品牌方面，部分产品如风电纱、热塑纱往往需要长周期的认证，客户换供应商的成本较高，因此粘性较强，新进入者较难替代。

图表18: 玻纤行业呈现寡头竞争格局 (2009年)



资料来源: 中国巨石招股书, 卓创资讯, 华泰研究

图表19: 玻纤行业呈现寡头竞争格局 (2020年)



资料来源: 国际复材招股书, 卓创资讯, 华泰研究

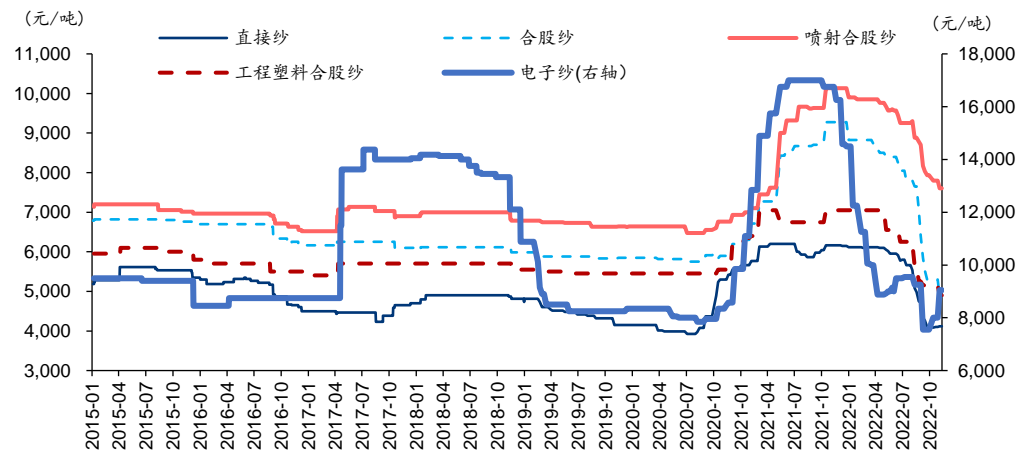
玻纤行业年均新增产能近百万吨, 今年价格或已快速触底。据卓创资讯, 截至22年8月底玻纤行业已知的扩产计划为241万吨, 22-24年年均新增100万吨。但快速下行的价格、不断上涨的能源成本, 导致行业盈利骤降, 可能一定程度上压制未来新增产能投放节奏。受供给冲击和需求低迷影响, 22年以来玻纤价格降低, 目前仍在下行周期中。22年以来玻纤价格整体呈下降趋势, 进入8月份后库存累积、出口下滑, 导致玻纤价格快速下降, 基本大部分产品已跌破本轮周期启动前的价格水平。

图表20: 2022E-2024E 玻纤行业产能不完全统计

2021年底在产产能 (万吨)		631
2022年点火产能	邢台金牛4线	10
	巨石智能电子纱3线	10
	巨石成都智能3线	15
	四川裕达德阳1线	3
	重庆国际F12	15
	重庆三磊S02	12
	四川威远1线	5
	长海股份常州4线	15
	江西元源2线	8
2022年冷修/停产	巨石攀登桐乡2线	3
	昆山必成电子纱3线	3.8
	泰山玻纤邹城4线	6
	泰山玻纤邹城1线 (停产)	1.5
2022年底在产产能 (万吨)		738.3
2023年点火产能	长海股份常州5线	15
	山东玻纤沂水	15
	山东玻纤沂水技改	11
	泰山玻纤邹城技改	12
	泰山玻纤太原1线	15
	邢台金牛5线	15
	巨石九江3线	20
	巨石桐乡技改	12
	重庆国际长寿	15
2023年底产能 (万吨)		868.3
2024年点火产能	泰山玻纤淄博庞贝捷	15
	泰山玻纤太原2线	15
	山东玻纤沂水	15
	长海股份常州6线	15
	巨石宿迁	20
2024年底产能 (万吨)		948.3

资料来源: Wind、华泰研究预测

图表21：22年11月以来玻纤价格逐步企稳



资料来源：卓创资讯，华泰研究

行业需求分化下高端产品将更具有韧性，龙头规模及成本优势凸显。我们认为在传统领域如建筑领域中，虽然玻纤的渗透率有望持续提升，但由于总量的下行，整体增速或将趋于放缓。而在汽车热塑纱、风电纱和电子纱等高端领域，我们认为需求仍保持较快增长，产品结构更高端化的公司在下行期盈利或将更具有韧性。供给方面，中国巨石九江拟投产20万吨产线，埃及技改拟投产12万吨产线；长海股份常州基地拟投产2条15万吨产线；泰山玻纤太原基地拟新建2条15万吨产线；山东玻纤计划十四五末将产能提升至100万吨，我们认为龙头公司在周期底部仍逆势扩张，有望进一步提升市占率和行业集中度。

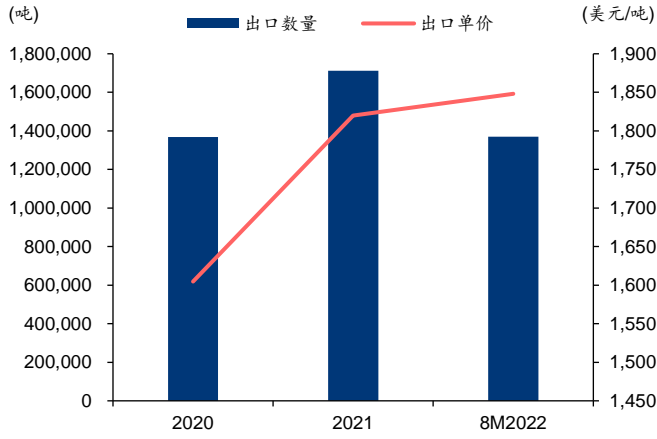
图表22：2019-2024E 中国玻纤供需平衡表

(万吨)	2019	2020	2021	2022E			2023E			2024E		
				悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
建筑领域消费量	108	120	142	155	157	158	171	173	174	186	188	189
yoy	9.7%	11.0%	18.7%	9.0%	10.2%	10.8%	9.0%	10.2%	10.8%	7.5%	8.5%	9.0%
电子电器领域消费量	67	75	93	99	102	106	110	113	115	120	122	124
yoy	10.3%	11.2%	24.7%	6.6%	10.0%	13.4%	7.6%	10.0%	12.3%	6.7%	8.5%	10.4%
交通运输领域消费量	46	48	53	55	58	62	61	64	67	63	65	69
yoy	-0.6%	4.4%	10.3%	4.3%	9.6%	16.0%	4.3%	9.6%	15.9%	-1.6%	2.6%	7.7%
风电领域消费量	27	72	47	55	60	65	60	65	70	65	75	85
yoy	30.1%	167.6%	-34.7%	17.4%	28.1%	38.8%	0.0%	8.3%	16.7%	0.0%	15.4%	30.8%
四领域消费量合计	248	314	336	365	378	390	402	414	427	434	450	467
yoy	9.6%	26.7%	6.7%	8.8%	12.6%	16.2%	6.5%	13.7%	42.2%	4.7%	8.7%	12.6%
其他领域需求	141	112	139	146	152	159	157	160	163	165	168	171
yoy	38.4%	-20.2%	23.4%	5.0%	10.0%	15.0%	3.0%	5.0%	7.0%	3.0%	5.0%	7.0%
表现需求	389	427	474	510	530	549	559	575	590	599	618	638
出口	154	133	168	194	202	210	192	202	212	202	212	222
yoy	-3%	-14%	27%	15%	20%	25%	-5%	0%	5%	0%	5%	10%
进口	16	19	18	19	18	17	19	18	17	19	18	18
yoy	-16%	18%	-2%	5%	0%	-5%	5%	0%	-5%	4%	-1%	-4%
产量	527	541	624	685	714	742	732	758	784	782	812	842
产能	543	580	631	731	731	731	826	826	826	906	906	906
产能利用率	97.1%	93.3%	98.9%	93.6%	97.6%	101.5%	88.6%	91.8%	94.9%	86.3%	89.6%	93.0%

资料来源：Wind、华泰研究预测

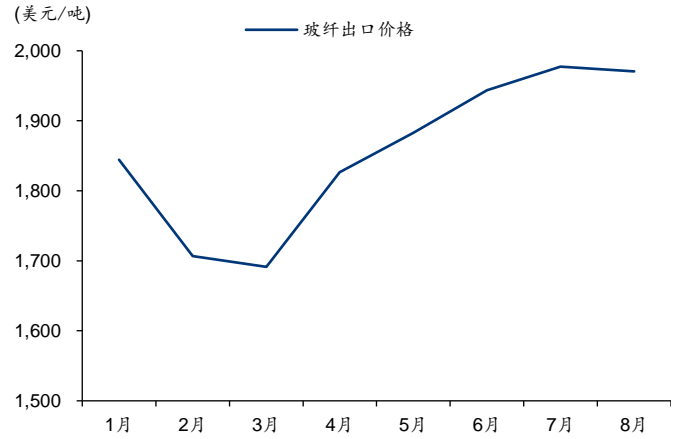
出口价格景气，库存下降或领先价格回升 1-2 季度。今年出口高景气一定程度上对冲国内市场价格下跌影响，据卓创资讯，截至 22 年 8 月我国玻纤及制品出口数量 137 万吨，同比+28.2%；出口单价 1848 美元/吨，同比+1.3%，仍保持较高韧性。但 8 月后库存累积、出口增速回落，对粗纱价格造成较大冲击。产能扩张致库存持续上升，据卓创资讯，截至 22 年 8 月底玻纤行业库存约 66.9 万吨，环比+14 万吨。上轮周期库存顶部（2020 年 4 月）约为行业年产能的 14%，库存下降领先价格回升约 3-4 个月，我们预计价格复苏或在 23Q2。

图表23: 我国玻璃纤维纱及制品出口数量及单价持续增长



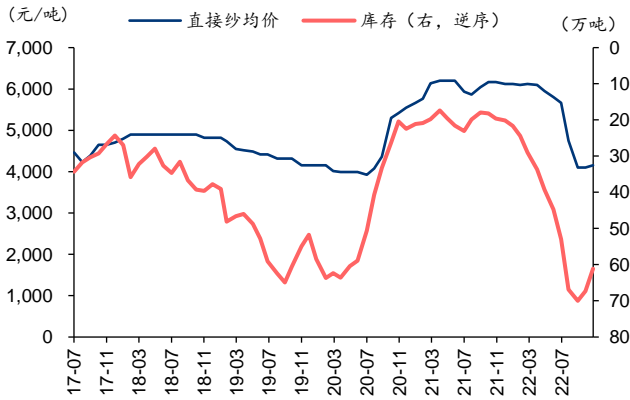
资料来源: 卓创资讯, Wind, 玻纤协会, 华泰研究

图表24: 22年以来玻纤出口价格仍保持韧性



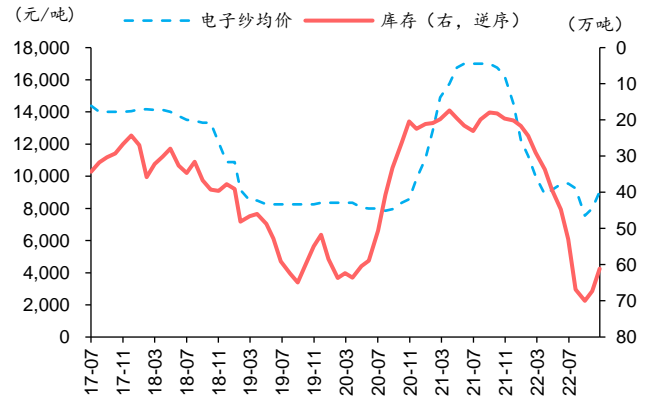
资料来源: 卓创资讯, Wind, 玻纤协会, 华泰研究

图表25: 2017 至今玻纤直接纱价格与库存呈反向变动关系



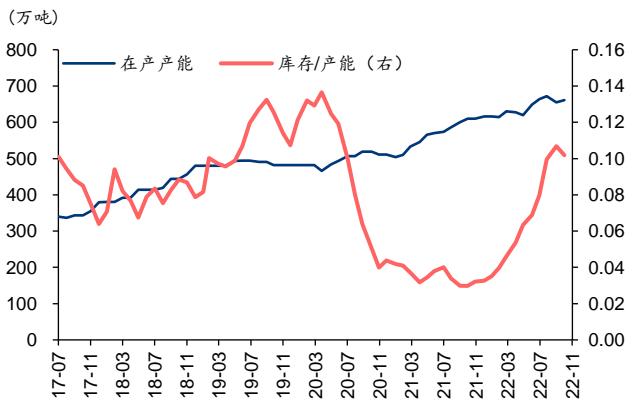
资料来源: 卓创资讯, Wind, 玻纤协会, 华泰研究

图表26: 2017 至今玻纤电子纱价格与库存呈反向变动关系



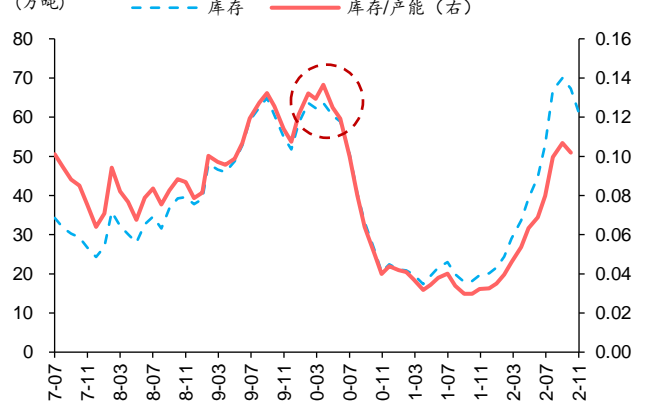
资料来源: 卓创资讯, Wind, 玻纤协会, 华泰研究

图表27: 玻纤库存与产能之比自 2021 年 9 月以来首次下降



资料来源: 卓创资讯, Wind, 玻纤协会, 华泰研究

图表28: 上轮周期库存顶部约占行业年产能 14%



资料来源: 卓创资讯, Wind, 玻纤协会, 华泰研究

泰山玻纤：全国玻纤龙二，规模质量并进

子公司泰山玻纤与中国巨石同属中建材集团，产能全国排第二。公司未来产能增长具备弹性，据公司 2021 年年报，泰山玻纤在产产能 120 万吨，拟建及在建产能规模 63 万吨，十四五末规划翻倍至约 200 万吨产能，年复合增速超 10%。

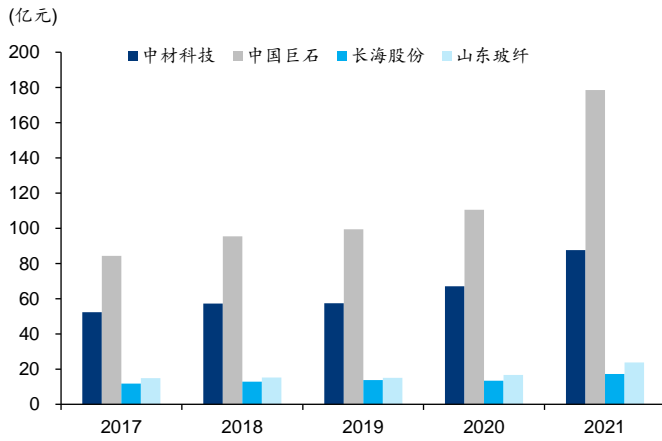
图表29：泰山玻纤拟建及在建产能共 63 万吨（截至 2022 年 8 月底）

基地	生产线	产能 (万吨/年)	产品	状态	备注
在产					
泰安满庄新址	1 线	10	9.5 万吨无碱粗纱+2 万吨 S 玻纤	在产	
	2 线	10	8 万吨无碱粗纱+2 万吨短切纱	在产	
	3 线	10	无碱粗纱	在产	2016.4.18 新点火
	4 线	10	无碱粗纱	在产	2017.2.21 点火
	5 线	5	无碱粗纱 (短纤)	在产	2017.9.27 点火
	6 线	10	无碱粗纱	在产	2019 年 1 月初生产
	7 线	10	无碱粗纱 (风电纱为主)	在产	2020.5.10 日点火
	8 线	4	耐碱纱	在产	2020 年 7 月底点火
	9 线	10	高模量无碱粗纱	在产	2021.9.2 点火
	试验线 1 线	1	高强纱	在产	3 条生产线分别附属在 1/2/3
	试验线 2 线	1	无碱粗纱	在产	主线上, 生产品种可随时调整
	试验线 3 线	1	无碱粗纱	在产	
邹城	3 线	6	风电纱	在产	
	5 线	5	电子纱	在产	
	6 线	6	电子纱	在产	2021.12.31 点火
淄博庞贝捷	3 线	8	缠绕纱/板材	在产	2018.5.8 点火
中材金晶		10			
拟建及在建					
淄博庞贝捷	4 线	15	无碱粗纱		或有延迟, 暂未动工
邹城	2 线	6	高模高强玻璃纤维		建设期半年
	4 线	12	无碱玻璃纤维		建设期 8 个月
太原		30	高性能玻璃纤维		建设期 26 个月

资料来源：华卓创资讯，华泰研究

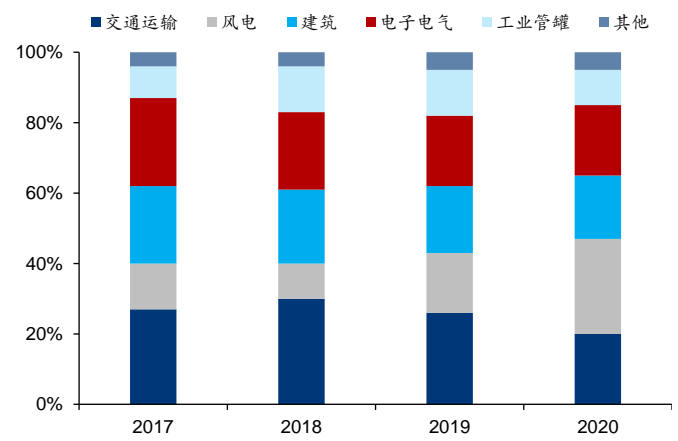
产能高端化和产业链协同有望带来业绩提升。公司高端产品占比提升推动吨售价上行，2017-2020 年，泰玻的玻纤产品下游中风电占比持续上升，由 13%至 27%；2020 年交通运输、电子电气、建筑、管罐占比分别达 20%、20%、18%、10%。此外，公司积极布局产业链上下游产能，产业链协同有望降低吨成本。据 2021 年 10 月 19 日投资公告，泰山玻纤与北方水泥共同出资新建年产 150 万吨活性石灰生产线，进一步保障生产所需活性石灰供应和价格稳定，产业链向上延伸。与行业内其它头部相比，2017-2021 年公司吨成本整体较平稳，相比 2017 年有一定的下降。玻纤制品总产能目前达到百万吨级规模，成为中国两大玻璃纤维制造企业之一。近五年中材科技和中国巨石销售额远高于行业内其余公司，稳居行业前二。

图表30: 中材科技和中国巨石坐稳玻纤行业前二(玻纤收入)



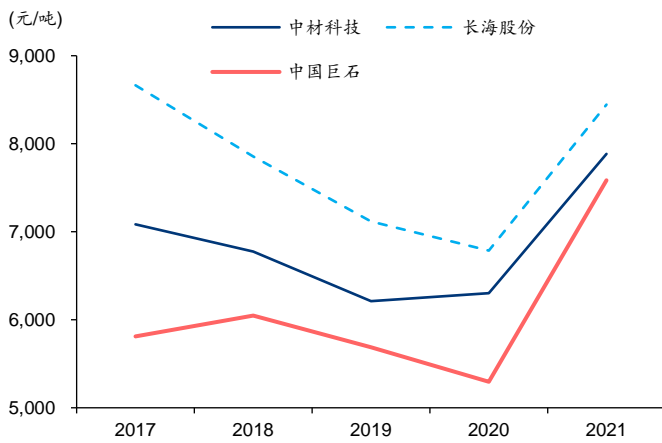
资料来源: 各公司年报, Wind, 华泰研究

图表31: 泰玻高端产品占比提升



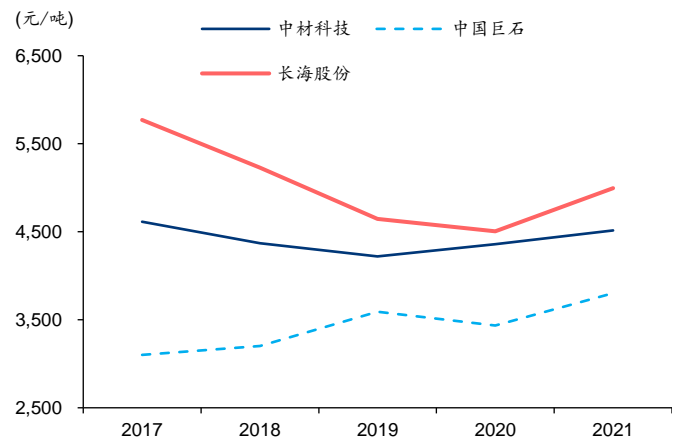
资料来源: 各公司年报, Wind, 华泰研究

图表32: 21年公司吨售价上行



资料来源: 各公司年报, Wind, 华泰研究

图表33: 17年后公司吨成本有一定下降



资料来源: 各公司年报, Wind, 华泰研究

同业竞争解决在即, 公司与巨石成本差距继续缩小, 有望继续保持业绩稳健。中国巨石与泰玻同属于中建材集团, 有玻纤同业竞争, 据 2021 年公司年报, 集团承诺在 2023 年 1 月 5 日前需解决同业竞争 (2017 年 12 月起至 2020 年 12 月未解决, 后延期 2 年), 我们预计解决同业竞争后, 公司周期性或进一步减弱。此外, 公司与巨石在高端产品结构, 以及物料、能源单耗上差距已明显缩短, 且在部分环节已超过巨石, 玻纤板块竞争力有望继续保持, 即使玻纤行业景气波动, 我们认为公司仍能保持业绩的稳健。

从公司邹城 6 万吨高性能直接纱项目看, 物料、能耗指标优势缩短: 1) 玻纤制造过程中, 天然气占成本比例约在 1/3, 公司邹城 6 万吨线的天然气单耗已降至 97 立方米/吨, 虽然在产品类型上与巨石的 15 万吨 (短切原丝)、30 万吨 (直接纱/合股纱/短期原丝) 项目有差别, 单耗存在一定误差, 但单耗降至 100 立方米/吨, 成本端优势提升较大; 2) 叶腊石是玻纤制造主要原料, 占成本比例约 1/3, 邹城 6 万吨线改造后, 叶腊石单耗出现较明显的下降, 故公司玻纤新线建成后, 预计成本优化明显, 与巨石差距有望明显缩小。

图表34：公司新建产线在原料/燃料单耗上与巨石新建产线对比有一定优势

泰山玻璃纤维郓城年产6万吨高模高强玻璃纤维生 巨石集团年产十五万吨玻璃纤维短切原丝生产线 巨石集团年产30万吨玻璃纤维生产线（产能：30万吨/年；产线项目（产能：6万吨/年；产品：高性能直接纱） 建设项目（产能：15万吨/年；产品：短切原丝） 产品：9万吨直接纱、7.8万吨合股纱、13.2万吨短切原丝）

原料	年消耗(吨)	单耗	原料	年消耗(吨)	单耗	原料	年消耗(吨)	单耗
白云石	5460	0.091	煅烧白云石	4000	0.027	煅烧白云石	8000	0.027
叶腊石	22790	0.38	叶腊石	120000	0.800	叶腊石	240000	0.800
生石灰	5770	0.096	石灰石	42500	0.283	石灰石	85000	0.283
石英粉	26000	0.433	芒硝	1000	0.007	芒硝	2000	0.007
氧化镁	5890	0.098	纯碱	350	0.002	纯碱	700	0.002
氧化铝	6000	0.100	萤石	1500	0.010	萤石粉	3000	0.010
元明粉	60	0.001	废丝粉	2500	0.017	浸润剂	6000	0.020
纯碱	530	0.009	浸润剂	3000	0.020	自来水	106570	0.355
锆英粉	520	0.009	河水及自来水	302000	2.013	河水	306600	1.022
处理剂	79.2	0.001	蒸汽	21000	0.140	蒸汽	42000	0.140
环氧乳液	660	0.011	天然气	2250万标准立方	150.000	天然气	3920万标准立方米	130.667
表面活性剂	118.8	0.002	电	10800万千瓦时	720.000	电	26455万千瓦时	881.833
其他助剂	14	0	氧气	3600万标准立方米	240	氧气	6680万标准立方米	222.667
电	6113万千瓦时	1018.833	10%氨水	1250	0.008	10%氨水	2500	0.008
天然气	582.56万立方米	97.093						
新鲜水	1504.8立方米	0.025						
纯水	1122.72立方米	0.019						
蒸汽	13067.46吨	0.218						
氧气	1512万标准立方米	252						

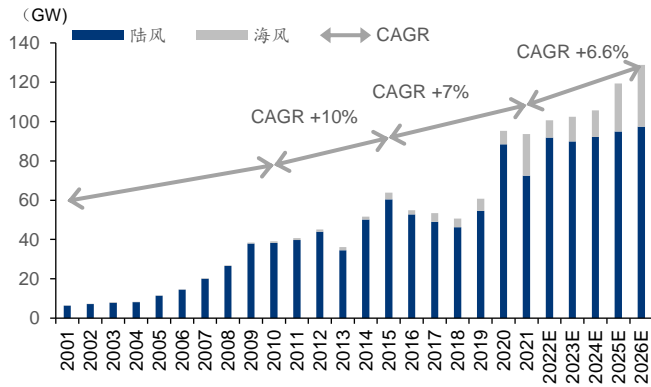
资料来源：公司官网，项目环评报告，华泰研究

风电叶片：筑底企稳，大叶片改善盈利

需求加速增长，供给格局稳定但竞争加剧

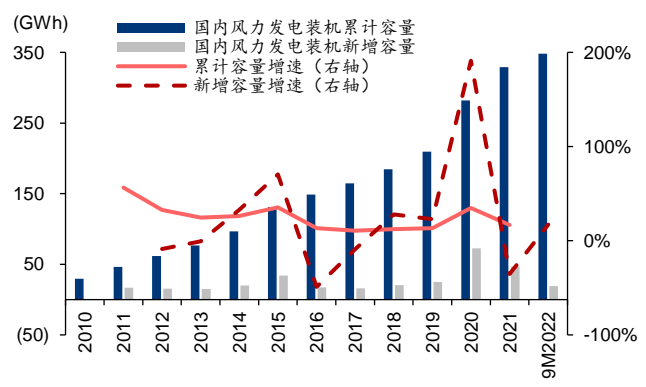
陆风需求稳定增长，海风成为重要补充。20 年为国内陆风补贴最后一年，我们认为 20 年的陆风抢装透支了 21 年需求，因此 21 年新增风电装机量 46.9GWh，同比-35%，下滑较多，但全球新增装机量仍然达到 93.6 GW，为历史第二高。据 Wind，22 年前三季度国内新增风电装机 19.2GW，同比增长 17.1%。据华泰电新 2023 年年度策略《风光储需求可期，关注电池新技术》(20221125)，预计 2022 全年风电新增装机量约有望实现 50GW，其中陆上风电约 45GW，海上风电约 5GW。据 CWEA 秘书长在首届新能源资产管理大会表示，2023-2025 年国内年均风电新增装机 60-70GW，结合各省市出台的“十四五”规划和 2022 年招标量，华泰电新团队认为 2023 年国内新增装机量有望达 61GW，其中陆上风电 51GW，海上风电 10GW。从结构看，海上风电在新增装机中的占比持续提升，2021 年受中国海上风电抢装潮影响，海上风电新增装机占比达 23%。据全球风能理事会 (GWEC) 预测，2021-2026 年全球风电装机仍将保持 6.6% 的年复合增速，其中海风的占比持续提升。到 2026 年，全球新增海上风电有望达到 31.4GW，占比达到 24.4%。

图表35：2001-2026E 全球风电新增装机量



资料来源：GWEC, Wind, 华泰研究

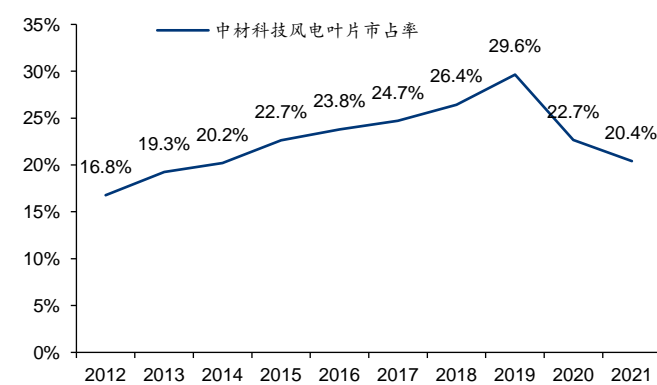
图表36：国内风电装机情况



资料来源：资料来源：GWEC, Wind, 华泰研究

叶片供给格局稳定但竞争加剧，持续亏损下或加速尾部出清。公司子公司中材叶片生产基地数量和产能均领先对手企业，据 GWEC，按照风电吊装机量计算，中材科技全国市占率第一，但受到抢装和海风发力的影响（公司海风叶片较少），导致公司近两年市占率有所下降。由于叶片技术壁垒相对较低，部分竞争对手为国企央企且具备风电运营资产带来的利润和现金流，导致行业头部竞争激烈、价格战严重，行业毛利率基本维持在 10% 以内。21 年下半年开始到现在，风电招标价持续下降，导致大部分叶片厂基本处于亏损状态，而中材科技处于微利状态。

图表37：中材科技风电叶片市占率（吊装机量计算）



资料来源：GWEC、公司年报，华泰研究

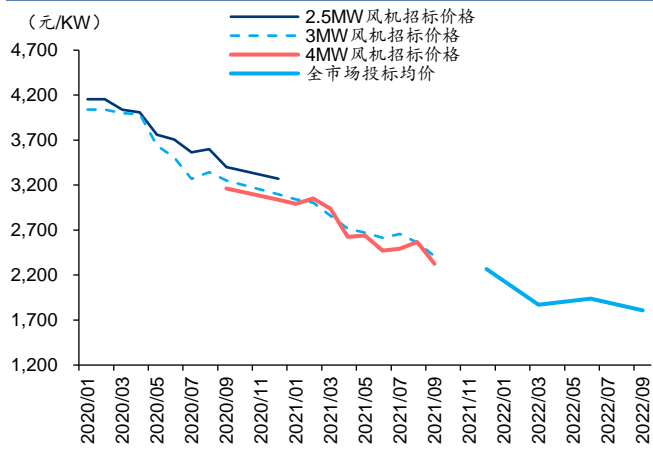
图表38：风电叶片生产企业产能格局

排名	公司名称	生产基地数量	2020 年底产能(MW/年)
1	中材科技	7	12000
2	时代新材	6	10000
3	艾朗科技	5	9000
4	中国复材	8	6000
5	中科宇能	5	5000
6	洛阳双瑞	8	4500
7	重通成飞	5	4500
8	天顺风能	3	3000
9	上玻院	/	1400

资料来源：GWEC、公司年报，华泰研究

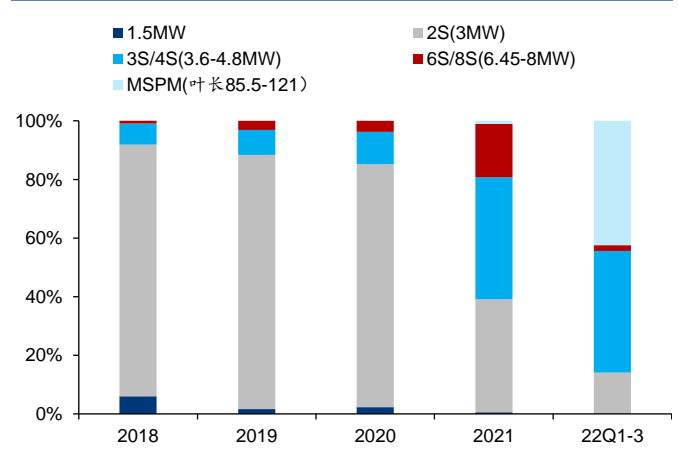
陆风平价时代到来，大型化、大功率化趋势加速。我们认为大型化趋势明显：1) 由于风电补贴取消，21 年成为陆上平价元年。19 年 5 月发改委规定，21 年开始国家将不再补贴陆上风电项目，补贴取消倒逼风电机组降低度电成本。由此风机投标均价一路下行，22Q3 风电投标价较 21 年初下降 35%，但下半年开始逐步企稳，我们预计低价情况或有所改善，因低价招标可能导致风机质量下滑，且有损产业链健康稳定发展，后续价格回升可期。此外量增趋势比较明显，据金风科技，1-9 月国内风电公开招标市场新增招标量 76.3GW，同比增 82.1%。2) 风机及叶片大型化可降低度电成本，大型化大功率化成为行业发展方向。叶片大型化可增大扫风面积，提升单机功率和发电量，摊薄安装、施工、土地等成本，从而降低度电成本。从风机龙头金风科技来看，6S/8S、MSPM 等大叶片占比较 20 年已有明显提升。

图表39：22 年 9 月全市场整机投标均价为 1808 元/kw



资料来源：金风科技官网 ppt，华泰研究

图表40：风机龙头金风科技大型机组销售占比持续提升

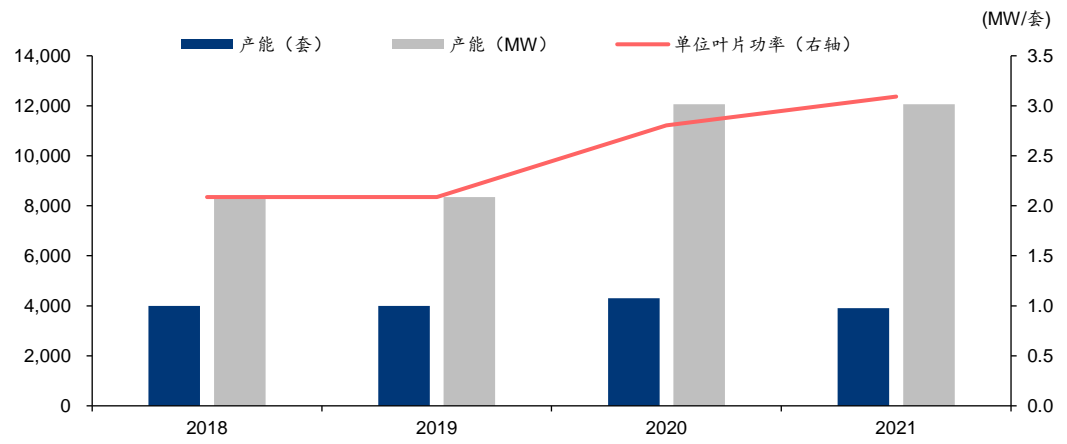


资料来源：金风科技官网 ppt，华泰研究

中材叶片：大型化及两海战略或加速推进

“两海”战略稳步推进，高质量发展加速。我们认为公司在叶片领域逐步实现量和质的稳步提升：1) 据 2022 年 8 月 18 日公司投资者关系活动记录表，21 年底公司叶片产能为 12GW，22 年预计可达到 15GW。公司 18/19/20/21 年陆续推出 72/80/85.6/100 米叶片，叶片大型化趋势明显，并且公司阜宁沿海生产基地已在生产碳玻叶片、广东阳江已建设 200 套海上风电叶片项目，契合公司海上战略；2) 公司以往海外布局的主要方式是跟随国内的整机厂和海外的整机厂在海外实现产品销售，2019 年实现了收入占比 10% 以上，但近两年受疫情影响，在运输成本上升以及需求减弱等因素的共同作用下，海外出口减少。据公司年报，21 年公司海外收入同比+106%，已有所恢复。22 年公司在巴西拟新建年产 260 套叶片基地、公司预计 23 年投产，迈出全球化布局第一步，更靠近风资源和客户。

图表41: 公司叶片大型化趋势明显



资料来源: 中材科技债券募集书, 公司年报, 华泰研究

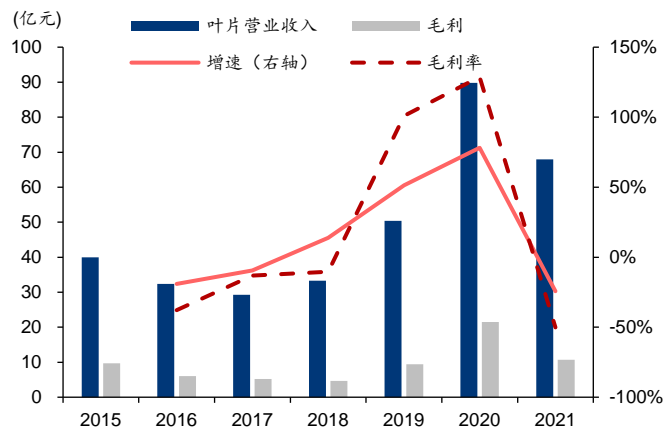
图表42: 公司风电叶片规模及 22-23 年预计新增 (套)

生产基地	2021 末	2023 新增
江苏阜宁	1030	
河北邯郸	650	
甘肃酒泉	590	
江西萍乡	580	
内蒙古锡林	540	
内蒙古兴安盟	110	
吉林白城	400	
巴西		260
陕西榆林		300
广东阳江 (海风)		200
合计	3900	4660

资料来源: 中材科技债券募集说明书, 公司年报, 华泰研究

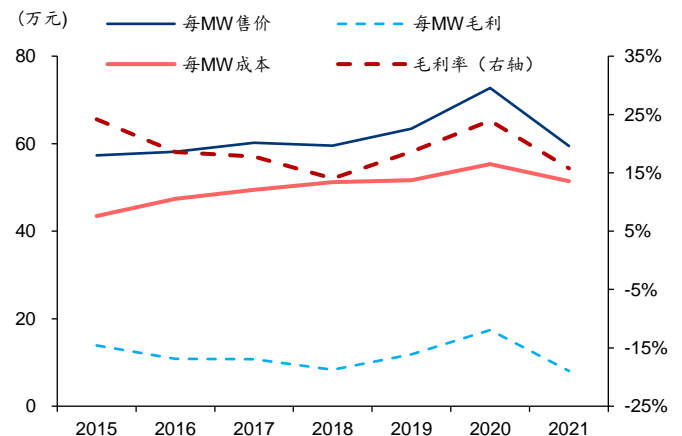
需求稳定增长下, 叶片大型化是改善公司业绩及市占率的主要驱动。风机招标价格仍在低位震荡, 叶片等零部件环节利润被压缩, 而叶片厂议价能力相对较弱, 难以通过涨价或成本优化来增厚盈利。90 米以上大叶片产品比 70-80 米叶片毛利率更高, 因此大叶片占比提升, 可以通过优化叶片产品结构, 进而提高板块的整体盈利能力。据 2022 年 8 月 18 日公司投资者关系活动记录表, 公司截至 2022 年 6 月底拥有 90 米级别模具 18 套, 预计年底接近 40 套, 旗下北玻院正加紧生产模具。

图表43: 抢装后叶片收入下滑



资料来源: 中材科技债券募集书、公司年报, 华泰研究

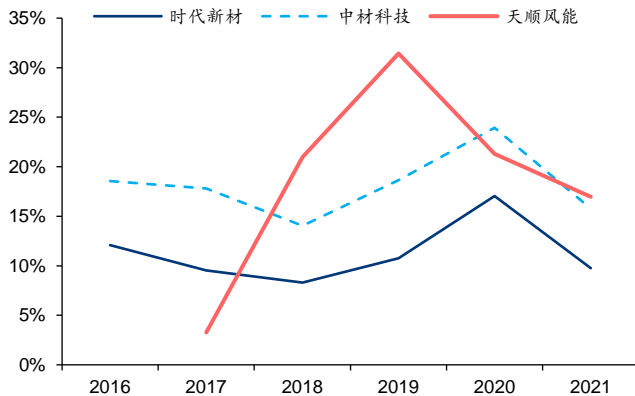
图表44: 21 年陆风平价元年后毛利率不断下降



资料来源: 中材科技债券募集书、公司年报, 华泰研究

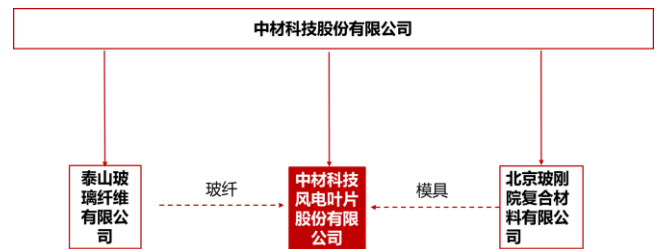
技术及原料优势明显，北玻院自供模具。我们认为公司在叶片上具有产业链协同优势和技术储备优势：1) 北玻院保障模具供给、泰玻保障高性能玻纤供给，且可进一步加强成本优势。中材子公司北玻院模具独家供应中材叶片，大叶型模具紧缺时可保证供应，因此模具供给的稳定性得到保障，有利于公司叶片向大型化转变；叶片模具迭代快速背景下，若行业模具紧缺情况下，公司原材料涨价幅度能够低于市场，降低采购成本；叶片与模具部门系同源，沟通无障碍，可压缩安装调试时间，使叶片顺利投产。2) 公司拥有众多技术储备，参与编制国家标准《风力发电机组运行及维护要求》，自主完成了 Sinoma93.2 等 90 米叶片设计开发，并首先将产品推向市场，满足战略客户需求。

图表45：公司毛利率较其他企业稳定



资料来源：中材科技债券募集书、公司年报，华泰研究

图表46：中材叶片上游布局完备



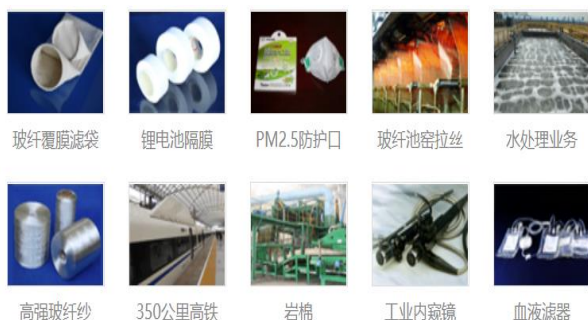
资料来源：中材科技债券募集书，华泰研究

研究院孵化长期成长，氢瓶或率先突破

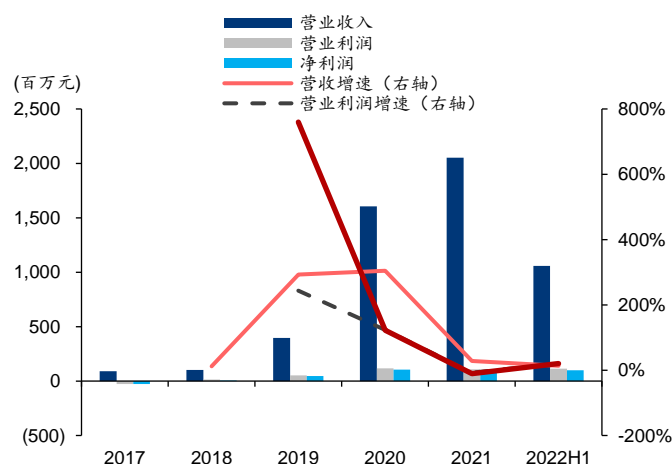
研究院孵化实力强，或打开未来成长空间

南玻院成功孵化锂膜，多种产品仍在开发建设中。据南京玻璃纤维研究设计院有限公司（下称“南玻院”）官网，为配合“两弹一星”战略，南玻院于1964年成立，是我国唯一从事玻璃纤维研究、设计、生产的综合性科研院所，1997年7月改制为科技型企业。南玻院的产品主要为玻璃纤维、绝热材料、碳纤维等，各类特种玻璃纤维织物已经成功应用于航空航天、国防军工领域。21年玻璃微纤维纸产销量1.58/1.60万吨，高温过滤材料产销量544/560万平米，目前有年产4000吨/1.2万吨高硅氧玻纤制品/玻纤滤纸项目在建，且成功孵化的锂电池隔膜已成为中材科技的核心产业。

图表47：南玻院主要产品



图表48：南玻院2021年收入超20亿元

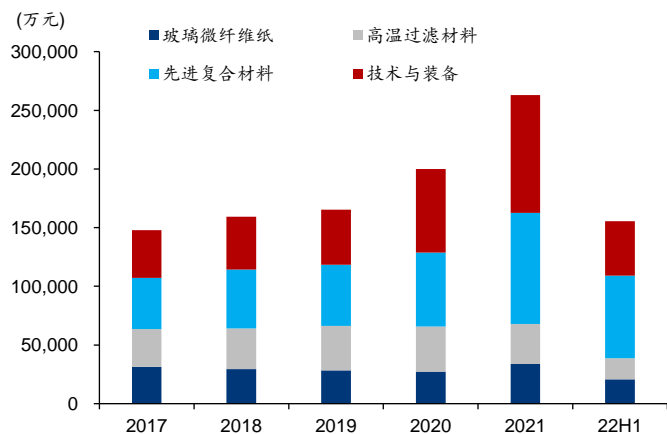


资料来源：Wind，公司年报，公司官网，华泰研究

资料来源：Wind，公司年报，公司官网，华泰研究

高端复材板块，南玻院旗下产品未来有望持续放量。南玻院高端复材业务还包括：1) 高温过滤材料，主要应用于电力、钢铁水泥、垃圾燃烧等行业的烟气除尘，应用于电子、医药等高洁净度要求的行业；2) 玻璃微纤维纸，主要是玻纤滤纸和AGM隔膜，应用于铅酸蓄电池隔膜。据公司2021年年报，21年高温过滤材料/玻纤滤纸/技术装备/先进复合材料收入3/3/9/10亿，同比-12%/+24%/+50%/+41%。南玻院拥有自主万吨级玻纤池窑拉丝装备技术，各业务增长势头强劲，技术装备优势明显。据2021年12月22日投资者交流公告，公司拟在宿迁投建1.2万吨玻纤滤纸项目。

图表49：技术与装备、先进复合材料增长较快



资料来源：中材科技债券募集书，公司年报，华泰研究

图表50：2024年玻纤滤纸销量将受益于其产能扩张



资料来源：各公司年报，Wind，华泰研究

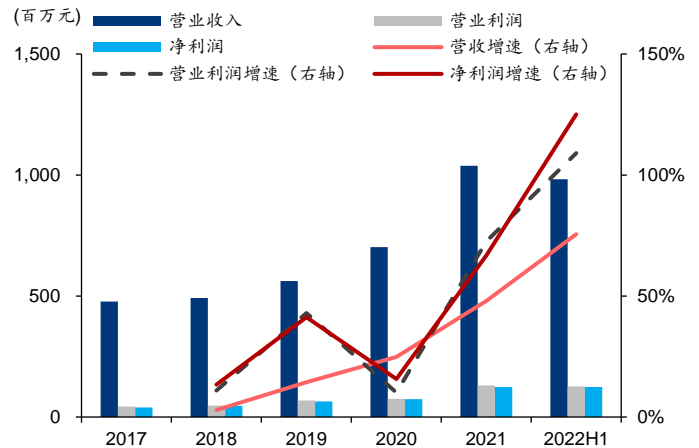
北玻院先后孵化叶片、气瓶、复材，主要针对高端复材的研究应用。据北京玻璃钢院复合材料有限公司（下称“北玻院”）官网，北玻院继承了北京玻璃钢研究设计院五十余年来形成的专有技术和行业影响力等无形资产，是我国玻璃钢/复合材料的发祥地，产品主要为交通运输、建筑工程、电子电力、航空航天、风电叶片模具等领域的复合材料，部分先进复合材料应用于导弹壳体等战略武器、船舶、神舟系列飞船返回舱、航天领域耐烧蚀等军工领域。公司先后孵化出的产品对应到中材叶片、苏州气瓶、中材汽车（年产 3000 吨汽车用复合材料制品）等公司。17 年轨道交通复合材料年产能 8000 吨，电力绝缘复合材料 2000 吨。20 年底叶片模具累计销量 420 套。

图表51：北玻院主要产品



资料来源：Wind，公司年报，公司官网，华泰研究

图表52：北玻院 2021 年收入超 10 亿元



资料来源：Wind，公司年报，公司官网，华泰研究

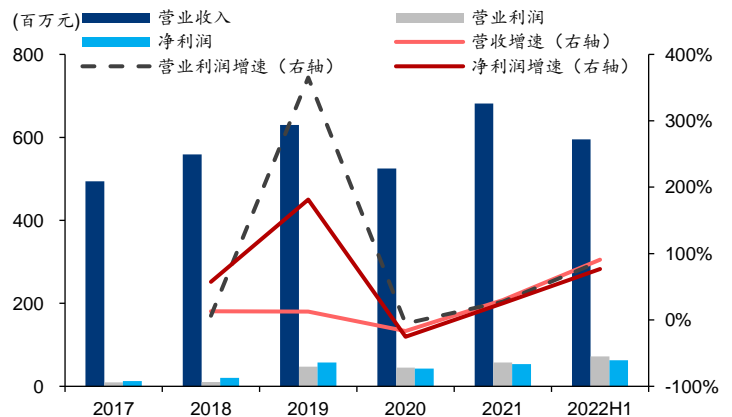
苏州有限是公司气瓶核心平台，业绩加速增长。据中材科技（苏州）有限公司（下称“苏州有限”）官网，苏州有限于 2004 年由中材科技投资设立，产品主要系北玻院孵化而来，主营业务为车载压缩、液化天然气瓶、燃料电池氢气瓶及系统、工业气瓶、移动式气体储运装备和加氢站用固定式储运装备。公司站用储氢长管年产能 1500 只、天然气气瓶 25 万只、氢气瓶 3 万只、工业气瓶 40 万只，21 年高压复合气瓶产/销量 12.1/12.4 万只，工业气瓶产/销量 34.3/34.2 万只。

图表53：苏州有限主要业务



资料来源：Wind，公司年报，公司官网，华泰研究

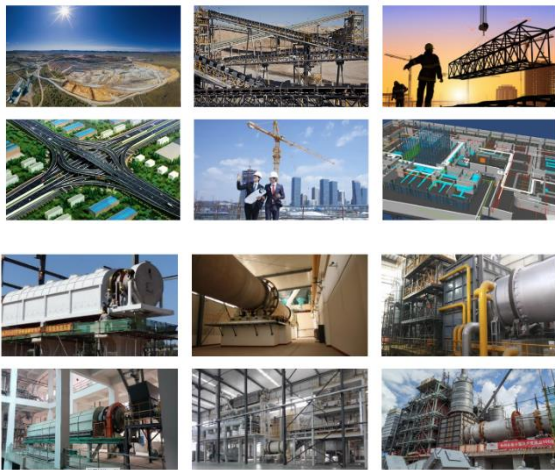
图表54：气瓶业务主体近年来稳定发展



资料来源：Wind，公司年报，公司官网，华泰研究

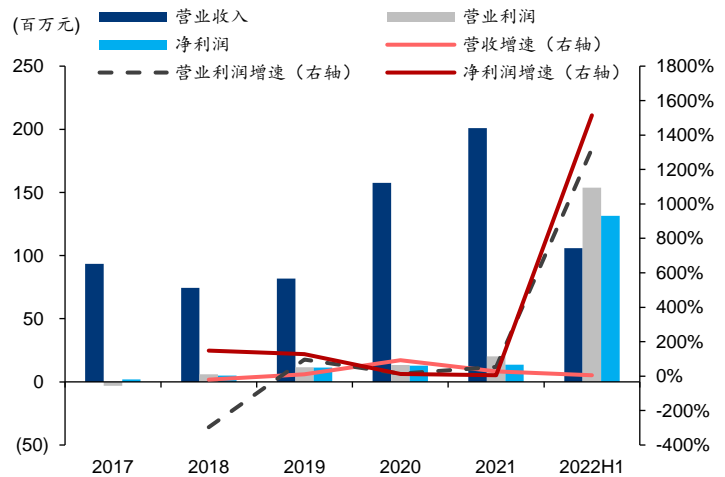
聚焦采矿工程、矿物材料，在研无机凝胶、石墨等新材料。据苏州中材非金属矿工业设计研究院有限公司（下称“苏非院”）官网，1960年1月，建筑工业部非金属矿山研究设计院正式成立，是新中国成立后第一支非金属专业设计研究队伍，集试验研究、工程设计、总承包（EPC）、装备研制与集成、高性能矿物材料加工为一体，而苏非院则是由非金属矿山研究设计院的苏州分院转化而来。苏非院于2017年孵化出苏州国建慧投矿物新材料有限公司，进行非金属矿物无机凝胶产品的生产销售，无机凝胶产品主要应用于农化行业、涂料行业、水性工业漆、铸造涂料四个领域。此外，公司核心产业化研发内容还有石墨等。据2022年8月18日投资者交流公告，22年上半年苏非院业绩迅速增长主要来自于处置参股骨料公司所得到约1个亿的股权处置收益。

图表55：苏非院主要产品



资料来源：Wind，公司年报，公司官网，华泰研究

图表56：苏非院体量相对较小



资料来源：Wind，公司年报，公司官网，华泰研究

氢能或发展提速，氢瓶业绩有望崭露头角

III、IV型储氢瓶为车载储氢主流模式。压力容器的发展始于上世纪50年代，早期主要采用玻纤、芳纶纤维等传统材料，60年代开始逐步采用硼纤维和碳纤维等新型增强复合材料。前期天然气存储和运输一直为压力容器供应链的重点，但自2020年起储氢压力容器受到更多关注。储氢瓶作为目前主流的燃料储存方式，可将氢气以气态、液态、固态三种状态储存在氢瓶中，保持氢能源车的能源供给，赋予氢燃料车低成本、低能耗、高充放气速度等特点，得到主流车厂的大力推广。目前共有4种主流高压气态储氢方案，其中I、II型储氢瓶重量大、成本低，多用于储氢站等固定式应用场景；III、IV型储氢瓶采用碳纤维全缠绕的方式加强罐体，具备轻量化的同时保持良好的力学性能，实现了高压气态储氢由固定式应用向车载储氢应用的转变。

图表57：主流储氢瓶性能对比

类型	I型	II型	III型	IV型
材质	纯钢制金属瓶	钢制内胆纤维缠绕瓶	铝内胆纤维缠绕瓶	塑料内胆纤维缠绕瓶
工作压力/MPa	17.5~20	26.3~30	30~70	>70
介质相容性	有氢脆、有腐蚀性	有氢脆、有腐蚀性	有氢脆、有腐蚀性	有氢脆、有腐蚀性
质量储氢密度/%	≈1	≈1.5	≈2.4~4.1	2.5~5.7
体积储氢密度/(g·L ⁻¹)	14.28~17.23	14.28~17.23	35~40	38~40
使用寿命/a	15	15	15~20	15~20
成本	低	中等	最高	高
车载是否可以使用	否	否	是	是

资料来源：李健，张立新等. 高压储氢容器研究进展[J]. 储能科学与技术, 2021, 10 (05): 1835-1844, 华泰研究

IV 型储氢瓶已成为国外车载储氢主流应用，显著提高新能源车行驶里程，中国企业加速追赶。在 III 型、IV 型高压气瓶领域，国内与国外存在较大的技术差距。IV 型储氢瓶质量轻且储氢密度高，同等体积下，压力越大储氢量越高，车辆行驶里程就越远，整体性能越高。目前国外高压储氢瓶应用技术最为成熟的国家为美国和日本，代表性企业包括美国 Quantum 公司、通用汽车、Impco 公司、日本丰田、日本 Jari 等，主要采用 70MPa 碳纤维缠绕 IV 型储氢瓶，而我国燃料电池商用车主要采用 35MPa III 型储氢瓶，70MPa III 型储氢瓶正被逐步应用。

图表58：国内外高压储氢瓶产品性能对比

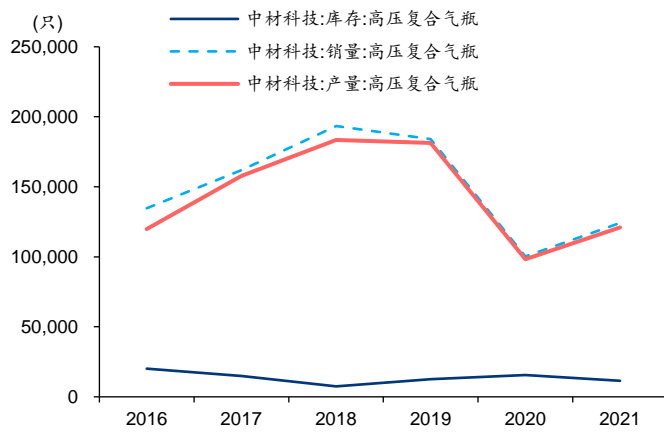
国家	生产公司	型号	容积/L	质量/kg	压力/MPa	质量储氢密度/%
挪威	Hexagon	IV	64	43	70	6
日本	丰田	IV	60	42.8	70	5.7
中国	天海工业	III	140	80	35	4.2
		III	165	88	35	4.2
		III	54	54	70	>5.0
	科泰克	III	140	-	35	4
		III	65	-	70	>5.0
	斯林达	III	128	67	35	4
		III	52	52	70	>5.0
	中材科技	III	140	78	35	4
		III	162	88	35	4
III		320	-	35	-	

资料来源：李健，张立新等. 高压储氢容器研究进展[J]. 储能科学与技术，2021，10（05）：1835-1844，华泰研究

政策指引燃料电池汽车渗透率快速提升，有望带动碳纤维需求高增。1) 2017 年 4 月 25 日，三部委发布的《汽车产业中长期发展规划》指出，应加速提高国内 IV 型瓶关键技术和产品水平；2) 2019 年 6 月 26 日《中国氢能源及燃料电池产业白皮书(2019 版)》显示，2030/2050 年我国燃料电池商用车销量有望达 36-72/160-300 万，占商用车市场份额的 7%-13%/37%-70%；2030/2050 年，我国燃料电池乘用车销量占全体乘用车市场份额的 3%/14%，氢能消费占交通领域整体用能的 19%-28%；3) 2020 年 3 月 23 日国家发改委、能源局联合印发《氢能产业发展中长期规划（2021-2035 年）》提出，2025 年基本掌握核心技术和制造工艺，燃料电池车辆保有量约 5 万辆，部署建设加氢站，可再生能源制氢量达到 10-20 万吨/年，实现二氧化碳减排 100-200 万吨/年；2030 年，形成较为完备的氢能产业技术创新体系、清洁能源制氢及供应体系，有力支撑碳达峰目标实现；2035 年，形成氢能多元应用生态，可再生能源制氢在终端能源消费中的比例明显提升。

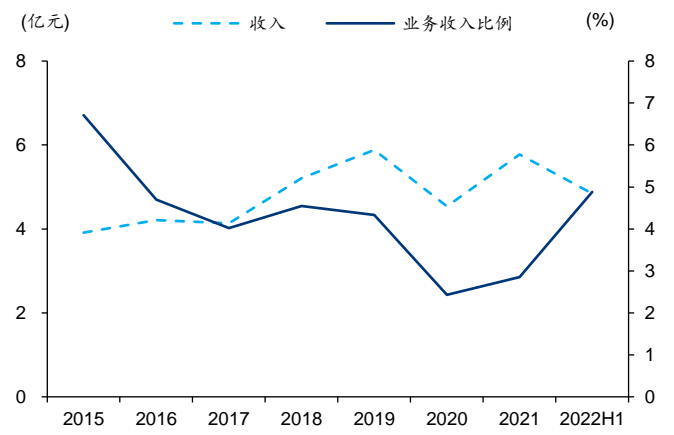
苏州有限是公司气瓶主体，加速布局氢瓶。已形成 35-70MPa 各类型车载高压燃料电池氢气瓶、无人机（如 DJ25）高压储氢瓶、站用固定及移动式氢能储运装备、轻量化车载高压燃料电池供氢系统等氢能储运全系列产品布局；率先研发完成国内最大容积 165L 及 320L 燃料电池氢气瓶，并投入市场形成销量；开发取证燃料电池车用及无人机用 35MPa 氢气瓶 23 种规格。公司高压气瓶产能 2 万只，在建产能 2 万只氢瓶缠绕产能、年产 1500 只站用储氢气瓶，且在进行 III 型瓶技改升级、IV 型瓶项目（70MPa 已有技术储备）。2021 年公司氢瓶整体市占率预计在 40% 以上，2019 年成都有限（已并入苏州有限）CNG 在国内整车市场占有率为 63%，2020 年超过 70%。

图表59: 氢瓶库存维持较低水平



资料来源: Wind, 公司年报, 华泰研究

图表60: 高压复合气瓶收入保持稳定增长



资料来源: Wind, 公司年报, 华泰研究

盈利预测

锂膜：据 2022 年 7 月 5 日投资者交流公告，公司规划 25 年底 70 亿平基膜产能、50 亿平涂覆产能，我们预计公司 22-24 年锂膜有效产能为 16/40/60 亿平米（实际规划产能我们统计为 17/38/63 亿平，因实际投产或有偏差），我们假设产能利用率为 69%/45%/47%（19-21 年为 24%/59%/44%，因刚开始布局锂膜业务，设备产线调试和产能爬坡需要较长时间），整体中枢高于 19-21 年，因产线调试及产能爬坡更为熟练；此外我们假设产销率为 100%，对应 22-24 年产销量为 11/18/28 亿平，同比+1%/+64%/+56%。考虑到公司海外客户占比仅 10%，未来有望年均提升 5pct，价格端或明显改善，我们预计 22-24 年单价同比+5%/5%/2%；单线规模提升及国产化设备自供比例提升，有望带来成本下行，我们预计公司单平成本 22-24 年同比-1%/-1%/持平，故 22-24 年预计毛利率为 39.7%/43.2%/44.3%。

玻纤：公司产能规划较大，目前新增产能规划在 63 万吨，23 年有望投产 15 万吨，但考虑到行业供给冲击较大，谨慎假设我们预计公司年均产能增速或小于规划情况，预计公司 22-24 年产能为 120/135/145 万吨，考虑到或有冷修产能及产能爬坡影响，我们预计产能利用率为 96%/89%/86%，且产销率为 100%，则 22-24 年产销量为 115/120/125 万吨、同比+4%/+4%/+4%。考虑到玻纤价格今年下行幅度较多，行业景气度逐步回归常态，预计毛利率亦或回归常态，呈现小幅下滑趋势，预计 22-24 年毛利率为 38.9%/37.0%/35.2%，但整体降幅或明显低于其他竞争对手，业绩波动小。

风电叶片：随着招标价触底企稳，我们认为风电叶片价格下降空间有限，但由于行业低价竞争依然存在，故上行空间亦有限。但从前瞻指标模具角度看，公司明年开始 90 米以上大叶片或占主导地位，且公司两海战略下，规模及海风、海外布局正加速。我们预计 22-24 年风电叶片产能为 15/18/20GW，但产能利用率一般有波动，故我们假设 22-24 年全国风电吊装量为 55/57/58GW，同比-1%/+4%/+2%（据风能专委会 CWEA，19-21 年吊装量为 28.9/57.8/55.8GW），同时公司两海计划及大叶片提升背景下，预计市占率（销量）加速提升，预计 22-24 年市占率为 22%/24%/26%（19-21 年为 27.5/21.4%/20.5%），且假设产销率为 100%，故产销量分别为 12.1/13.7/15.1GW，同比+6%/+13%/+10%；同时，公司明年开始毛利率更高的 90 米以上大叶片或占主导地位，且海风均为大叶片，较陆风毛利率更高，毛利率或有较大提升，毛利率预计为 5.9%/11.7%/11.7%，23、24 年预计明显修复。

其他：1) 高压气瓶，或受益于氢能加速发展，同时公司布局 IV 型瓶有望带来利润率显著改善，预计 22-24 年高压气瓶业务收入增速保持 30%同比增长，考虑到碳纤、树脂等价格在供给增多背景下有望逐步回调，且公司氢瓶占比有望快速提升，故规模效益和成本优势下，22-24 年毛利率有望保持增长，预计为 40%/45%/50%。2) 先进复合材料，南玻院等研究院或加速先进复材在航空航天、军工等领域的应用，预计 22-24 年收入同比+30%/20%/20%；此外今年相关原料下滑或带来利润率提升，但明后年原材料价格回暖或影响毛利率，预计 22-24 年毛利率为 30%/25%/25%。3) 技术与设备，中材大装、苏非院等装备逐步放量，预计 22-24 年收入同比增速 20%、毛利率 15%；玻璃纤维纸，作为用于电池中的复材原料，有望受益于新能车的消费增长及汽车消费复苏，预计 22-24 年收入同比增速 20%、毛利率 15%；高温过滤材料，预计 22-24 年收入同比增速 10%，毛利率为 26%，保持稳定；其他业务中包含航空航天及军工等领域的复材，预计保持规模增长，22-24 年保持收入同比增速 10%、毛利率 39%。

费用率：1) 销售费用率，考虑到公司客户结构稳定，规模效应明显，预计销售费用率保持低位，预计 22-24 均为 1.2%；2) 管理费用率，公司规模加速提升下规模效应有望增强，降本增效管理更精细化，预计 22 年管理费用率同比下降，预计 22-24 均为 4.0%；3) 研发费用率，预计 23 年随着锂膜规模提升，以及旗下研究院孵化产品增多，预计管理费用率提高，预计 22-24 年为 4.7%/5.0%/5.0%。

图表61：中材科技核心盈利假设

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
风电叶片						
收入	5,039	8,977	6,976	6,650	7,969	8,785
收入增速	51.4%	78.2%	-22.3%	-4.7%	19.8%	10.2%
产能 (MW)	8,350	12,500	12,500	15,000	18,000	20,000
销量 (MW)	7,941	12,343	11,424	12,100	13,680	15,080
单位售价 (万元/MW)	63.5	72.7	61.1	55.0	58.3	58.3
毛利率	18.6%	23.9%	15.8%	5.9%	11.7%	11.7%
收入占比	37.1%	48.0%	34.4%	32.8%	33.2%	31.4%
无碱玻璃纤维及制品						
收入	5,739	6,701	8,751	8,795	9,177	9,560
收入增速	0.3%	16.8%	30.6%	0.5%	4.3%	4.2%
产能 (万吨)	90.0	100.0	110.0	120.0	135.0	145.0
销量 (万吨)	92.4	106.4	111.0	115.0	120.0	125.0
单位售价 (元/吨)	6,211	6,298	7,884	7,648	7,648	7,648
毛利率	32.1%	30.8%	41.9%	38.9%	37.0%	35.2%
收入占比	42.2%	35.8%	43.1%	43.4%	38.2%	34.2%
锂电池隔膜						
收入	336	576	1,126	1,966	3,259	5,172
收入增速	518%	72%	95%	75%	66%	59%
产能 (万平)	96,000	108,000	160,800	160,800	400,000	600,000
销量 (万平)	18,050	41,768	68,542	114,000	180,000	280,000
单位售价 (元/平)	1.86	1.38	1.64	1.72	1.81	1.85
单位成本 (元/平)	1.40	1.05	1.05	1.04	1.03	1.03
毛利率	24.7%	23.9%	36.1%	39.7%	43.2%	44.3%
收入占比	2.5%	3.1%	5.5%	9.7%	13.6%	18.5%
高压气瓶						
收入	588	454	454	590	767	997
收入增速	12.9%	-22.8%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	30.0%	30.0%	30.0%	40.0%	45.0%	50.0%
先进复合材料						
收入	521	631	631	820	984	1,181
收入增速	3.8%	21.2%	0.0%	30.0%	20.0%	20.0%
毛利率	26.0%	26.0%	26.0%	30.0%	25.0%	25.0%
技术与装备						
收入	470	711	711	854	1,024	1,229
收入增速	3.9%	51.4%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
玻璃纤维纸						
收入	283	272	272	327	392	470
收入增速	-3.8%	-3.8%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
高温过滤材料						
收入	381	386	386	424	467	513
收入增速	9.9%	1.4%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
其他						
收入	906	948	948	1,043	1,147	1,261
收入增速	20.8%	4.6%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	29.8%	18.6%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%
收入占比	6.7%	5.1%	4.7%	5.1%	4.8%	4.5%
收入抵消	-670.9	-945.5	-1184.3	-1184.3	-1184.3	-1184.3
总收入	13,590	18,711	20,295	20,284	24,003	27,985
总收入增速	18.7%	37.7%	8.5%	-0.1%	18.3%	16.6%
综合毛利率	26.9%	27.1%	30.0%	28.5%	29.6%	29.8%
销售费用率	3.9%	1.6%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用率	5.4%	4.5%	4.9%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用率	3.8%	5.1%	4.7%	4.7%	5.0%	5.0%
期间费用率	15.7%	13.5%	13.4%	11.1%	11.0%	10.9%

资料来源：Wind，公司年报，华泰研究预测

复盘公司股价及估值，我们发现公司股价与估值与新能源和玻纤板块相关性强，目前玻纤板块较高景气度对公司估值影响更大，且目前估值性价比较高。1) 股价层面，公司股价与新能源、玻纤板块涨跌幅相关性较强，且 18、19 年左右开始布局锂膜后，涨跌幅与新能源板块相关性加强，而之前风电叶片未出现高速发展情况，整体景气度或低于其他新能源板块；2) 从估值角度看，2020-2022 年 9 月公司估值相对沪深 300 走势，与新能源板块更相关，但 10 月以来公司估值反弹，与建材趋势相符，主要系建筑业政策持续回暖，叠加玻纤库存 10 月开始下降、景气趋稳；3) 上市以来公司 PETTM 相对沪深 300 的倍数均值为 2.45，11 月 29 日为 1.14，位于 2006 年 11 月 20 日上市以来、近 10 年来、近 5 年来 9%、16%、31%分位，公司目前估值处于较低的位置，估值性价比较高，若新能源板块景气回升，有望进一步带动公司估值表现。4) 公司于 2006 年 11 月于深交所上市，复盘 16 年来公司股价变动，可根据涨跌趋势将其划分为 9 个阶段：

1) 2006 年 11 月-2007 年 8 月：2007 年上半年公司成套装备出口大幅增长，收入同比增长 80.3%；同时公司特种纤维复合材料业务持续扩张，拉动股价持续上升，期间最大涨幅 38%。

2) 2007 年 9 月-2008 年 10 月：2008 年上半年全球石油价格迅速上升，原材料成本压力增大；受金融危机影响，海外需求萎缩，对公司业务产生负面影响，二者叠加使得公司股价持续下降，期间最大跌幅 31%。

3) 2008 年 11 月-2010 年 10 月：中材叶片 2007 年成立，正值国内风电叶片产业的快速发展期，期间公司风电叶片销售收入迅速增加，据 2009 年年报，公司主营业务收入同比增长 51.66%，主要是由于风电叶片销售收入大幅增长所致。风电叶片业务的高速扩张拉动公司股价稳步上升，期间最大涨幅为 28%。

4) 2010 年 11 月-2012 年 11 月：风电设备行业经历了连续数年高速但粗放的发展，弃风率居高不下导致行业政策收紧。2011 年-2012 年，受到政策收紧、供需关系恶化等影响，风电叶片价格持续下降，公司股价同步下降，期间最大跌幅为 24%。

5) 2012 年 12 月-2017 年 10 月：2012 年-2017 年国内风电装机量持续上升，中材叶片市占率不断提升，叶片业务持续扩张；2011 年布局锂膜行业以来，公司锂膜业务稳步扩张，2016 年成立子公司中材锂膜；2016 年公司完成对泰玻的收购，玻纤业务不断增长。虽然受到 2015 年风电抢装潮的影响，2016 年风电叶片业务下滑，股价有所下降，但该阶段公司三大业务均处于上升期，公司股价总体呈上升趋势，期间最大涨幅 68%。

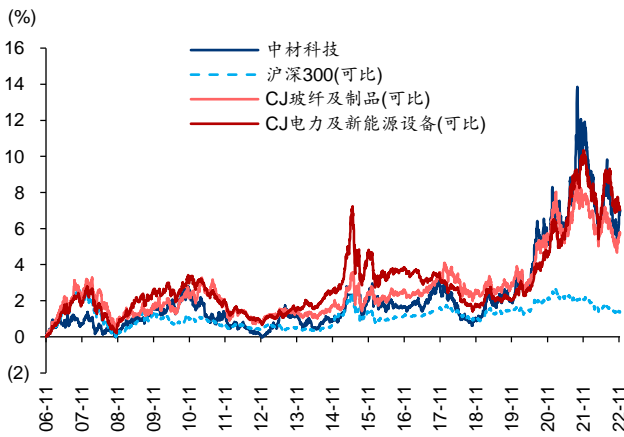
6) 2017 年 11 月-2018 年 11 月：2018 年巴拿马项目事件对公司的负面影响较大，外加锂膜、玻纤供过于求的市场情况，公司股价持续下行，期间最大跌幅 19%。

7) 2018 年 12 月-2021 年 10 月：2019 年-2020 年为风电补贴的末尾，公司风电叶片收入大幅上升，19 年、20 年同比增长 51.38%、78.16%；2019 年公司收购湖南中锂，锂膜产能由收购前的 2.4 亿平迅速扩张至 21 年的 13.16 平，同时收入不断增长，20 年同比增长 71.63%。受两大业务的拉动，公司股价持续上升，期间最大涨幅 39%。

8) 2021 年 12 月-2022 年 4 月：2021 年 12 月玻纤库存开始大幅上升，供需承压下，玻纤价格持续下降，公司股价同步下降，期间股价最大跌幅 18%。

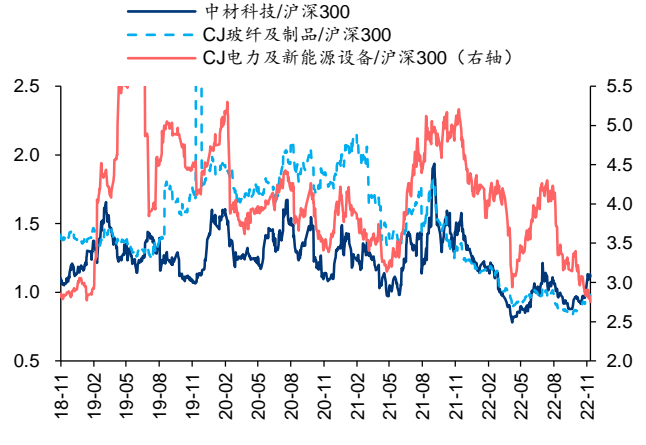
9) 2022 年 5 月至今：22 年 5 月至 10 月，公司股价与新能源板块涨跌幅保持一致。10 月以来，建筑业政策回暖，玻纤库存下降，公司股价回升。期间股价最高涨幅 30%，最高跌幅 20%。

图表62: 中材科技股价与沪深300、玻纤、新能源指数累积涨跌幅



资料来源: Wind, 华泰研究

图表63: 中材科技、玻纤、新能源指数 PETTM 相对沪深300 表现



资料来源: Wind, 华泰研究

我们预计 22-24 年归母净利润 34/33/41 亿元 (前值 34/35/42 亿元), 可比风电玻纤/隔膜公司 23 年 Wind 一致预期平均 12/19xPE, 分部估值目标市值 523 亿元 (23 年 26 亿叶片及玻纤净利润, 给予 15xPE, 因玻纤成本优势提升及叶片有望盈利反转; 7 亿隔膜及氢瓶等新材料净利润, 给予 19xPE), 目标价 31.17 元 (前值 22.94 元), 维持“买入”评级。

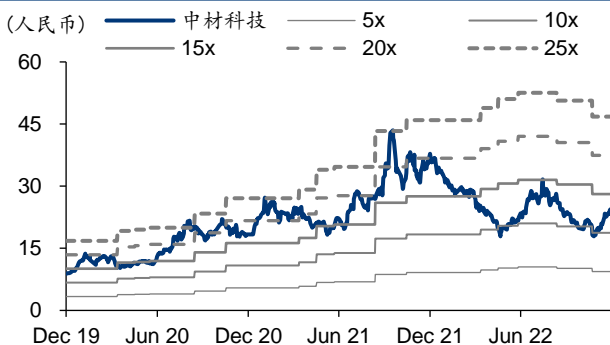
图表64: 可比公司估值表 (2022/12/05)

公司名称	股票代码	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益				P/E			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
金风科技	002202 CH	11.79	498	0.82	0.84	0.99	1.19	14.41	13.98	11.96	9.94
天顺风能	002531 CH	14.97	270	0.73	0.55	1.00	1.27	20.61	27.01	14.99	11.78
再升科技	603601 CH	5.61	57	0.24	0.24	0.31	0.38	22.94	23.83	18.29	14.69
中国巨石	600176 CH	14.95	598	1.51	1.63	1.67	1.89	9.93	9.19	8.96	7.90
长海股份	300196 CH	15.60	64	1.40	1.79	2.00	2.48	11.14	8.71	7.78	6.30
风电/玻纤可比公司平均估值								15.80	16.54	12.40	10.12
思捷股份	002812 CH	130.78	1,167	3.05	5.51	7.99	10.71	42.95	23.73	16.36	12.22
星源材质	300568 CH	22.68	290	0.22	0.64	1.08	1.50	102.68	35.71	21.04	15.12
锂电池隔膜可比公司平均估值								72.81	29.72	18.70	13.67
中材科技	002080 CH	24.57	412	2.01	2.02	1.98	2.43	12.22	12.17	12.41	10.12

注: 除中材科技外, 盈利预测均来自 Wind 一致预期

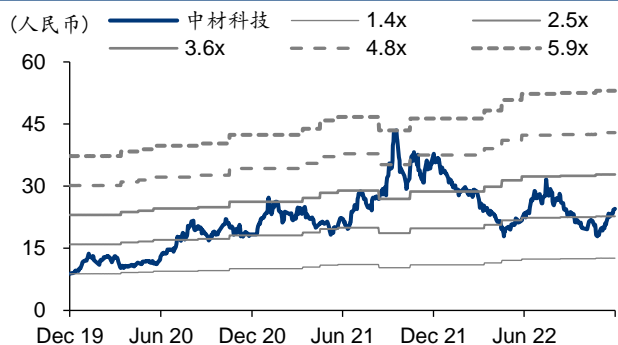
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

图表65: 中材科技 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表66: 中材科技 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表67：文中涉及公司名称及公司代码

公司名称	股票代码	公司名称	股票代码
中材科技	002080 CH	北玻院	未上市
中国建材	03323 HK	泰山玻纤	未上市
泰山玻纤	未上市	中材叶片	未上市
恩捷股份	002812 CH	中国巨石	600176 CH
星源材质	300568 CH	重庆国际	未上市
河北金力	退市	山东玻纤	605006 CH
江苏北星	未上市	长海股份	300196 CH
中材锂膜	未上市	内江华原	未上市
中兴新材	未上市	必成玻纤	未上市
惠强新材	A22577 CH	冀中能源	000937 CH
盈博莱	839146 CH	辽宁炜盛	未上市
湖南中锂	未上市	广州中信	未上市
中石化资本	未上市	金牛化工	600722 CH
中建材新材料基金	未上市	四川威玻	未上市
新原锂科	未上市	中材金晶	未上市
亿纬锂能	300014 CH	苏州台嘉	未上市
宁德时代	300750 CH	杭州圣戈班	未上市
比亚迪	002594 CH	北方水泥	未上市
中材大装	未上市	复材资产	未上市
时代新材	600458 CH	南玻院	未上市
艾朗科技	未上市	苏州气瓶	未上市
中国复材	未上市	中材汽车	未上市
中科宇能	未上市	中材科技（苏州）	未上市
洛阳双瑞	未上市	中材非金属矿工业设计研究院	未上市
重通成飞	未上市	苏州国建慧投矿物新材料	未上市
天顺风能	002531 CH		
上玻院	未上市		

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

风险提示

风电招标价继续下行。风电招标量显著提升，但价格仍在低位震荡，若下游运营商、组件厂继续压制价格，或导致风电招标价继续下行，进而导致风电叶片企业盈利继续低迷。

玻纤供需恶化。后续玻纤供给增量较大，若企业加大投资、价格显著回暖导致供给加速释放，同时经济活动恢复弱导致需求复苏缓慢，可能导致玻纤行业价格继续下行，进而影响公司玻纤板块盈利。

锂膜价格超预期下跌。锂膜供给增量依然较大，若明年行业供大于求明显，可能导致锂膜价格承压，同时若公司海外客户拓展缓慢，可能导致锂膜价格提升受阻，进而影响锂膜板块盈利。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	13,196	14,379	14,090	17,175	16,954
现金	2,933	2,635	3,098	3,171	3,483
应收账款	3,286	3,956	3,282	5,283	4,703
其他应收账款	93.83	99.85	93.72	135.34	131.72
预付账款	163.59	308.40	163.32	394.89	255.92
存货	2,109	2,250	2,203	2,980	3,044
其他流动资产	4,610	5,130	5,250	5,211	5,337
非流动资产	20,500	23,247	22,245	24,984	27,692
长期投资	347.21	343.15	413.40	474.19	512.57
固定投资	14,798	17,883	17,223	19,926	22,592
无形资产	1,229	1,280	1,237	1,187	1,111
其他非流动资产	4,125	3,742	3,372	3,398	3,476
资产总计	33,695	37,627	36,335	42,160	44,646
流动负债	12,401	13,583	10,683	14,258	13,799
短期借款	2,312	1,888	1,888	1,888	1,888
应付账款	4,024	4,183	4,200	5,557	5,783
其他流动负债	6,065	7,511	4,594	6,812	6,127
非流动负债	7,241	8,432	7,583	7,396	7,102
长期借款	5,499	3,371	2,522	2,335	2,041
其他非流动负债	1,742	5,061	5,061	5,061	5,061
负债合计	19,642	22,015	18,266	21,654	20,901
少数股东权益	919.81	1,442	1,576	1,708	1,869
股本	1,678	1,678	1,678	1,678	1,678
资本公积	4,779	4,444	4,444	4,444	4,444
留存公积	5,575	8,043	10,509	12,926	15,892
归属母公司股东权益	13,133	14,169	16,493	18,798	21,877
负债和股东权益	33,695	37,627	36,335	42,160	44,646

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	3,301	3,672	3,900	5,440	5,937
净利润	1,969	3,475	3,523	3,453	4,237
折旧摊销	1,121	1,279	1,236	1,337	1,539
财务费用	432.99	486.95	242.10	197.83	199.73
投资损失	(9.25)	(47.90)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(425.81)	(915.88)	(200.52)	451.99	(37.60)
其他经营现金	213.90	(604.78)	(900.00)	0.00	0.00
投资活动现金	(1,992)	(1,553)	666.93	(4,077)	(4,246)
资本支出	(2,706)	(1,804)	(155.29)	(4,007)	(4,197)
长期投资	(244.72)	51.03	(70.25)	(60.79)	(38.38)
其他投资现金	958.34	199.38	892.47	(9.04)	(10.85)
筹资活动现金	94.06	(2,354)	(4,104)	(1,290)	(1,379)
短期借款	(1,217)	(423.60)	0.00	0.00	0.00
长期借款	2,141	(2,128)	(849.34)	(186.76)	(294.20)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(128.64)	(335.70)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(701.54)	532.84	(3,255)	(1,104)	(1,085)
现金净增加额	1,373	(257.63)	463.13	72.84	312.54

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	18,711	20,295	20,284	24,003	27,985
营业成本	13,636	14,207	14,513	16,891	19,631
营业税金及附加	169.23	204.63	202.84	240.03	279.85
营业费用	305.88	283.25	243.41	288.03	335.81
管理费用	834.98	995.78	811.35	960.11	1,119
财务费用	432.99	486.95	242.10	197.83	199.73
资产减值损失	(315.98)	(98.43)	(101.42)	(192.02)	(55.97)
公允价值变动收益	8.78	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.25	47.90	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,322	4,099	4,116	4,033	4,963
营业外收入	52.06	64.13	64.13	64.13	64.13
营业外支出	24.79	39.36	0.00	0.00	0.00
利润总额	2,349	4,124	4,181	4,098	5,027
所得税	380.67	648.52	657.46	644.40	790.63
净利润	1,969	3,475	3,523	3,453	4,237
少数股东损益	(83.34)	101.74	133.88	131.22	160.99
归属母公司净利润	2,052	3,373	3,389	3,322	4,076
EBITDA	3,843	5,837	5,597	5,560	6,682
EPS (人民币, 基本)	1.22	2.01	2.02	1.98	2.43

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	37.68	8.47	(0.06)	18.33	16.59
营业利润	49.02	76.52	0.43	(2.02)	23.05
归属母公司净利润	48.70	64.40	0.47	(1.99)	22.69
获利能力 (%)					
毛利率	27.12	30.00	28.45	29.63	29.85
净利率	10.52	17.12	17.37	14.39	15.14
ROE	14.01	22.26	19.50	16.84	17.84
ROIC	12.03	17.67	17.73	15.59	17.08
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.29	58.51	50.27	51.36	46.81
净负债比率 (%)	53.34	58.36	32.38	27.81	21.93
流动比率	1.06	1.06	1.32	1.20	1.23
速动比率	0.85	0.84	1.06	0.94	0.96
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.57	0.55	0.61	0.64
应收账款周转率	5.65	5.60	5.60	5.60	5.60
应付账款周转率	3.76	3.46	3.46	3.46	3.46
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.22	2.01	2.02	1.98	2.43
每股经营现金流(最新摊薄)	1.97	2.19	2.32	3.24	3.54
每股净资产(最新摊薄)	7.83	8.44	9.83	11.20	13.04
估值比率					
PE (倍)	20.09	12.22	12.17	12.41	10.12
PB (倍)	3.14	2.91	2.50	2.19	1.88
EV EBITDA (倍)	12.92	8.87	8.69	8.75	7.23

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、张艺露、黄颖、申建国，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、张艺露、黄颖、申建国本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司