

20 年业绩符合预期，三大业务齐头并进

中材科技 (002080.SZ) 年报点评

证券研究报告

2021 年 03 月 18 日

● 核心结论

事件：公司发布2020年年报，2020年公司实现营业收入187.11亿元，同比增长38%；实现归母净利润20.52亿元，同比增长49%，基本每股收益1.22元，向全体股东每10股派发现金红利4.0元（含税），业绩符合预期。

归母净利润同比快速增长，盈利能力保持稳定。20年公司叶片、玻纤及隔膜业务分别实现营业收入89.77/67.01/5.76亿元，YoY+78%/17%/72%，叶片业务受益于抢装因素，带动公司业绩快速增长。20年公司毛利率、净利率分别为27.12%/10.52%，YoY+0.22/0.01pct，盈利能力较为稳定。

20年叶片业务快速增长，21年盈利能力有望继续提升。20年公司叶片销售量为12.3GW，YoY+55%，叶片市占率约为21.3%，连续十年稳居全国第一。风机大型化趋势推动公司出货结构优化，20年叶片毛利率为23.93%，在原材料价格上涨的情况下仍实现同比增长5pct。21年国内海上风电抢装，高毛利产品占比提升有望带来叶片盈利能力进一步增强。

玻纤行业需求回暖，21年有望迎来量价齐升。20年公司玻纤销量为106万吨，YoY+15%，毛利率为30.82%，YoY+2pct，玻纤盈利能力提升主要由于疫情缓解后玻纤需求旺盛叠加高毛利的电子纱出货占比提升。经济回暖有望带动玻纤需求维持高景气，21年玻纤业务有望实现量价齐升。

20年隔膜出货量大幅增长，盈利能力有望持续改善。20年公司隔膜业务销量为4.18亿平方米，YoY+131%，目前公司隔膜产能已达到10亿平方米。随着下游电动车、储能等行业需求逐步释放，叠加公司产能利用率及生产效率持续提升，隔膜业务盈利能力有望持续改善。

投资建议：预计21-23年公司归母净利润分别为23.93/30.38/35.17亿元，YoY+17%/27%/16%，EPS分别为1.43/1.81/2.10元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，风电新增装机量不及预期，原材料价格上涨风险

● 核心数据

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,590	18,711	18,985	22,700	26,929
增长率	18.7%	37.7%	1.5%	19.6%	18.6%
归母净利润（百万元）	1,380	2,052	2,393	3,038	3,517
增长率	48.4%	48.7%	16.6%	27.0%	15.8%
每股收益（EPS）	0.82	1.22	1.43	1.81	2.10
市盈率（P/E）	29.9	20.1	17.2	13.6	11.7
市净率（P/B）	3.5	3.1	2.7	2.3	1.9

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级

买入

股票代码

002080

前次评级

买入

评级变动

维持

当前价格

24.88

近一年股价走势



分析师



杨敬梅 S0800518020002



021-38584220



yangjingmei@research.xbmail.com.cn

联系人



胡瑾心



18311033802



hujinxin@research.xbmail.com.cn

相关研究

中材科技：业绩符合预期，看好公司长期发展——中材科技（002080.SZ）2020 年三季报点评 2020-10-22

中材科技：业绩逆势快速增长，三大主业共振向上——中材科技（002080.SZ）2020 年半年报点评 2020-08-20

中材科技：叶片带动业绩高速增长，锂电隔膜放量可期——中材科技（002080.SZ）2020 年半年报业绩预告点评 2020-07-08

索引

内容目录

业绩持续增长，盈利能力稳中有进	3
20 年叶片量利齐升，21 年叶片需求有望维持高景气	5
20 年玻纤销量快速增长，21 年盈利能力有望持续提升	5
20 年隔膜销量同比大幅增长，21 年业绩值得期待	6

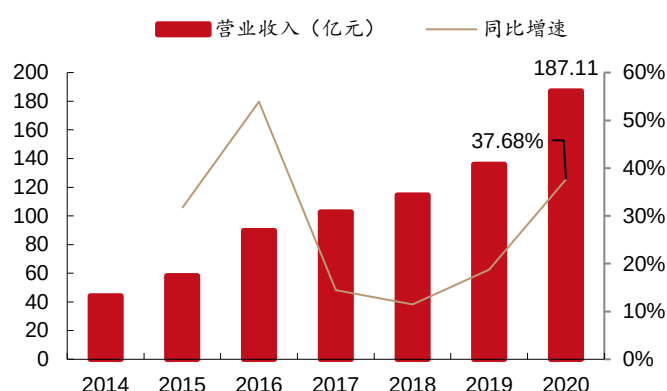
图表目录

图 1：20 年公司主营业务收入同比增长 38%	3
图 2：20 年公司归母净利润同比增长 49%	3
图 3：20 年公司销售毛利率为 27%	3
图 4：20 年公司销售费用率为 2%	3
图 5：20 年公司存货周转率同比提升 1.25 次	4
图 6：20 年公司主营业务收现比为 74%	4
图 7：20 年公司资产负债率为 58%	4
图 8：20 年公司流动比率和速动比率分别为 1.11/0.96	4
图 9：2020 年公司叶片销量同比增长 55%	5
图 10：20 年公司玻纤产品销量为 106 万吨	6
图 11：21 年中材锂电产能有望达到 5 亿平方米	7
图 12：21 年湖南中锂产能有望达到 10 亿平方米	7

业绩持续增长，盈利能力稳中有进

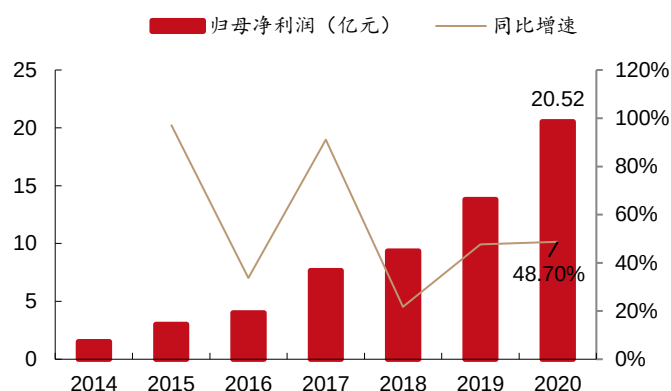
20 年公司主营业务产品业绩亮眼，归母净利润实现快速增长。2020 年公司实现营业收入 187.11 亿元，同比增长 38%；实现归母净利润 20.52 亿元，同比增长 49%。受陆上风电抢装因素影响，20 年公司叶片业务收入 89.77 亿元，同比增长 78%，毛利润 21.48 亿元，同比增长 129%。公司玻纤业务虽受疫情影响较为明显，但 20H2 以来随着下游汽车、基建、电子等行业逐步复苏，全年玻纤业务营收仍保持正增长，20 年玻纤业务收入为 67.01 亿元，同比增长 17%，毛利润 29.65 亿元，同比增长 12%。随着产能释放叠加产品良率及生产效率提升，2020 年公司隔膜业务业绩快速增长，实现营业收入 5.76 亿元，同比增长 72%。公司隔膜业务海外市场开发获得质的飞跃，实现隔膜出口“零”的突破，海外收入占比超过 15%。

图 1：20 年公司主营业务收入同比增长 38%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

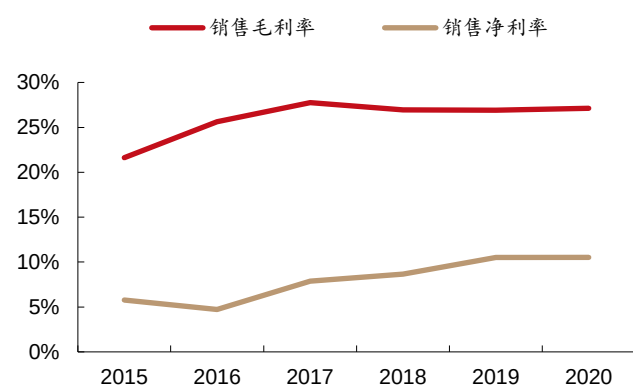
图 2：20 年公司归母净利润同比增长 49%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

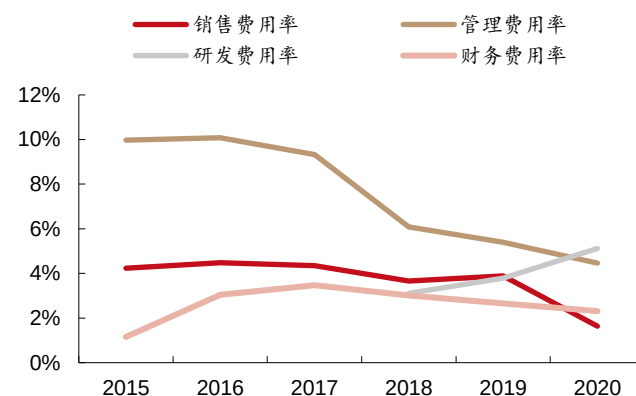
公司盈利能力稳健，期间费用率有所下降。2020 年公司综合毛利率为 27.12%，同比上升 0.22pct，毛利率小幅回升，公司净利率持稳为 10.52%，同比基本持平。20 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率及财务费用率分别为 1.63%/4.46%/5.12%/2.31%，同比-2.25/-0.94/+1.33/-0.35pct，公司持续推进三精管理提升运营质量，期间费用率降幅明显。其中研发费用率增长主要由于公司叶片研发投入加大所致。

图 3：20 年公司销售毛利率为 27%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

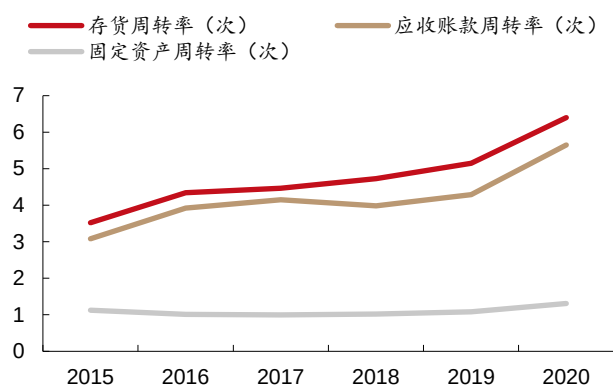
图 4：20 年公司销售费用率为 2%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

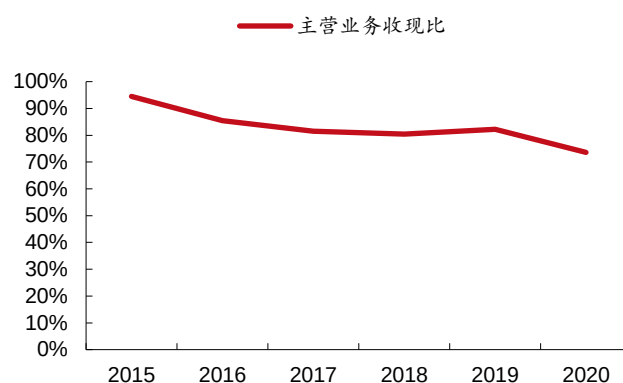
公司营运能力稳健提升，经营性现金流出同增约 25%。公司 20 年存货周转率、应收账款周转率、固定资产周转率分别为 6.40/5.65/1.31 次，同比提升 1.25/0.36/0.23 次，主要系 20 年风电需求向好，公司叶片业务回款及出货情况良好，营运能力稳步提升。20 年公司主营业务收现比为 73.60%，同比下滑 8.58pct，主要由于购买商品、接受劳务支付的现金同比增长导致经营活动现金流出同比增长 24.93%。

图 5：20 年公司存货周转率同比提升 1.25 次



资料来源：Wind，西部证券研发中心

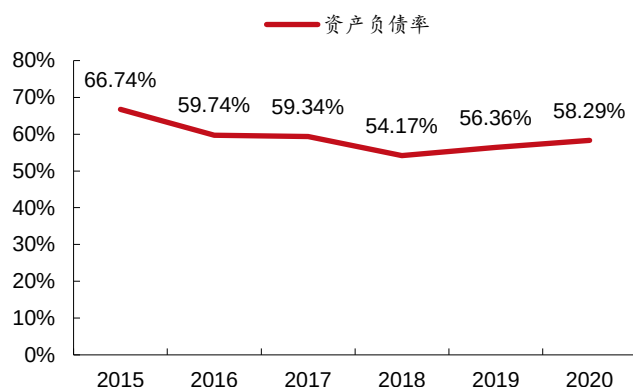
图 6：20 年公司主营业务收现比为 74%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

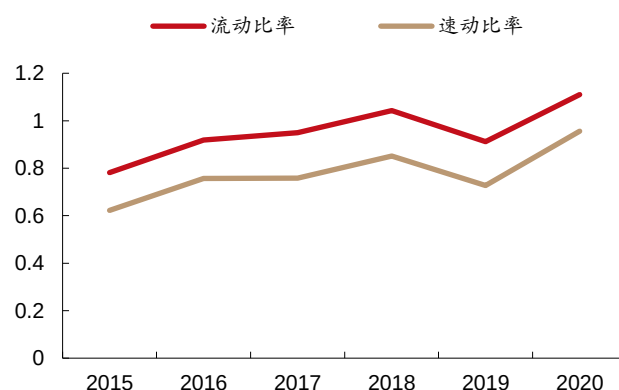
公司资产负债率较为稳定，短期偿债能力提升明显。20 年公司资产负债率 58.29%，同比增加 1.93pct，整体保持稳定。20 年公司流动比率和速动比率分别为 1.11/0.96，短期偿债能力有所提升。公司可转债增信机制、偿债计划及其他偿债保障措施未发生变更，正常执行。

图 7：20 年公司资产负债率为 58%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 8：20 年公司流动比率和速动比率分别为 1.11/0.96

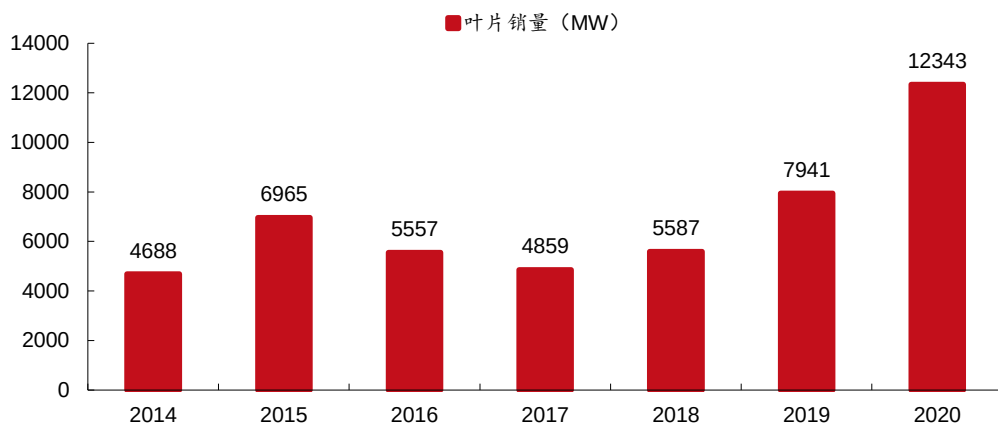


资料来源：Wind，西部证券研发中心

20年叶片量利齐升，21年叶片需求有望维持高景气

20 年叶片销量 12.3GW，市占率连续十年稳居全国首位。2020 年公司叶片销售量为 12.3GW，同比增长 55%，实现销售收入 89.77 亿元，同比增长 78%，净利润 10.0 亿元，同比增长 161%。国内风电行业因抢装需求爆发以及疫情防控导致生产受限的双重背景下，公司依托行业领先的研发及技术优势，叠加叶片产销流转提速策略，成功实现叶片业务产销量及盈利能力的提升。按照 BNEF 公布的 2020 年国内风电新增吊装容量 57.8GW 计算，2020 年公司叶片市占率约为 21.3%，连续十年保持全国第一。

图 9：2020 年公司叶片销量同比增长 55%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

叶片出货结构优化，盈利能力持续提升。风电降本需求下，风机大型化趋势持续发展，公司售价较高的大叶型、大功率叶片占比持续提升，2020 年公司叶片平均售价为 73.08 万元/MW，同比增长 12.3%。2020 年下半年，玻璃纤维、树脂等原材料价格出现不同程度上涨，2020 年公司叶片产品单位成本 55.33 万元/MW，同比上升 7%。受益于出货结构优化，叶片业务盈利能力仍实现同比正增长，叶片毛利率为 23.93%，同比增长 5.38pct。

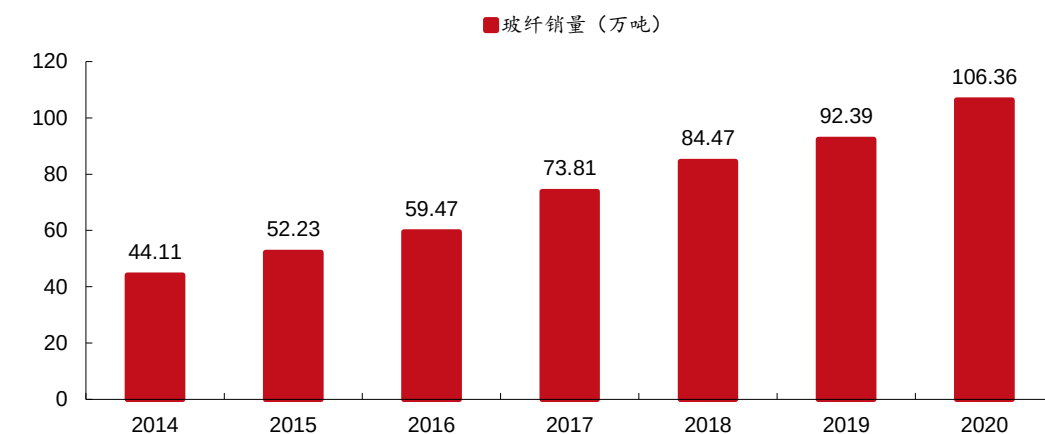
21 年海上及海外风电叶片需求有望维持高景气，高毛利产品出货占比有望进一步提升。全球碳中和目标叠加海外疫情逐步缓解，21 年海外风电新增装机量有望迎来较快增长，公司叶片产品与海外竞争对手相比具备明显的成本优势，海外市占率有望持续提升。21 年国内海上风电有望迎来抢装，公司高毛利的大尺寸叶片销售占比有望进一步提升，支撑叶片业务盈利能力保持较高水平。

20年玻纤销量快速增长，21年盈利能力有望持续提升

20 年玻纤销量 106 万吨，单价同比下降 2%。2020 年公司玻纤业务实现营业收入 67.01 亿元，同比增长 17%，净利润 11.5 亿元，同比增长 39%。疫情冲击下，20 年上半年玻纤行业下游需求萎靡，产品价格出现下滑。随着疫情影响逐步减弱、宏观经济持续复苏，自 20Q4 玻纤行业需求快速回暖，玻纤单吨价格快速上涨。2020 年公司玻纤销量为 106.36

万吨，同比增长 15%，其中玻纤纱销量为 78.54 万吨，同比增长 6%，玻纤制品销量为 25.46 万吨，同比增长 41%；玻纤产品单吨价格为 6547.17 元/吨，同比下降 1.6%。

图 10：20 年公司玻纤产品销量为 106 万吨



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

出货结构优化叠加供需紧张，玻纤盈利能力进一步提升。2020 年公司玻纤业务毛利率为 30.82%，同比增长 2.31pct。20Q4 玻纤价格持续提升的同时，下游汽车、电子等行业需求持续复苏，电子纱等高端产品出货占比提升，双重因素驱动公司玻纤业务盈利能力进一步提升。

新产能投建叠加收购中材金晶，公司玻纤产能有望进一步提升。2020 年 10 月，公司公告称拟建设一条年产 6 万吨无碱玻璃纤维细沙池窑拉丝生产线，建设期 12 个月，投产后预计可实现年均销售收入 6.93 亿元。2021 年 3 月，公司公告称全资子公司泰山玻纤拟收购中材金晶 100% 股权。中材金晶之全资子公司淄博金晶主要从事玻璃纤维的制造及销售，拥有年产 10 万吨玻璃纤维产能。收购完成后，公司玻纤产能有望迅速提升至 110 万吨。

下游行业维持高景气，21 年玻纤价格有望维持较高水平。随着海外疫情缓解、经济逐步复苏，国内风电、汽车等行业维持高景气，叠加全球玻纤产能增幅有限，我们认为 21 年全球玻纤供需将维持紧平衡，玻纤价格将维持较高水平，从而推动公司玻纤业务盈利能力进一步提升。

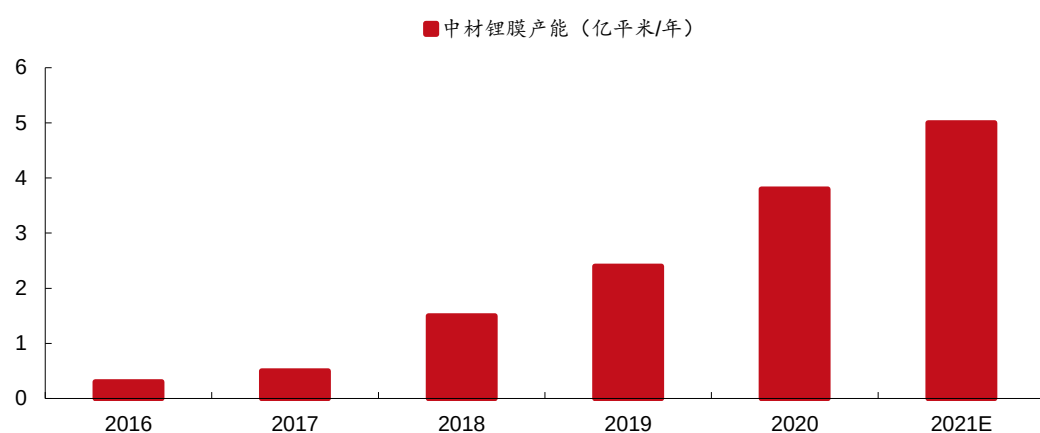
20 年隔膜销量同比大幅增长，21 年业绩值得期待

20 年隔膜销量同比大幅增长，海外业务实现重大突破。2020 年公司锂电池隔膜业务销售量为 4.18 亿平方米，同比增长 131%，实现销售收入 5.76 亿元，同比增长 72%。20 年公司锂电产业围绕“重研发、扩产能、保质量、降成本”，外抓市场、内抓生产研发，产能快速释放，产品良率及生产效率大幅提升，并成功开拓海外高端市场和 3C 消费类市场。研发方面，20 年公司完成超薄隔膜、高强度基材、高孔低透气隔膜、抗氧化性隔膜等新产品研制，7 μm 高端产品领先竞争对手在行业内率先实现批量供应。同时，20 年公司海

外市场开发获得质的飞跃，实现隔膜出口“零”的突破，海外客户收入占比超过 15%。

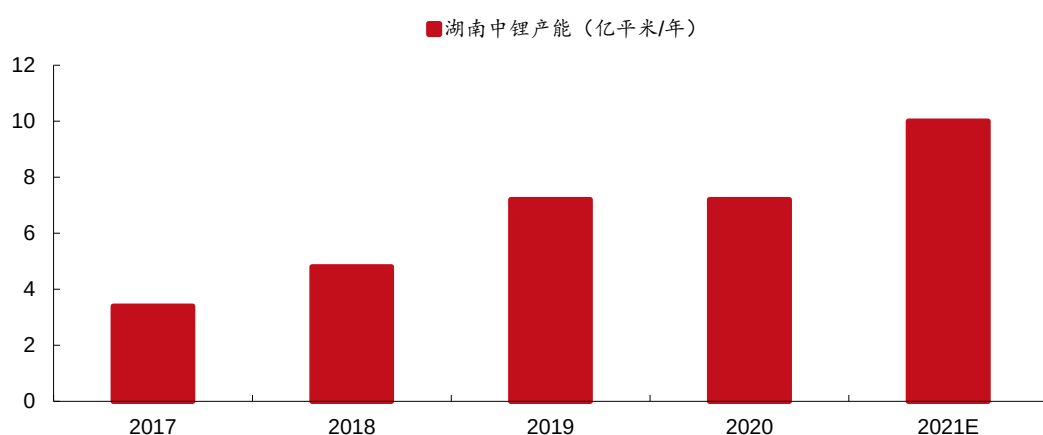
公司隔膜产能有望持续提升，盈利能力有望持续改善。据 EVsales 数据，20 年全球新能源汽车销量约 325 万辆，受欧洲市场强势增长和中国快速复苏带动，同比增长 38%，渗透率达到 4.24%。随着全球电动化浪潮开启，电池装机规模有望迅速攀升，叠加全球碳中和目标下储能行业规模有望快速增长，锂电池隔膜行业将充分受益，中长期将保持景气度扩张。20 年中材锂膜、湖南中锂分别计提资产减值损失 0.74/1.51 亿元，计提资产减值损失后隔膜业务将轻装上阵。预计公司 21 年隔膜产能将超过 15 亿平方米，随着公司产能利用率、产品良率及生产效率同时提升，未来隔膜产品盈利能力有望持续改善。

图 11：21 年中材锂膜产能有望达到 5 亿平方米



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 12：21 年湖南中锂产能有望达到 10 亿平方米



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1,655	2,933	5,589	9,379	14,194	营业收入	13,590	18,711	18,985	22,700	26,929
应收款项	3,763	3,825	5,636	5,445	5,961	营业成本	9,935	13,636	13,600	16,219	19,364
存货净额	2,151	2,109	2,609	3,044	3,448	营业税金及附加	147	169	209	233	272
其他流动资产	3,055	4,329	2,562	3,315	3,402	销售费用	528	306	342	386	458
流动资产合计	10,624	13,196	16,396	21,183	27,005	管理费用	1,249	1,793	1,481	1,703	2,020
固定资产及在建工程	15,804	17,124	17,980	18,970	19,502	财务费用	361	433	591	648	651
长期股权投资	321	347	279	316	314	其他费用/(-收入)	(187)	53	(107)	(38)	54
无形资产	1,559	1,343	1,345	1,258	1,121	营业利润	1,558	2,322	2,870	3,549	4,110
其他非流动资产	978	1,685	1,058	1,201	1,268	营业外净收支	107	27	8	47	27
非流动资产合计	18,662	20,500	20,662	21,744	22,206	利润总额	1,666	2,349	2,877	3,597	4,138
资产总计	29,285	33,695	37,058	42,928	49,211	所得税费用	237	381	444	550	647
短期借款	3,529	2,312	2,947	2,929	2,729	净利润	1,428	1,969	2,433	3,047	3,491
应付款项	7,062	9,541	9,317	10,913	12,693	少数股东损益	49	(83)	40	8	(27)
其他流动负债	1,061	548	542	717	602	归属于母公司净利润	1,380	2,052	2,393	3,038	3,517
流动负债合计	11,652	12,401	12,806	14,559	16,024						
长期借款及应付债券	4,101	6,364	7,342	8,578	10,070	财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
其他长期负债	751	877	705	778	787	盈利能力					
长期负债合计	4,852	7,241	8,046	9,356	10,857	ROE	12.3%	16.5%	16.9%	18.3%	17.8%
负债合计	16,504	19,642	20,852	23,915	26,881	毛利率	26.9%	27.1%	28.4%	28.6%	28.1%
股本	1,678	1,678	1,678	1,678	1,678	营业利润率	11.5%	12.4%	15.1%	15.6%	15.3%
股东权益	12,781	14,053	16,205	19,013	22,330	销售净利率	10.5%	10.5%	12.8%	13.4%	13.0%
负债和股东权益总计	29,285	33,695	37,058	42,928	49,211	成长能力					
						营业收入增长率	18.7%	37.7%	1.5%	19.6%	18.6%
						营业利润增长率	20.8%	49.0%	23.6%	23.7%	15.8%
						归母净利润增长率	48.4%	48.7%	16.6%	27.0%	15.8%
						偿债能力					
						资产负债率	56.4%	58.3%	56.3%	55.7%	54.6%
						流动比	0.91	1.28	1.28	1.45	1.69
						速动比	0.73	0.89	1.08	1.25	1.47
						每股指标与估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
						每股指标					
						EPS	0.82	1.22	1.43	1.81	2.10
						BVPS	6.98	7.83	9.08	10.75	12.75
						估值					
						P/E	29.9	20.1	17.2	13.6	11.7
						P/B	3.5	3.1	2.7	2.3	1.9
						P/S	3.0	2.2	2.2	1.8	1.5
现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E						
净利润	1,428	1,969	2,433	3,047	3,491						
折旧摊销	1,047	1,081	1,164	1,277	1,381						
营运资金变动	361	433	591	648	651						
其他	132	(182)	(41)	586	524						
经营活动现金流	2,970	3,301	4,147	5,558	6,047						
资本支出	(3,457)	(1,269)	(1,965)	(2,161)	(1,762)						
其他	175	(723)	64	(38)	18						
投资活动现金流	(3,282)	(1,992)	(1,901)	(2,199)	(1,744)						
债务融资	902	966	698	669	684						
权益融资	(367)	(119)	(288)	(238)	(172)						
其它	184	(753)	0	0	0						
筹资活动现金流	719	94	410	431	512						
汇率变动											
现金净增加额	407	1,403	2,656	3,790	4,815						

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入：公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20% 以上
增持：公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 到 20% 之间
中性：公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差 -5% 到 5%
卖出：公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层

北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。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。

本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：91610000719782242D。