

中材科技(002080)

报告日期: 2023年05月11日

## 玻纤叶片龙头开启行业整合, 隔膜降本增效量利双升

### ——中材科技 2022 年报及 2023 年一季报点评报告

#### 投资要点

□ **玻纤需求景气+隔膜产能扩充升级, 22 年公司营收利润稳健增长。**

公司发布 2022 年报及 2023 年一季报: 22 年公司实现营收 221.09 亿元, 同比增长 8.94%; 归母净利润 35.11 亿元, 同比增长 4.08%; 23Q1 公司实现营收 42.55 亿元, 同比下降 8.72%; 归母净利润 4.19 亿元, 同比下降 43.01%。22 年业绩增长主要系: (1) 玻纤下游产品销售结构优化; (2) 锂电池隔膜需求持续旺盛, 产线完成技改升级降本, 产能持续扩大, 实现量利双升。23Q1 业绩下降主要系玻纤价格下降影响。

□ **玻纤及制品: 销售逆势增长, 产品结构持续优化。**

22 年公司实现玻璃纤维及制品营业收入 91.35 亿元, 同比增长 4.38%; 毛利率 32.42%, 同比减少 10.31pct; 面对经济下行、市场需求与价格双下滑、成本要素上升等市场情况实现逆势增长。22 年公司累计销售玻璃纤维及其制品 116.2 万吨, 实现净利润 28.1 亿元, 销量、营业收入均创历史新高。公司优先向高价值产品倾斜进行结构调整, 细纱、电子布、LFT、湿法毡、耐碱纤维等产品销量增长幅度较大。

□ **风电叶片: 拟收购中复连众, 开启叶片行业整合。**

22 年公司实现风电叶片营业收入 65.03 亿元, 同比下降 6.78%; 毛利率 9.83%, 同比减少 5.93pct; 实现销售 14.40GW, 同比增长 26.01%; 单套功率达 4.5MW/套; 主要系风电整机招标价格下降及原材料成本较高所致。23 年 1 月, 公司与中国复材、中国巨石签署了《合作备忘录》, 约定中材叶片向中国复材与中国巨石增发股份收购其持有的中复连众的股权, 并争取促成中复连众其他股东转让其所持全部或部分股权。中复连众系全球领先叶片厂商, 产能超 8GW, 份额位居国内前三。本次收购系叶片行业兼并整合, 公司将成为叶片行业领先龙头, 规模优势显著。

□ **锂电隔膜: 量利大幅增长, 产能扩充稳步推进。**

22 年度公司实现锂电隔膜营业收入 18.67 亿元, 同比增长 65.84%; 毛利率 40.15%, 同比提升 14.11pct; 实现销售 11.33 亿平米, 同比增长 65.34%; 主要系新能源车和动力电池需求持续旺盛以及精益管理带来的降本增效。公司通过设备改造、工艺参数优化和管理创新等方式推进产线提速, 主产品产线车速同比提升近 30%、产能利用率提升 9pct, 基膜单位成本同比下降 30%。产能建设方面, 截至 22 年末, 滕州二期已全部建成投产, 年产能超过 15 亿平米; 规划滕州三期 5.6 亿平米项目, 萍乡、宜宾两大 10 亿平米级基地, 完成 5 个 10 亿平米级的基地布局。内蒙二期 3.2 亿平米项目 4 条线已全部安装完毕, 其中 2 条产线已投入试生产。

□ **盈利预测及估值**

下调盈利预测, 维持“买入”评级。公司为国内风电玻纤叶片龙头, 持续扩张锂电池隔膜产能, 考虑玻纤及叶片价格有所下降, 我们下调公司 23-24 年盈利预测至 35.33、42.33 亿元(下调前分别为 43.06、47.91 亿元), 新增 25 年盈利预测为 50.50 亿元, 对应 EPS 分别为 2.11、2.52、3.01 元/股, 对应 PE 分别为 10、8、7 倍。维持“买入”评级。

□ **风险提示: 风电装机需求不及预期; 原材料价格波动; 产品价格波动风险。**

#### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	22108.95	25813.17	34309.36	39615.67
(+/-)(%)	8.94%	16.75%	32.91%	15.47%
归母净利润	3511.15	3532.57	4232.65	5050.41
(+/-)(%)	4.08%	0.61%	19.82%	19.32%
每股收益(元)	2.09	2.11	2.52	3.01
P/E	10	10	8	7
ROE(%)	22.33%	18.55%	18.46%	18.32%

资料来源: 浙商证券研究所

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 张雷  
 执业证书号: S1230521120004  
 zhanglei02@stocke.com.cn

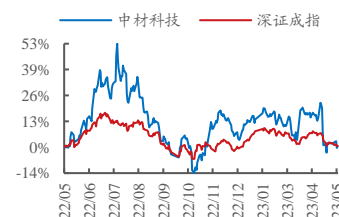
分析师: 陈明雨  
 执业证书号: S1230522040003  
 chenmingyu@stocke.com.cn

研究助理: 卢书剑  
 lushujian@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 20.79
总市值(百万元)	34,888.19
总股本(百万股)	1,678.12

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《Q2 业绩环比增长, 玻纤及叶片龙头加码产能 ——中材科技 2022 年半年报点评报告》 2022.09.10
- 《【浙商电新】中材科技 (002080) 点评报告: 玻纤业务保持高景气, 加速布局海上风电叶片市场 20220329》 2022.03.29

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	19442	21374	28960	37041
现金	5783	6376	10307	16275
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	6313	7060	8989	9944
其它应收款	122	129	172	198
预付账款	307	377	513	591
存货	3178	3393	4617	5322
其他	3740	4039	4362	4711
<b>非流动资产</b>	27447	30849	31007	31025
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	153	153	153	153
固定资产	19997	24495	25283	25698
无形资产	1516	1442	1368	1294
在建工程	3867	2933	2467	2233
其他	1914	1825	1736	1648
<b>资产总计</b>	46889	52222	59966	68067
<b>流动负债</b>	13277	14056	16502	18436
短期借款	1637	2000	2000	2000
应付款项	8755	9426	11798	13009
预收账款	0	0	0	0
其他	2885	2631	2704	3427
<b>非流动负债</b>	11067	11867	12667	13467
长期借款	5404	6204	7004	7804
其他	5663	5663	5663	5663
<b>负债合计</b>	24343	25923	29169	31903
少数股东权益	5271	5492	5757	6074
归属母公司股东权益	17274	20807	25039	30090
<b>负债和股东权益</b>	46889	52222	59966	68067

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	3160	5704	6009	8093
净利润	3731	3754	4498	5367
折旧摊销	1547	1648	1892	2031
财务费用	387	731	788	836
投资损失	(120)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	170	(252)	15	525
其它	(2555)	(127)	(1135)	(617)
<b>投资活动现金流</b>	(3662)	(5089)	(2089)	(2089)
资本支出	(3910)	(5000)	(2000)	(2000)
长期投资	83	0	0	0
其他	165	(89)	(89)	(89)
<b>筹资活动现金流</b>	3585	(23)	12	(36)
短期借款	(252)	363	0	0
长期借款	2033	800	800	800
其他	1804	(1186)	(788)	(836)
<b>现金净增加额</b>	3083	592	3932	5968

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	22109	25813	34309	39616
营业成本	16463	18852	25648	29567
营业税金及附加	196	229	304	351
营业费用	297	347	461	532
管理费用	1001	1033	1338	1387
研发费用	1057	1162	1434	1585
财务费用	387	731	788	836
资产减值损失	(138)	0	0	0
公允价值变动损益	23	0	0	0
投资净收益	120	50	50	50
其他经营收益	1347	900	900	900
<b>营业利润</b>	4060	4411	5286	6308
营业外收支	6	6	6	6
<b>利润总额</b>	4066	4416	5292	6314
所得税	335	662	794	947
<b>净利润</b>	3731	3754	4498	5367
少数股东损益	220	221	265	316
<b>归属母公司净利润</b>	3511	3533	4233	5050
EBITDA	5932	6746	7922	9131
EPS (最新摊薄)	2.09	2.11	2.52	3.01

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	8.94%	16.75%	32.91%	15.47%
营业利润	-0.95%	8.64%	19.84%	19.34%
归属母公司净利润	4.08%	0.61%	19.82%	19.32%
<b>获利能力</b>				
毛利率	25.54%	26.97%	25.24%	25.37%
净利率	16.88%	14.54%	13.11%	13.55%
ROE	22.33%	18.55%	18.46%	18.32%
ROIC	15.38%	14.25%	14.46%	14.61%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	51.92%	49.64%	48.64%	46.87%
净负债比率	32.84%	33.58%	32.58%	32.30%
流动比率	1.46	1.52	1.75	2.01
速动比率	1.23	1.28	1.48	1.72
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.52	0.52	0.61	0.62
应收账款周转率	4.66	4.40	4.87	4.77
应付账款周转率	3.54	3.50	4.00	3.90
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.09	2.11	2.52	3.01
每股经营现金	1.88	3.40	3.58	4.82
每股净资产	10.29	12.40	14.92	17.93
<b>估值比率</b>				
P/E	9.94	9.88	8.24	6.91
P/B	2.02	1.68	1.39	1.16
EV/EBITDA	7.48	6.46	5.14	3.93

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>