

中材科技 (002080.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

叶片隔膜盈利提高，业绩符合预期

业绩简评

2023年8月17日，中材科技发布2023年半年报，1H23实现营业收入123.79亿元，同比上升8.25%；实现归母净利润13.92亿元，同比下降26.21%。其中，2Q23实现营业收入81.24亿元，同增54.48%；实现归母净利润9.73亿元，同降15.49%，环增132.49%，业绩符合预期。

经营分析

叶片：完成中复收购，公司成为叶片行业绝对龙头，叶片盈利同比大幅提升。中材叶片通过增发股份及支付现金收购中复连众100%股权。收购完成后，中材叶片共拥有江苏阜宁、江西萍乡、江苏连云港等15个生产基地，产品覆盖中国、澳大利亚、巴基斯坦、智利、巴西等39个国家及地区。公司1H23合计销售风电叶片9.6GW，同比增长27.4%（其中，中复连众销量2.3GW），实现风电叶片销售收入43.0亿元，归母净利润3.5亿元，毛利率提升至17.2%，同比提升11.3个百分点。

玻纤：积极去库存，推进单位成本下降。泰山玻纤充分发挥产品种类多的特点，积极进行产销及生产结构调整，紧抓风电增量节点，加大高模纤维销售，风电类、热塑类等高附加值产品销量同比增长，二季度产销率106%，有效去库存；组建精细化采购团队等多举措进行降本，报告期内平均单位成本下降10%。公司1H23合计销售玻纤及制品63.6万吨，实现销售收入41.2亿元。其中，出口销售占比19%，较2022年四季度提升5%。

隔膜：盈利持续提高。报告期内，公司锂电池隔膜产业合计销售锂电池隔膜7.1亿平方米，实现销售收入10.1亿元，实现净利润3.4亿元，单平净利润提升至0.48元/平方米。公司锂电池隔膜产业深度推进客户开发，改善产品结构，涂覆销售占比同比提升11%，平均价格保持平稳；继续提高经营精益化、管理精细化、组织精健化水平，建设供应链体系，发展战略供应商，提升原料国产化占比，同时提高生产线车速，基膜A品率持续提升，单位成本进一步下降，盈利水平持续提升。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为34.34/42.50/51.08亿元，公司股票现价对应PE估值为11/9/7倍，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动风险、因海上风电政策导致产业投资放缓的风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

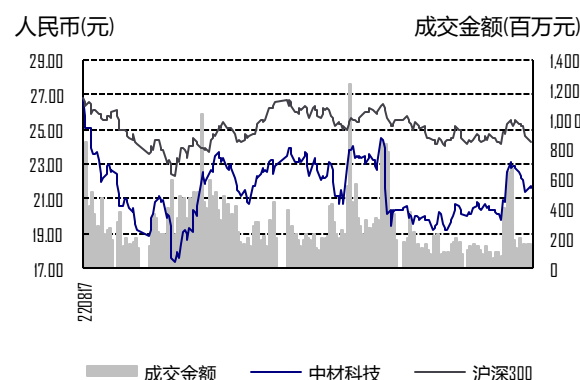
联系人：胡竞楠

hujingnan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：21.65 元

相关报告：

- 《中材科技公司点评：隔膜盈利加速改善，叶片盈利将迎回升》，2023.3.19
- 《玻纤价格有支撑，叶片龙头迎行业盈利拐点-中材科技三季度点评》，2022.10.28
- 《叶片龙头迎盈利拐点，隔膜业务盈利改善-中材科技深度》，2022.10.14



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,295	22,109	27,772	32,922	37,642
营业收入增长率	8.47%	8.94%	25.62%	18.54%	14.34%
归母净利润(百万元)	3,373	3,511	3,434	4,250	5,108
归母净利润增长率	64.40%	4.08%	-2.19%	23.76%	20.20%
摊薄每股收益(元)	2.010	2.092	2.046	2.533	3.044
每股经营性现金流净额	2.19	1.88	3.03	3.56	4.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.81%	20.33%	17.51%	18.89%	19.67%
P/E	16.92	10.24	10.58	8.55	7.11
P/B	4.03	2.08	1.85	1.61	1.40

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	18,711	20,295	22,109	27,772	32,922	37,642
增长率		8.5%	8.9%	25.6%	18.5%	14.3%
主营业务成本	-13,636	-14,207	-16,463	-20,399	-24,017	-27,205
%销售收入	72.9%	70.0%	74.5%	73.5%	73.0%	72.3%
毛利	5,075	6,088	5,646	7,374	8,905	10,437
%销售收入	27.1%	30.0%	25.5%	26.5%	27.0%	27.7%
营业税金及附加	-169	-205	-196	-247	-293	-335
%销售收入	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-306	-283	-297	-533	-632	-723
%销售收入	1.6%	1.4%	1.3%	1.9%	1.9%	1.9%
管理费用	-835	-996	-1,001	-1,236	-1,465	-1,675
%销售收入	4.5%	4.9%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	-958	-961	-1,057	-1,328	-1,574	-1,799
%销售收入	5.1%	4.7%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
息税前利润 (EBIT)	2,808	3,643	3,095	4,030	4,941	5,905
%销售收入	15.0%	17.9%	14.0%	14.5%	15.0%	15.7%
财务费用	-433	-487	-387	-546	-551	-561
%销售收入	2.3%	2.4%	1.7%	2.0%	1.7%	1.5%
资产减值损失	-362	-79	-138	0	0	0
公允价值变动收益	9	0	23	0	0	0
投资收益	7	48	120	0	0	0
%税前利润	0.3%	1.2%	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,322	4,099	4,060	4,084	4,990	5,944
营业利润率	12.4%	20.2%	18.4%	14.7%	15.2%	15.8%
营业外收支	27	25	6	10	10	10
税前利润	2,349	4,124	4,066	4,094	5,000	5,954
利润率	12.6%	20.3%	18.4%	14.7%	15.2%	15.8%
所得税	-381	-649	-335	-409	-500	-595
所得税率	16.2%	15.7%	8.2%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	1,969	3,475	3,731	3,684	4,500	5,358
少数股东损益	-83	102	220	250	250	250
归属于母公司的净利润	2,052	3,373	3,511	3,434	4,250	5,108
净利率	11.0%	16.6%	15.9%	12.4%	12.9%	13.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,969	3,475	3,731	3,684	4,500	5,358
少数股东损益	-83	102	220	250	250	250
非现金支出	1,482	1,371	1,710	1,589	1,753	1,919
非经营收益	276	-258	-863	328	320	346
营运资金变动	-426	-916	-1,419	-522	-593	-568
经营活动现金净流	3,301	3,672	3,160	5,080	5,980	7,055
资本开支	-1,709	-1,693	-3,723	-4,000	-3,990	-3,990
投资	-278	51	11	170	0	0
其他	-5	89	51	0	0	0
投资活动现金净流	-1,992	-1,563	-3,662	-3,830	-3,990	-3,990
股权募资	24	387	5,008	0	0	0
债权募资	868	339	894	-756	857	-20
其他	-799	-3,081	-2,317	-1,730	-1,990	-2,291
筹资活动现金净流	94	-2,354	3,585	-2,486	-1,133	-2,311
现金净流量	1,373	-258	3,115	-1,236	857	755

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,933	2,635	5,783	4,514	5,347	6,084
应收款项	7,511	8,785	9,929	11,626	13,782	15,758
存货	2,109	2,250	3,178	3,353	3,948	4,472
其他流动资产	643	709	552	643	698	738
流动资产	13,196	14,379	19,442	20,137	23,776	27,052
%总资产	39.2%	38.2%	41.5%	40.2%	42.2%	43.7%
长期投资	525	482	711	541	541	541
固定资产	17,124	19,954	23,864	26,676	29,314	31,777
%总资产	50.8%	53.0%	50.9%	53.2%	52.1%	51.3%
无形资产	1,541	1,633	1,974	1,880	1,797	1,722
非流动资产	20,500	23,247	27,447	29,992	32,540	34,921
%总资产	60.8%	61.8%	58.5%	59.8%	57.8%	56.3%
资产总计	33,695	37,627	46,889	50,129	56,315	61,973
短期借款	4,232	4,466	2,591	1,799	2,657	2,637
应付款项	6,514	7,778	9,335	10,420	12,270	13,899
其他流动负债	1,655	1,339	1,350	1,646	1,953	2,243
流动负债	12,401	13,583	13,277	13,865	16,879	18,779
长期贷款	5,499	3,371	5,404	5,404	5,404	5,404
其他长期负债	1,742	5,061	5,663	5,730	5,763	5,797
负债	19,642	22,015	24,343	25,000	28,046	29,980
普通股股东权益	13,133	14,169	17,274	19,608	22,499	25,972
其中：股本	1,678	1,678	1,678	1,678	1,678	1,678
未分配利润	5,207	7,550	9,823	12,158	15,049	18,522
少数股东权益	920	1,442	5,271	5,521	5,771	6,021
负债股东权益合计	33,695	37,627	46,889	50,129	56,315	61,973

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.223	2.010	2.092	2.046	2.533	3.044
每股净资产	7.826	8.443	10.294	11.685	13.407	15.477
每股经营现金净流	1.967	2.188	1.883	3.027	3.564	4.204
每股股利	0.400	0.635	0.660	0.655	0.810	0.974
回报率						
净资产收益率	15.62%	23.81%	20.33%	17.51%	18.89%	19.67%
总资产收益率	6.09%	8.97%	7.49%	6.85%	7.55%	8.24%
投入资本收益率	9.88%	11.65%	8.26%	10.02%	11.07%	12.11%
增长率						
主营业务收入增长率	37.68%	8.47%	8.94%	25.62%	18.54%	14.34%
EBIT 增长率	62.07%	29.75%	-15.03%	30.20%	22.62%	19.50%
净利润增长率	48.70%	64.40%	4.08%	-2.19%	23.76%	20.20%
总资产增长率	15.06%	11.67%	24.62%	6.91%	12.34%	10.05%
资产管理能力						
应收账款周转天数	64.6	65.1	78.4	78.0	78.0	78.0
存货周转天数	57.0	56.0	60.2	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	97.2	105.4	103.2	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	288.7	321.6	330.1	276.1	242.2	218.3
偿债能力						
净负债/股东权益	48.37%	51.70%	26.20%	25.41%	22.67%	17.67%
EBIT 利息保障倍数	6.5	7.5	8.0	7.4	9.0	10.5
资产负债率	58.29%	58.51%	51.92%	49.87%	49.80%	48.38%

来源：公司年报、国金证券研究所

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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-14	买入	20.88	32.18~32.18
2	2022-10-28	买入	20.10	N/A
3	2023-03-19	买入	21.43	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806