

中材科技 (002080)

证券研究报告

2022年08月18日

22h1 锂膜量利齐升，叶片效益或迎拐点

公司公告 22 年半年报，22h1 公司收入 99.2 亿，yoy +6%；归母净利 18.7 亿，yoy+1%；扣非归母净利 12.5 亿，yoy-14% (预计铈粉出售贡献主要非经)。单 22q2 收入 52.6 亿，yoy-3%，qoq+13%；归母净利 11.4 亿，yoy-10%，qoq+55%；扣非归母净利 6.5 亿，yoy-28%，qoq+8%。22q2 扣非业绩基本符合预期。

22h1 锂膜量利双升、玻纤毛利率阶段承压、叶片效益或触底

玻纤业务毛利率承压，产品结构继续优化。玻纤纱及制品业务 22h1 收入为 44.6 亿，yoy 及 hoh 分别为+12%、-6%，占总收入比例同增 2.3pct 至 45.0%，22h1 玻纤纱及制品销量 51.5 万吨，同环比均有一定下滑，推测主因为 22h1 持续累库。同期吨均价、吨生产成本、吨净利分别为 8,663、5,381、2,994 元，分别环比+460 元/+6%、+609 元/+13%、+453 元/+18%。单价环比改善推测主因公司产品结构优化贡献，燃料等成本仍环比延续提升拖累盈利能力，吨净利改善主要贡献或因非经增量贡献。玻纤业务经营主体泰山玻纤 22h1 净利润 15.4 亿，yoy、hoh 分别为+9%、+5%。

叶片 22h1 盈利延续明显收窄，22h2 或边际好转。叶片业务 22h1 收入为 24.4 亿，yoy -20%，占总收入比例同减 7.9pct 至 24.5%。叶片销售 5GW，同比小幅增长，因风电招标价格 21 年以来持续下行，料每 MW 均价同比有较大压力，单位净利亦受明显拖累。叶片业务经营主体中材叶片 22h1 净利润为 0.1 亿 (vs 21h1 为 3.3 亿)。行业景气波折，我们判断 22h1 或为偏底部区域，22h2 或逐步好转。

锂膜效益明显改善，成长前景值得期待。隔膜业务 22h1 收入 7.2 亿，yoy 及 hoh 分别为 53%、9%，同环比均较好增长显示较好成长态势 (同时应考虑 22h1 疫情对下游出货影响)。22h1 锂膜销量 5 亿平，单平均价 1.4 元，同比小幅改善；单平净利 0.27 元 (vs 21fy 为 0.13 元)，改善较为明显，推测源于生产成本持续优化 (通过技改提高生产线车速，A 品率稳步提升，单位成本下降 20% 以上)、海外客户销售占比或提升等。坚定扩产 (内蒙项目、滕州三期、南京项目等新产能)，锂膜产能料延续较快增长节奏，生产成本料亦有继续优化空间。22h1 中材锂膜净利润 1.4 亿 (vs 21h1、21h2 分别为 0.5、0.4 亿)。

继续看好转型新材料平台前景，维持业绩预测，维持“买入”评级。

主导产业 (玻纤、叶片、锂膜)、创新孵化产业 (重点培育氢能储运等战略产业) 两大业务平台发展模式支撑公司向新材料平台转型前景。主导产业中，玻纤景气阶段波折，22h2 需求好转或支撑行业景气延续高水平；22h2 叶片效益或边际好转 (我们判断由风电招标价格企稳、大叶型占比提升等驱动)、隔膜较快成长料有较好持续性。创新孵化产业已显示成长潜力 (如主营高压复合气瓶的中材科技苏州 22h1 实现净利润 0.6 亿，超 21fy 全年水平)。维持前期业绩预测，预计 22-24 年公司归母净利润分别 37.4/44.8/55.1 亿，yoy +11%/20%/23%，维持目标价 44.60 元 (对应 22 年 20x 目标 PE)，维持“买入”评级。

风险提示：玻纤供给超预期；风电装机不及预期；锂膜客户开拓及成本下降低于预期；和中国巨石资产整合落地不确定性

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,710.87	20,295.39	23,674.01	27,184.71	31,247.64
增长率(%)	37.68	8.47	16.65	14.83	14.95
EBITDA(百万元)	5,175.70	5,985.27	6,617.97	7,638.39	9,008.77
净利润(百万元)	2,051.94	3,373.40	3,741.82	4,477.44	5,508.89
增长率(%)	48.70	64.40	10.92	19.66	23.04
EPS(元/股)	1.22	2.01	2.23	2.67	3.28
市盈率(P/E)	22.65	13.78	12.42	10.38	8.44
市净率(P/B)	3.54	3.28	2.78	2.35	1.97
市销率(P/S)	2.48	2.29	1.96	1.71	1.49
EV/EBITDA	9.01	10.89	7.77	6.15	4.73

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/玻璃玻纤
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	27.7 元
目标价格	44.60 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,678.12
流通 A 股股本(百万股)	1,678.12
A 股总市值(百万元)	46,484.02
流通 A 股市值(百万元)	46,484.02
每股净资产(元)	8.93
资产负债率(%)	59.79
一年内最高/最低(元)	45.66/18.02

作者

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

吴红艳 联系人
wuhongyan@tfzq.com

股价走势



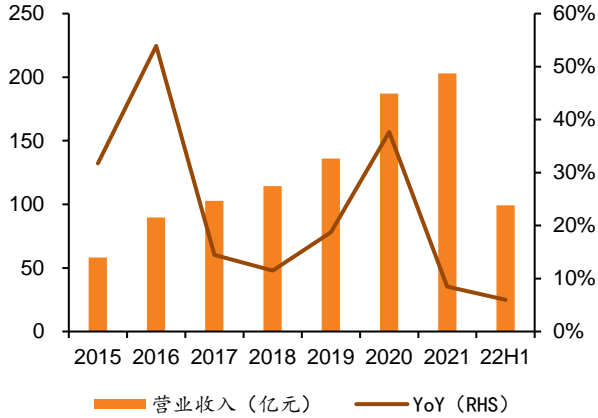
资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《中材科技-季报点评:扣非环比回暖,玻纤延续高景气,隔膜贡献提升》2022-04-21
- 《中材科技-年报点评报告:玻纤稳健成长、叶片效益仍承压、锂膜收入高增》2022-03-19
- 《中材科技-公司点评:21Q4 扣非阶段性承压,重视新材料平台成长前景》2022-02-06

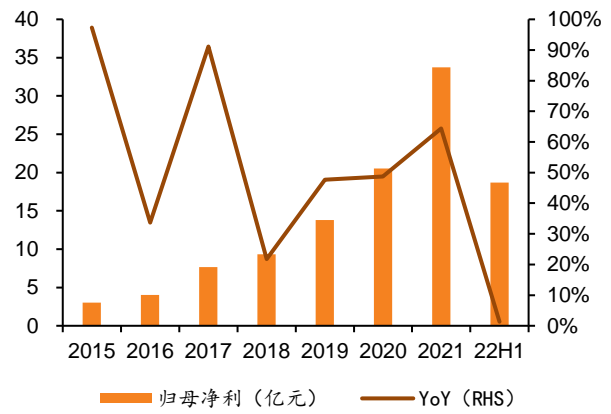
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS				P/E			
				20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E
600176.SH	中国巨石	598	14.95	0.60	1.51	1.63	1.77	24.8	9.9	9.2	8.4
300196.SZ	长海股份	73	17.98	0.66	1.40	1.78	2.12	27.1	12.8	10.1	8.5
603601.SH	再升科技	69	6.75	0.35	0.24	0.31	0.39	19.1	27.6	22.0	17.3
603256.SH	宏和科技	67	7.63	0.13	0.14	0.16	0.22	57.6	54.3	47.8	34.6
002202.SZ	金风科技	640	15.14	0.70	0.82	0.94	1.10	21.6	18.5	16.2	13.8
002531.SZ	天顺风能	324	17.96	0.58	0.73	0.81	1.10	30.8	24.7	22.2	16.3
002812.SZ	恩捷股份	1,954	218.98	1.25	3.05	5.66	8.12	175.2	71.9	38.7	27.0
300568.SZ	星源材质	348	27.14	0.09	0.22	0.61	1.01	286.9	122.9	44.2	27.0
平均值								80.4	42.8	26.3	19.1
中位数								29.0	26.1	22.1	16.8
002080.SZ	中材科技	465	27.70	1.22	2.01	2.23	2.67	22.7	13.8	12.4	10.4

注：股价时间 2022/08/17；除中材科技外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,932.83	2,634.56	4,734.80	9,033.19	13,810.55
应收票据及应收账款	3,431.45	4,064.48	4,547.79	5,190.60	5,829.66
预付账款	163.59	308.40	226.00	374.14	300.53
存货	2,109.44	2,250.31	2,685.91	2,857.58	3,374.37
其他	4,422.83	5,068.80	5,771.96	6,190.62	6,842.95
流动资产合计	13,060.14	14,326.55	17,966.47	23,646.12	30,158.06
长期股权投资	347.21	343.15	343.15	343.15	343.15
固定资产	14,798.32	17,882.51	16,639.79	15,397.07	14,154.34
在建工程	2,325.53	2,071.52	2,071.52	2,071.52	2,071.52
无形资产	1,343.15	1,463.86	1,360.45	1,257.04	1,153.63
其他	1,685.37	1,486.38	1,447.20	1,408.03	1,368.86
非流动资产合计	20,499.58	23,247.42	21,862.12	20,476.81	19,091.51
资产总计	33,695.50	37,626.59	39,828.59	44,122.94	49,249.57
短期借款	2,311.92	1,888.32	2,381.45	2,381.45	2,381.45
应付票据及应付账款	6,033.24	7,172.03	7,779.33	9,011.38	9,864.59
其他	3,707.03	4,161.48	4,647.35	4,796.54	4,961.11
流动负债合计	12,052.19	13,221.84	14,808.14	16,189.37	17,207.15
长期借款	5,498.79	3,370.95	3,370.95	3,370.95	3,370.95
应付债券	0.00	2,869.59	1,434.80	1,434.80	1,913.06
其他	1,742.42	2,191.87	2,191.87	2,191.87	2,191.87
非流动负债合计	7,241.20	8,432.41	6,997.62	6,997.62	7,475.88
负债合计	19,642.20	22,015.10	21,805.75	23,186.99	24,683.04
少数股东权益	919.81	1,442.43	1,293.94	1,143.97	1,005.85
股本	1,678.12	1,678.12	1,678.12	1,678.12	1,678.12
资本公积	4,779.32	4,443.62	4,443.62	4,443.62	4,443.62
留存收益	5,574.86	8,043.00	10,602.84	13,665.92	17,434.63
其他	1,101.18	4.31	4.31	4.31	4.31
股东权益合计	14,053.30	15,611.49	18,022.83	20,935.95	24,566.53
负债和股东权益总计	33,695.50	37,626.59	39,828.59	44,122.94	49,249.57

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,968.61	3,475.14	3,741.82	4,477.44	5,508.89
折旧摊销	1,120.52	1,278.59	1,346.13	1,346.13	1,346.13
财务费用	391.39	459.03	906.78	1,026.13	1,116.47
投资损失	(9.25)	(47.90)	(350.29)	(152.81)	(55.45)
营运资金变动	(1,807.87)	(1,268.33)	(705.77)	32.45	(676.43)
其它	1,637.57	(224.42)	(217.05)	(219.22)	(201.90)
经营活动现金流	3,300.97	3,672.12	4,721.62	6,510.13	7,037.71
资本支出	1,263.11	3,732.09	0.00	0.00	0.00
长期投资	26.55	(4.05)	0.00	0.00	0.00
其他	(3,281.82)	(5,281.16)	340.49	159.50	54.25
投资活动现金流	(1,992.16)	(1,553.12)	340.49	159.50	54.25
债权融资	965.97	488.69	(1,848.44)	(1,026.13)	(638.20)
股权融资	(802.55)	(2,498.19)	(1,113.42)	(1,345.11)	(1,676.40)
其他	(69.36)	(344.81)	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	94.06	(2,354.31)	(2,961.87)	(2,371.24)	(2,314.60)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,402.87	(235.31)	2,100.24	4,298.39	4,777.36

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	18,710.87	20,295.39	23,674.01	27,184.71	31,247.64
营业成本	13,635.55	14,207.49	16,086.10	18,065.05	20,308.57
营业税金及附加	169.23	204.63	238.69	274.09	315.05
营业费用	305.88	283.25	306.73	325.03	342.36
管理费用	834.98	995.78	1,114.20	1,225.06	1,345.66
研发费用	957.63	961.49	1,121.55	1,287.87	1,480.35
财务费用	432.99	486.95	906.78	1,026.13	1,116.47
资产减值损失	(361.76)	(79.27)	(92.47)	(106.18)	(122.05)
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	350.29	152.81	55.45
其他	396.34	(911.71)	0.00	(0.00)	0.00
营业利润	2,322.01	4,098.89	4,157.77	5,028.10	6,272.58
营业外收入	52.06	64.13	64.13	64.13	64.13
营业外支出	24.79	39.36	39.36	39.36	39.36
利润总额	2,349.27	4,123.66	4,182.55	5,052.87	6,297.36
所得税	380.67	648.52	657.78	794.65	990.37
净利润	1,968.61	3,475.14	3,524.77	4,258.22	5,306.99
少数股东损益	(83.34)	101.74	(217.05)	(219.22)	(201.90)
归属于母公司净利润	2,051.94	3,373.40	3,741.82	4,477.44	5,508.89
每股收益(元)	1.22	2.01	2.23	2.67	3.28

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	37.68%	8.47%	16.65%	14.83%	14.95%
营业利润	49.02%	76.52%	1.44%	20.93%	24.75%
归属于母公司净利润	48.70%	64.40%	10.92%	19.66%	23.04%
获利能力					
毛利率	27.12%	30.00%	32.05%	33.55%	35.01%
净利率	10.97%	16.62%	15.81%	16.47%	17.63%
ROE	15.62%	23.81%	22.37%	22.62%	23.38%
ROIC	12.49%	20.11%	19.19%	23.57%	30.67%
偿债能力					
资产负债率	58.29%	58.51%	54.75%	52.55%	50.12%
净负债率	48.37%	51.70%	27.91%	3.49%	-14.52%
流动比率	1.06	1.06	1.21	1.46	1.75
速动比率	0.89	0.89	1.03	1.28	1.56
营运能力					
应收账款周转率	5.45	5.42	5.50	5.58	5.67
存货周转率	8.78	9.31	9.59	9.81	10.03
总资产周转率	0.59	0.57	0.61	0.65	0.67
每股指标(元)					
每股收益	1.22	2.01	2.23	2.67	3.28
每股经营现金流	1.97	2.19	2.81	3.88	4.19
每股净资产	7.83	8.44	9.97	11.79	14.04
估值比率					
市盈率	22.65	13.78	12.42	10.38	8.44
市净率	3.54	3.28	2.78	2.35	1.97
EV/EBITDA	9.01	10.89	7.77	6.15	4.73
EV/EBIT	11.38	13.72	9.75	7.47	5.56

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com