

中材科技 (002080.SZ)

买入

2022年中报点评：玻纤稳健有韧性，叶片有望迎接拐点，锂电膜盈利提升

核心观点

Q2 业绩有所承压，非经常性损益增厚利润。2022H1 公司实现营收 99.2 亿元，同比+6.0%，归母净利 18.7 亿元，同比+1.3%，扣非归母净利 12.5 亿元，同比-13.7%，EPS 为 1.12 元/股，其中非经常损益主要包括固定资产处置收益 5.1 亿元，主因继续出售部分闲置铈粉贡献。Q2 单季营收 52.6 亿元，同比-1.5%，归母净利 11.4 亿元，同比-9.6%，扣非归母净利 6.5 亿元，同比-27.1%。

玻纤产品结构持续优化，经营稳健有韧性。2022H1 销售玻纤及制品 51.5 万吨，同比-2.8%，实现收入 44.6 亿元，同比+11.7%，毛利率 37.9%，同比-5.9pp，利润 15.4 亿元，同比+8.7%，毛利率下滑主因原燃料等成本上涨叠加部分产品降价影响，但受益产品结构调整及出售铈粉收益，业绩整体稳健增长。短期产能释放叠加部分领域需求后置，玻纤价格有所回落，但公司积极推进产品结构升级和产能建设，对冲行业波动影响，4月22日和7月1日公告将分别在山东邹城和山西太原建设年产 6 万吨高模高强生产线及 30 万吨智能制造生产线，竞争优势有望持续凸显。

风电叶片继续承压，预计 H2 有望改善回升。2022H1 销售风电叶片 5GW，同比+10.3%，实现收入 24.4 亿元，同比-19.8%，毛利率 7.5%，同比-14.3pp，净利润 1304 万元，同比-96.1%，主要受风电招标价格大幅下降叠加原材料成本上升影响，考虑到近期风电招标价格企稳回升叠加下半年装机量的修复释放，预计盈利能力有望探底回升。公司作为国内风电叶片领军企业，凭借强大的研发和技术优势，通过快速迭代大型号产品迅速抢占市场份额，并继续推进国内外产能布局，看好市占率持续提升及风电装机放量。

锂电产能持续扩大，盈利大幅增长。2022H1 销售锂电隔膜 5 亿平米，同比+42.9%，实现收入 7.2 亿元，同比+53.2%，产销量和盈利大幅增长，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。目前公司已具备 13 亿平米以上基膜生产能力，并加紧推进内蒙项目、滕州三期项目、南京项目等新产能建设，进一步扩大产能规模，业绩弹性持续释放。

风险提示：玻纤供给持续超预期；风电装机不及预期；锂电膜拓展不及预期

投资建议：加速布局核心产业，关注叶片回暖及锂电膜盈利改善，维持“买入”
公司聚焦玻纤及制品、风电叶片以及锂电隔膜三大主业，加速核心产业布局，优质产能持续释放，看好玻纤业绩有韧性、风电叶片盈利回升以及锂电膜弹性释放。预计 22-24 年 EPS 分别为 2.20/2.50/2.94 元/股(前值 2.38/2.74/3.09 元/股)，对应 PE 为 11.8/10.4/8.8x，维持“买入”评级

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,711	20,295	22,784	25,745	28,552
(+/-%)	37.7%	8.5%	12.3%	13.0%	10.9%
净利润(百万元)	2052	3373	3695	4197	4934
(+/-%)	48.7%	64.4%	9.5%	13.6%	17.6%
每股收益(元)	1.22	2.01	2.20	2.50	2.94
EBIT Margin	20.1%	22.7%	24.0%	24.9%	26.2%
净资产收益率 (ROE)	15.6%	23.8%	22.5%	22.2%	22.6%
市盈率 (PE)	21.2	12.9	11.8	10.4	8.8
EV/EBITDA	13.1	11.2	9.4	8.4	7.6
市净率 (PB)	3.32	3.08	2.66	2.31	1.99

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·玻璃玻纤

证券分析师：黄道立

0755-82130685

huangdl@guosen.com.cn

S0980511070003

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	25.97 元
总市值/流通市值	43578/43578 百万元
52 周最高价/最低价	45.66/18.02 元
近 3 个月日均成交额	731.04 百万元

市场走势



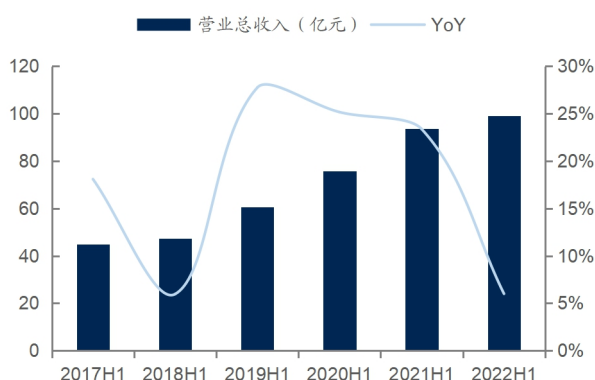
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中材科技 (002080.SZ) -业绩符合预期，三大主业加速布局》——2022-04-25
- 《中材科技 (002080.SZ) -深度布局优质赛道，多业务全面推进》——2022-03-18
- 《中材科技-002080-2021 年中报点评：业绩表现靓丽，持续成长可期》——2021-08-25
- 《中材科技-002080-2020 年年报点评：三大业务齐头并进，业绩增长符合预期》——2021-03-18
- 《中材科技-002080-2020 年中报点评：主业多点开花，业绩逆势大涨》——2020-08-20

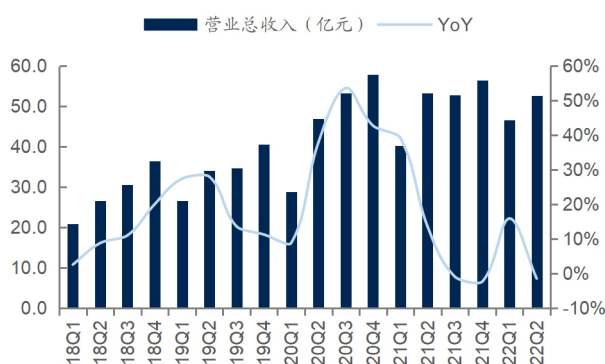
Q2 业绩有所承压，非经常性损益增厚利润。2022H1 公司实现营收 99.2 亿元，同比+6.0%，归母净利润 18.7 亿元，同比+1.3%，扣非归母净利润 12.5 亿元，同比-13.7%，EPS 为 1.12 元/股，其中非经常性损益主要包括固定资产处置收益 5.1 亿元，主因继续出售部分闲置铈粉贡献。Q2 单季度实现营收 52.6 亿元，同比-1.5%，归母净利润 11.4 亿元，同比-9.6%，扣非归母净利润 6.5 亿元，同比-27.1%。分产品来看，三大主导产业玻璃纤维及制品/ 风电叶片/ 锂电隔膜全年 2022H1 分别实现收入 44.6/24.4/7.2 亿元，同比 +11.7%/-19.8%/+53.21%，占比 41.2%/22.8%/6.7%，同比+0.7pp/-8.4pp/+1.9pp。

图1：中材科技营业收入及增速（单位：亿元、%）



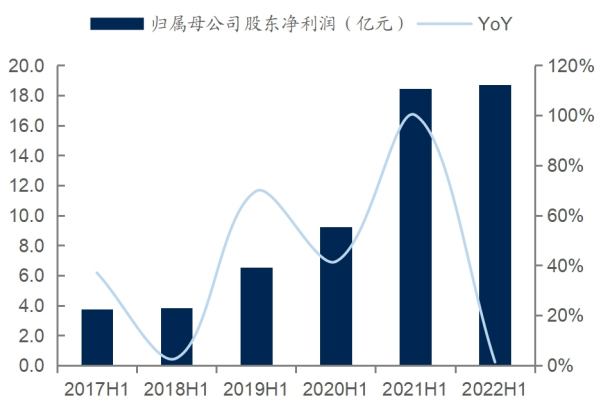
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中材科技单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



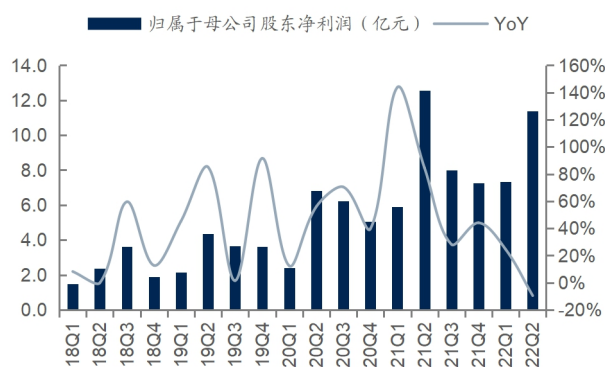
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中材科技归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中材科技单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

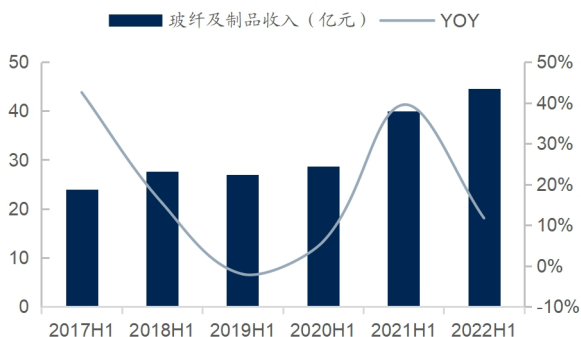
表1：中材科技分产品营业收入构成

	2022H1		2021H1		同比增减 (%)
	金额 (亿元)	占收入比重 (%)	金额 (亿元)	占收入比重 (%)	
玻璃纤维及制品	44.61	41.76%	39.94	41.07%	11.70%
风电叶片	24.35	22.80%	30.37	31.23%	-19.81%
锂膜	7.18	6.72%	4.69	4.82%	53.16%
高压气瓶	4.84	4.53%	2.63	2.71%	83.86%
玻璃微纤维纸	2.07	1.94%	1.55	1.60%	33.45%
高温过滤材料	1.81	1.69%	2.09	2.15%	-13.36%
先进复合材料	7.04	6.59%	4.50	4.63%	56.22%
技术与装备	4.64	4.34%	4.14	4.26%	11.85%
其他	10.28	9.63%	7.32	7.53%	40.45%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

玻纤产品结构持续优化，经营稳健有韧性。2022H1 销售玻纤及制品 51.5 万吨，同比-2.8%，实现收入 44.6 亿元，同比+11.7%，毛利率 37.9%，同比-5.9pp，利润 15.4 亿元，同比+8.7%，毛利率下滑主因原燃料等成本上涨叠加部分产品降价影响，但受益产品结构调整及出售铈粉收益，业绩整体稳健增长。短期产能释放叠加部分领域需求后置，玻纤价格有所回落，但公司积极推进产品结构升级和产能建设，对冲行业波动影响，4月22日和7月1日公告将分别在山东邹城和山西太原建设年产6万吨高模高强生产线及30万吨智能制造生产线，竞争优势有望持续凸显。

图5：中材科技玻纤及制品收入和增速（单位：亿元、%）



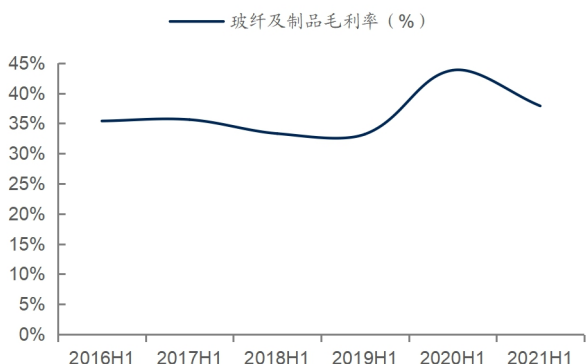
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：中材科技玻纤及制品销量和增速（单位：万吨、%）



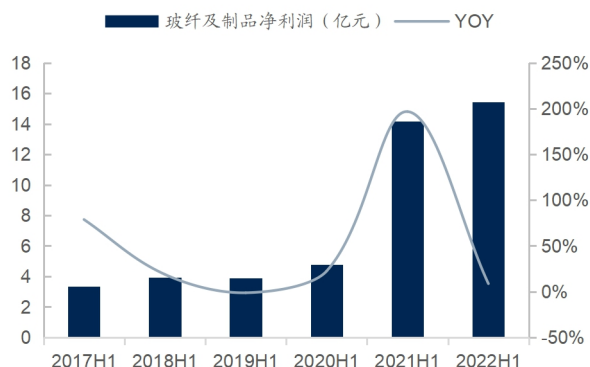
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：中材科技玻纤及制品毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

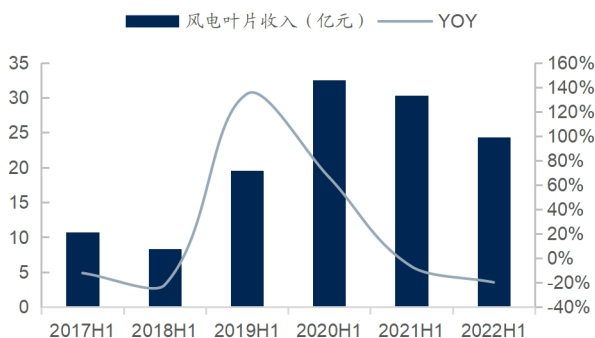
图8：中材科技玻纤及制品主体净利润和增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

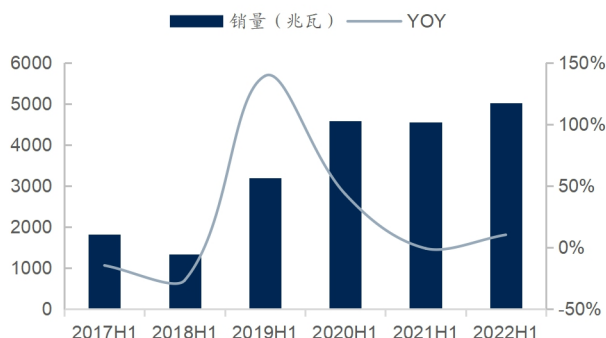
风电叶片继续承压, 预计H2有望改善回升。2022H1 销售风电叶片5GW, 同比+10.3%, 实现收入 24.4 亿元, 同比-19.8%, 毛利率 7.5%, 同比-14.3pp, 净利润 1304 万元, 同比-96.1%, 主要受风电招标价格大幅下降叠加原材料成本上升影响, 考虑到近期风电招标价格企稳回升叠加下半年装机量的修复释放, 预计盈利能力有望探底回升。公司作为国内风电叶片领军企业, 凭借强大的研发和技术优势, 相继推出 Sinoma84.3、Sinoma93.2 等 90 米级别型号产品, 通过快速迭代大型号产品迅速抢占市场份额, 并继续推进国内外产能布局 (广东阳江、陕西榆林、新疆伊吾 3 个国内新基地+巴西基地), 看好市占率持续提升及风电装机放量。

图9：中材科技风电叶片收入和增速（单位：亿元、%）



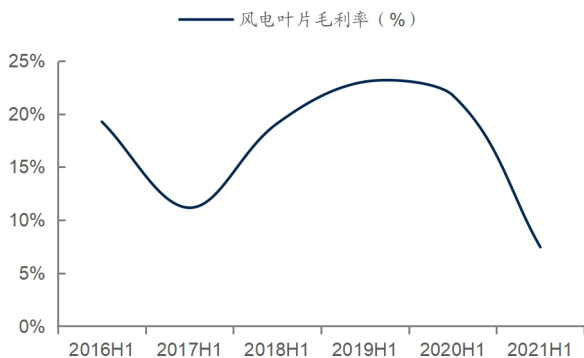
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：中材科技风电叶片销量和增速（单位：万吨、%）



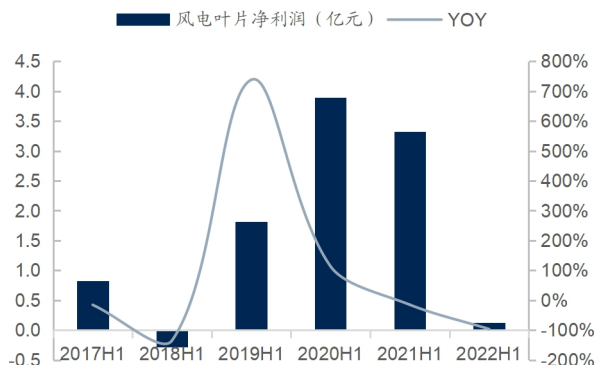
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 中材科技风电叶片毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 中材科技风电叶片主体净利润和增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

锂膜产能持续扩大, 盈利大幅增长。2022H1 销售锂电隔膜 5 亿平米, 同比+42.9%, 实现收入 7.2 亿元, 同比+53.2%, 产销量和盈利大幅增长, 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。目前公司已具备 13 亿平米以上的基膜生产能力, 并加紧推进内蒙项目、滕州三期项目、南京项目等新产能建设, 进一步扩大产能规模, 业绩弹性持续释放。

加速布局核心产业, 关注叶片回暖及锂膜盈利改善, 维持“买入”评级。公司聚焦玻纤及制品、风电叶片以及锂电隔膜三大主业, 加速核心产业布局, 优质产能持续释放, 看好玻纤业绩有韧性、风电叶片盈利回升以及锂膜弹性释放。预计 22-24 年 EPS 分别为 2.20/2.50/2.94 元/股 (前值 2.38/2.74/3.09 元/股), 对应 PE 为 11.8/10.4/8.8x, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2933	2635	7524	9906	12769	营业收入	18711	20295	22784	25745	28552
应收款项	3525	4164	4909	5824	6782	营业成本	13636	14207	15721	17584	19130
存货净额	2109	2250	2403	2723	3000	营业税金及附加	169	205	228	257	286
其他流动资产	4628	5329	5809	6663	7334	销售费用	306	283	319	335	371
流动资产合计	13196	14379	20645	25116	29885	管理费用	835	996	1054	1158	1279
固定资产	17124	19954	19937	20013	20255	财务费用	433	487	565	606	589
无形资产及其他	1229	1280	1329	1393	1474	投资收益	9	48	50	50	50
投资性房地产	1799	1670	1670	1670	1670	资产减值及公允价值变动	325	98	100	100	100
长期股权投资	347	343	354	358	365	其他收入	(1344)	(165)	(600)	(900)	(1100)
资产总计	33695	37627	43935	48550	53650	营业利润	2322	4099	4447	5055	5948
短期借款及交易性金融负债	4232	4466	4000	4200	4410	营业外净收支	27	25	30	30	30
应付款项	6033	7172	7735	8851	9847	利润总额	2349	4124	4477	5085	5978
其他流动负债	2136	1945	2216	2396	2663	所得税费用	381	649	672	763	897
流动负债合计	12401	13583	13951	15447	16920	少数股东损益	(83)	102	110	125	147
长期借款及应付债券	5499	6241	9241	9241	9241	归属于母公司净利润	2052	3373	3695	4197	4934
其他长期负债	1742	2192	2894	3470	4110						
长期负债合计	7241	8432	12135	12711	13350	现金流量表（百万元）					
负债合计	19642	22015	26086	28158	30271	净利润	2052	3373	3695	4197	4934
少数股东权益	920	1442	1463	1487	1515	资产减值准备	252	(282)	7	0	1
股东权益	13133	14169	16386	18904	21865	折旧摊销	1076	1235	1962	2144	2289
负债和股东权益总计	33695	37627	43935	48550	53650	公允价值变动损失	(325)	(98)	(100)	(100)	(100)
						财务费用	433	487	565	606	589
关键财务与估值指标						营运资本变动	40	(237)	167	(216)	(4)
每股收益	1.22	2.01	2.20	2.50	2.94	其它	(296)	347	14	24	27
每股红利	0.57	0.73	0.88	1.00	1.18	经营活动现金流	2799	4337	5744	6049	7147
每股净资产	7.83	8.44	9.76	11.27	13.03	资本开支	0	(3782)	(1900)	(2185)	(2513)
ROIC	15%	16%	18%	21%	24%	其它投资现金流	30	(0)	0	0	0
ROE	16%	24%	23%	22%	23%	投资活动现金流	4	(3778)	(1911)	(2189)	(2520)
毛利率	27%	30%	31%	32%	33%	权益性融资	(30)	387	0	0	0
EBIT Margin	20%	23%	24%	25%	26%	负债净变化	2141	(2128)	0	0	0
EBITDA Margin	26%	29%	33%	33%	34%	支付股利、利息	(951)	(1228)	(1478)	(1679)	(1973)
收入增长	38%	8%	12%	13%	11%	其它融资现金流	(3876)	5467	(466)	200	210
净利润增长率	49%	64%	10%	14%	18%	融资活动现金流	(1525)	(857)	1056	(1479)	(1763)
资产负债率	61%	62%	63%	61%	59%	现金净变动	1278	(298)	4889	2382	2863
息率	2.2%	2.8%	3.4%	3.9%	4.5%	货币资金的期初余额	1655	2933	2635	7524	9906
P/E	21.2	12.9	11.8	10.4	8.8	货币资金的期末余额	2933	2635	7524	9906	12769
P/B	3.3	3.1	2.7	2.3	2.0	企业自由现金流	4272	1096	4871	5193	6136
EV/EBITDA	13.1	11.2	9.4	8.4	7.6	权益自由现金流	2537	4435	3925	4878	5846

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032