

中材科技 (002080.SZ)

玻纤出口强劲，隔膜盈利能力大幅提升

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2022 年中报, 22H1 公司实现收入 99.20 亿元, 同比+6%, 归母净利润 18.71 亿元, 同比+1%, 扣非归母净利润 12.48 亿元, 同比-14%。
- **玻纤:** 电子纱景气度承压, 粗纱出口继续超预期。22H1 玻纤板块收入 44.6 亿元, 同比+12%, 净利润 15.4 亿元 (22H1 出售铈粉贡献净利润约 3.49 亿元, 去年同期为 1.87 亿元), 同比+8%, 我们测算剔除铈粉收益后 22H1 单吨净利润 2312 元/吨, 同比略下滑 14 元/吨。盈利能力下滑主要是电子纱景气度大幅下行, 22H1 电子纱 G75 均价同比下滑 30%; 在电子纱整体景气度触底情况下, 公司调增工业级细纱占比, 部分抵消降价影响, 同时紧抓海外市场需求恢复机遇, 提升出口产品销量, 出口销量同比提升 15% 以上。
- **隔膜:** 产能高速扩张+经营质量提升, 隔膜业务爆发力强。22H1 公司隔膜产能约 13 亿平/年, 包括山东滕州、湖南常德、湖南宁乡以及内蒙呼和浩特四个生产基地; 22H1 隔膜收入 6.9 亿元, 净利润 1.4 亿元, 单平净利润进一步提升至 0.28 元/平米, 同比大幅提升 0.15 元/平米, 背后一方面是公司高附加值产品占比不断提升, 另一方面是技改提高生产线车速及 A 品率稳步提升, 实现单位成本下降 20% 以上。
- **叶片:** 招标价下行压制叶片盈利能力, 关注技术竞争力及海外拓展。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.22、2.52、2.90 元/股, 按最新收盘价计算对应 PE 估值分别为 11.7、10.3、9.0 倍, 参考可比公司估值, 给予公司 2022 年 PE 为 15x, 对应合理价值为 33.3 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 玻纤需求低预期、风电装机不及预期、原燃料价格波动。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	18,865	20,295	24,394	28,675	33,524
增长率 (%)	38.8	7.6	20.2	17.6	16.9
EBITDA (百万元)	3,998	4,935	5,816	6,769	7,703
归母净利润 (百万元)	2,040	3,373	3,719	4,229	4,864
增长率 (%)	47.8	65.4	10.2	13.7	15.0
EPS (元/股)	1.22	2.01	2.22	2.52	2.90
市盈率 (P/E)	19.90	16.92	11.70	10.29	8.95
ROE (%)	15.6	23.8	19.9	17.7	16.2
EV/EBITDA	11.87	13.21	8.57	7.01	5.86

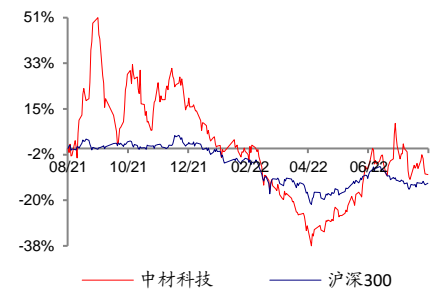
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	25.93 元
合理价值	33.3 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-23

相对市场表现



分析师:

邹戈



SAC 执证号: S0260512020001



021-38003689



zouge@gf.com.cn

分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

分析师:

苗蒙



SAC 执证号: S0260521120002



021-38003633



miaomeng@gf.com.cn

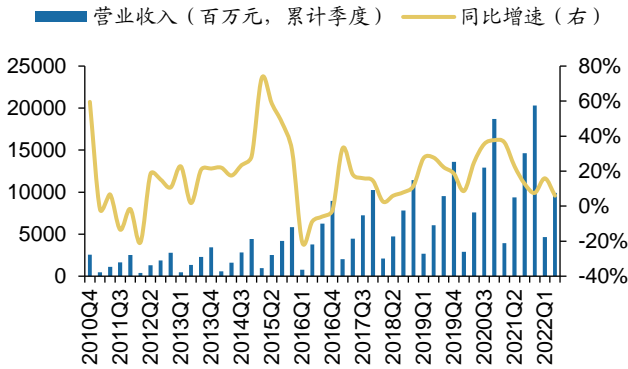
请注意, 邹戈, 苗蒙并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

中材科技 (002080.SZ): 玻纤出口强劲, 隔膜量利齐升	2022-04-26
中材科技 (002080.SZ): 关注玻纤高景气韧性与隔膜业务爆发力	2022-03-26
中材科技 (002080.SZ): 玻纤持续高景气, 隔膜业务静待质变	2021-10-28

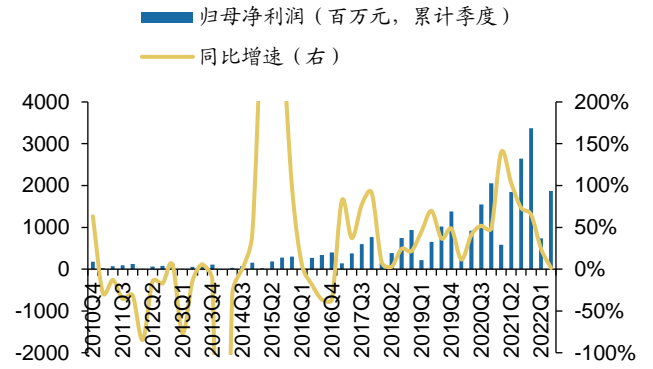
事件：公司发布2022年中报，22H1公司实现收入99.20亿元，同比+6%，归母净利润18.71亿元，同比+1%，扣非归母净利润12.48亿元，同比-14%（非经常性损益6.23亿元，其中铈粉处置贡献净利润约3.49亿元）。22Q2公司实现收入52.59亿元，同比-1%，归母净利润11.37亿元，同比-10%，扣非归母净利润6.47亿元，同比-37%。

图1：公司累计季度营业收入



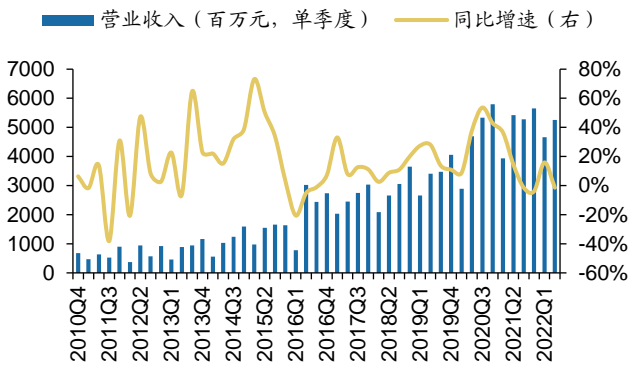
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图2：公司累计季度归母净利润



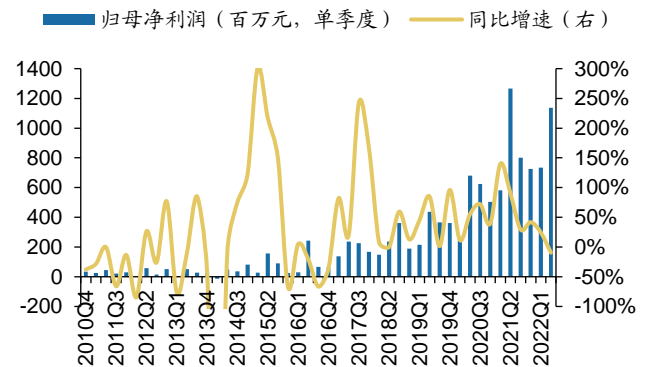
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图3：公司单季度营业收入



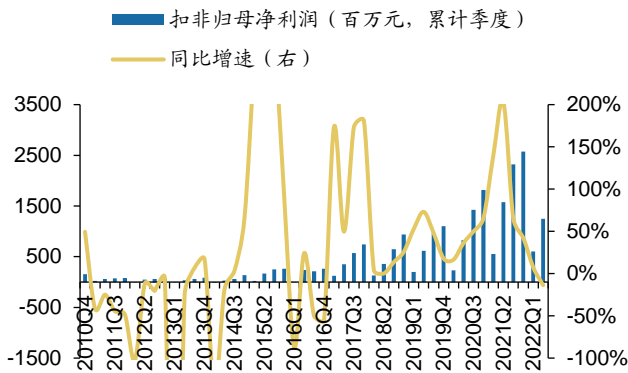
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图4：公司单季度归母净利润



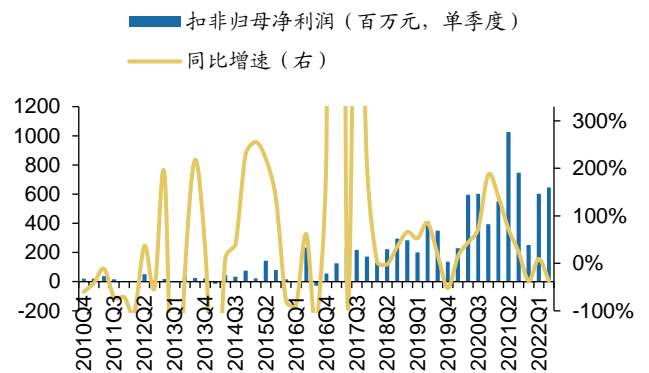
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图5: 公司累计季度扣非归母净利润



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

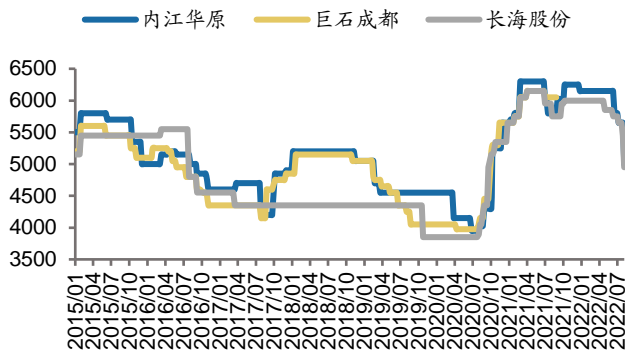
图6: 公司单季度扣非归母净利润



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

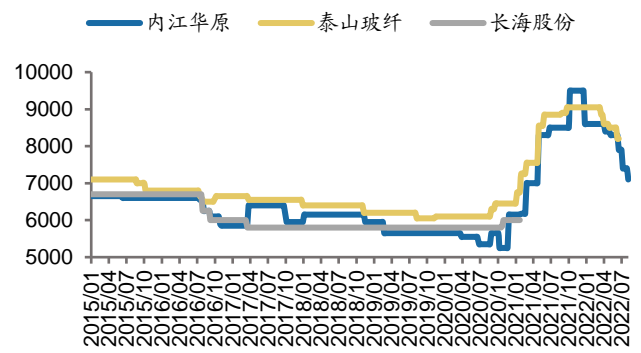
玻纤: 电子纱景气度承压, 粗纱出口继续超预期。22H1玻纤板块收入44.6亿元, 同比+12%, 净利润15.4亿元(22H1出售铈粉贡献净利润约3.49亿元, 去年同期为1.87亿元), 同比+8%, 我们测算剔除铈粉收益后22H1单吨净利润2312元/吨, 同比略下滑14元/吨。盈利能力下滑主要是电子纱景气度大幅下行, 22H1电子纱G75均价同比下滑30%; 在电子纱整体景气度触底情况下, 公司调增工业级细纱占比, 部分抵消降价影响, 同时紧抓海外市场需求恢复机遇, 提升出口产品销量, 出口销量同比提升15%以上(行业22H1出口粗纱42.76万吨, 同比21H1提升46%, 环比21H2提升10%, 22H1粗纱出口均价环比21H2提升3%, 同比21H1提升23%)。公司22-23年量的扩张值得期待, 21年底玻纤产能约120万吨, 满庄9线粗纱项目、邹城F06线年产6.5万吨细纱项目分别于21年9月、12月点火, 22年全年贡献增量; 同时公司公告拟在山东省邹城市投资6.2亿元建设年产6万吨高模高强玻璃纤维生产线项目(主要用于大功率风电叶片及海上风电等领域), 以及拟在山西省太原市综改示范区投资36.84亿元建设年产30万吨高性能玻璃纤维智能制造生产线项目(据山西日报8月份报道, 山西综改示范区引进泰山玻璃纤维有限公司“年产60万吨高性能玻璃纤维智能制造生产线项目”正式签约)。

图7: 2400tex缠绕直接纱价格(元/吨)



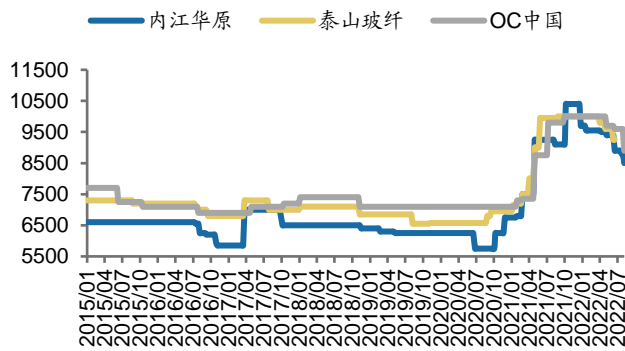
数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

图8: 2400texSMC合股纱价格(元/吨)



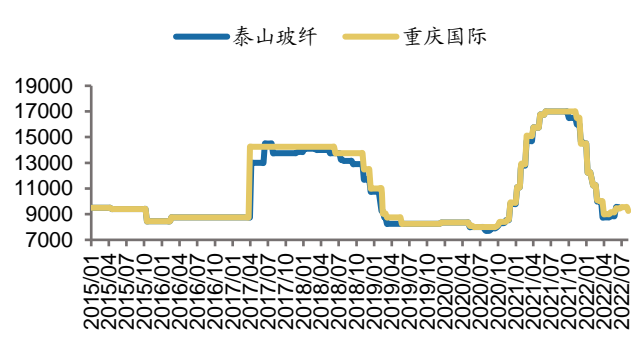
数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

图9: 2400tex喷射合股纱价格(元/吨)



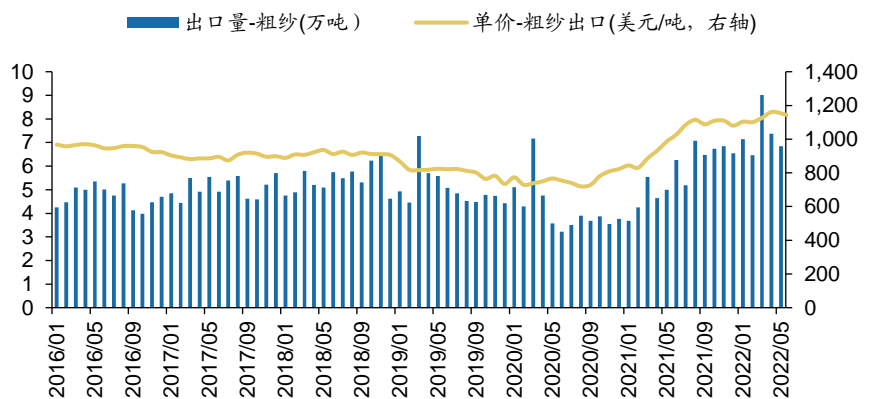
数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

图10: G75(单股)玻璃纤维电子纱



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图11: 22H1行业粗纱出口量价齐升



数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

隔膜：产能高速扩张+经营质量提升，隔膜业务爆发力强。从产能来看，22H1公司隔膜产能约13亿平/年，包括山东滕州、湖南常德、湖南宁乡以及内蒙呼和浩特四个生产基地；从盈利能力来看，公司22Q1隔膜均价持平（海外客户占比无明显提升），但单平净利润大幅提升至0.2元/平方米以上（2021年单平净利润0.13元/平方米），22H1隔膜收入6.9亿元，净利润1.4亿元，单平净利润进一步提升至0.28元/平方米，背后是中材锂膜持续进行新产品新技术开发，实现高附加值产品占比不断，以及持续提高经营精益化、管理精细化、组织精健化水平，通过技改提高生产线车速，A品率稳步提升，实现单位成本下降20%以上。

叶片：招标价下行压制叶片盈利能力，关注龙头技术竞争力及海外拓展。公司22Q1叶片出货量2GW左右，同比+10%，22H1叶片出货量5GW，同比+10%，营业收入24.4亿元，毛利率7.45%，同比-14.32pct，净利润1034万元（去年同期3.32亿元），盈利能力下行主要由于下游风机招标价格大幅下行及上游原材料成本上行。持续关注叶片龙头技术竞争力（叶片大型化趋势）及海外市场拓展（2021年底拟投资巴西叶片）。

盈利预测与投资建议：我们预计公司2022-2024年EPS分别为2.22、2.52、2.90元/股，按最新收盘价计算对应PE估值分别为11.7、10.3、9.0倍，参考可比公司估值，给予公司2022年PE为15x，对应合理价值为33.3元/股，维持“买入”评级。

风险提示：

玻纤需求低预期：若玻纤下游需求不及预期，将影响公司玻纤业务收入及盈利能力。

风电装机不及预期：若风电装机需求不及预期，将影响公司叶片业务收入及盈利能力。

原燃料价格波动：若上游原燃料价格大幅上行，将影响公司盈利能力。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	13,410	14,379	16,904	19,169	22,512	经营活动现金流	3,273	3,672	5,211	6,617	7,596
货币资金	2,984	2,635	3,201	4,020	5,603	净利润	1,944	3,475	3,831	4,356	5,011
应收及预付	3,648	4,373	5,678	6,688	7,815	折旧摊销	1,178	1,292	1,410	1,592	1,763
存货	2,142	2,250	2,821	3,229	3,809	营运资金变动	-526	-916	-345	320	593
其他流动资产	4,636	5,121	5,204	5,232	5,285	其它	677	-179	314	349	229
非流动资产	21,197	23,247	25,713	29,002	33,551	投资活动现金流	-1,998	-1,553	-2,817	-3,759	-4,860
长期股权投资	347	343	343	343	343	资本支出	-1,716	-1,693	-2,816	-3,772	-4,882
固定资产	15,377	17,883	19,883	22,507	26,072	投资变动	-278	51	0	0	0
在建工程	2,330	2,072	2,572	3,272	4,272	其他	-5	89	0	13	22
无形资产	1,339	1,280	1,235	1,190	1,145	筹资活动现金流	146	-2,354	-1,828	-2,039	-1,153
其他长期资产	1,804	1,670	1,681	1,690	1,719	银行借款	9,362	7,144	-1,226	-1,549	-754
资产总计	34,607	37,627	42,617	48,171	56,062	股权融资	24	387	0	0	0
流动负债	13,297	13,583	14,770	15,787	17,586	其他	-9,241	-9,886	-601	-490	-398
短期借款	2,337	1,888	1,462	713	159	现金净增加额	1,390	-258	566	819	1,583
应付及预收	6,110	7,172	8,253	9,547	11,463	期初现金余额	1,407	2,797	2,635	3,201	4,020
其他流动负债	4,850	4,522	5,056	5,526	5,964	期末现金余额	2,797	2,539	3,201	4,020	5,603
非流动负债	7,337	8,432	7,632	6,832	6,632						
长期借款	5,591	3,371	2,571	1,771	1,571						
应付债券	0	2,870	2,870	2,870	2,870						
其他非流动负债	1,747	2,192	2,192	2,192	2,192						
负债合计	20,634	22,015	22,403	22,619	24,218						
股本	1,678	1,678	1,678	1,678	1,678						
资本公积	4,900	4,444	4,444	4,444	4,444						
留存收益	5,414	8,043	12,534	17,744	23,889						
归属母公司股东权益	13,093	14,169	18,660	23,870	30,016						
少数股东权益	880	1,442	1,555	1,682	1,829						
负债和股东权益	34,607	37,627	42,617	48,171	56,062						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	18,865	20,295	24,394	28,675	33,524
营业成本	13,708	14,207	16,948	19,925	23,380
营业税金及附加	177	205	246	289	338
销售费用	307	283	340	400	468
管理费用	881	996	1,197	1,407	1,645
研发费用	973	961	1,256	1,477	1,753
财务费用	468	487	450	505	589
资产减值损失	-317	-98	-29	-34	-39
公允价值变动收益	9	0	0	0	0
投资净收益	9	48	20	23	27
营业利润	2,295	4,099	4,493	5,103	5,866
营业外收支	29	25	53	66	81
利润总额	2,324	4,124	4,546	5,169	5,946
所得税	381	649	715	813	935
净利润	1,944	3,475	3,831	4,356	5,011
少数股东损益	-96	102	112	128	147
归属母公司净利润	2,040	3,373	3,719	4,229	4,864
EBITDA	3,998	4,935	5,816	6,769	7,703
EPS (元)	1.22	2.01	2.22	2.52	2.90

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	38.8%	7.6%	20.2%	17.6%	16.9%
营业利润增长	47.3%	78.6%	9.6%	13.6%	14.9%
归母净利润增长	47.8%	65.4%	10.2%	13.7%	15.0%
获利能力					
毛利率	27.3%	30.0%	30.5%	30.5%	30.3%
净利率	10.3%	17.1%	15.7%	15.2%	14.9%
ROE	15.6%	23.8%	19.9%	17.7%	16.2%
ROIC	9.9%	11.7%	12.5%	13.0%	12.8%
偿债能力					
资产负债率	59.6%	58.5%	52.6%	47.0%	43.2%
净负债比率	147.7%	141.0%	110.8%	88.5%	76.1%
流动比率	1.01	1.06	1.14	1.21	1.28
速动比率	0.82	0.87	0.93	0.98	1.03
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.54	0.57	0.60	0.60
应收账款周转率	5.66	5.13	4.68	4.68	4.68
存货周转率	8.81	9.02	8.65	8.88	8.80
每股指标 (元)					
每股收益	1.22	2.01	2.22	2.52	2.90
每股经营现金流	1.95	2.19	3.11	3.94	4.53
每股净资产	7.80	8.44	11.12	14.22	17.89
估值比率					
P/E	19.90	16.92	11.70	10.29	8.95
P/B	3.10	4.03	2.33	1.82	1.45
EV/EBITDA	11.87	13.21	8.57	7.01	5.86

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：联席首席分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 苗蒙：资深分析师，南京大学材料工程硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张乾：高级分析师，南京大学经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。