

中材科技 (002080.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

隔膜盈利加速改善,叶片盈利将迎回升

业绩简评

2023年3月17日,公司披露年报,2022年实现营收221.09亿元,同比增长8.94%;实现归母净利润35.11亿元,同比增长4.08%。其中,Q4实现营收74.08亿元,同比增长31.05%;实现归母净利润10.93亿元,同比增长50.57%,业绩符合预期。

经营分析

坚持外销市场最大化,玻纤出口收入同增25%:2022年公司累计销售玻璃纤维及其制品116.20万吨,实现销售收入91.35亿元,同比增长4.39%。受制于经济下行、市场需求与价格双下滑、成本要素上升等多重因素下,公司充分发挥“品种多、种类全、结构灵活”的竞争优势,坚持外销市场最大化,出口产品收入同比增长25%。

公司为叶片龙头,盈利能力将迎回升:2022年公司累计销售风电叶片14.39GW,同比增长26.01%,实现销售收入65.03亿元,毛利率为9.83%。2022年受制于原材料价格高增、大型化下风机招标价格骤降,风电叶片受价格、成本双重压力。预计2023年受益于原材料价格同比改善,盈利将出现回升。

公司隔膜盈利加速改善,产能快速释放:1)2022年公司累计销售锂电池隔膜A品11.33亿平米,同比增长65.40%,实现销售收入18.67亿元,同比增长65.81%,净利润4.81亿元,同比增长448%;2)2017-2022年,公司单平净利润从-3.99元提升到0.42元,尤其是2022年单平净利润显著提升,其主要原因是技术进步带来成本改善。预计2023年持续成本改善以及客户结构变化或将进一步提高公司隔膜产品盈利能力;3)公司产能快速释放,2022年,公司隔膜业务产能已超15亿平米,我们预计2023-2024年公司隔膜业务产能将分别达到30/50亿平。

期间费用率同比下降:2022年公司期间费用率为12.40%,较去年同期减少1.04PCT,其中销售费用率、管理费用率(含研发费用)、财务费用率分别为1.34%/9.31%/1.75%,较去年同期分别变化-0.06/-0.33/-0.65PCT。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-2025年分别实现净利润37.5、45.7、54.1亿元,对应EPS2.24元、2.72元、3.23元。公司当前股价对应三年PE分别为10、8、7倍,维持“买入”评级。

风险提示

政策性风险、市场竞争风险、限售股解禁风险、大股东减持风险

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):21.43元

相关报告:

1.《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

2.《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	26,821	32,685	37,509
营业收入增长率	8.47%	8.94%	21.31%	21.86%	14.76%
归母净利润(百万元)	3,373	3,511	3,754	4,568	5,413
归母净利润增长率	64.40%	4.08%	6.92%	21.68%	18.50%
摊薄每股收益(元)	2.010	2.092	2.237	2.722	3.226
每股经营性现金流净额	2.19	1.88	3.05	3.52	4.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.81%	20.33%	18.94%	19.92%	20.34%
P/E	16.92	10.24	9.58	7.87	6.64
P/B	4.03	2.08	1.81	1.57	1.35

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	26,821	32,685	37,509
增长率		8.5%	8.9%	21.3%	21.9%	14.8%
主营业务成本	-13,636	-14,207	-16,463	-19,815	-23,927	-27,256
%销售收入	72.9%	70.0%	74.5%	73.9%	73.2%	72.7%
毛利	5,075	6,088	5,646	7,005	8,758	10,253
%销售收入	27.1%	30.0%	25.5%	26.1%	26.8%	27.3%
营业税金及附加	-169	-205	-196	-239	-278	-319
%销售收入	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-306	-283	-297	-359	-438	-503
%销售收入	1.6%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	-835	-996	-1,001	-1,207	-1,471	-1,688
%销售收入	4.5%	4.9%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	-958	-961	-1,057	-1,282	-1,562	-1,793
%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	3,918	5,009	5,951
%销售收入	15.0%	17.9%	14.0%	14.6%	15.3%	15.9%
财务费用	-433	-487	-387	-529	-516	-518
%销售收入	2.3%	2.4%	1.7%	2.0%	1.6%	1.4%
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	150	150	150
%税前利润	0.3%	1.2%	2.9%	3.4%	2.8%	2.4%
营业利润	2,322	4,099	4,060	4,439	5,344	6,283
营业利润率	12.4%	20.2%	18.4%	16.6%	16.3%	16.8%
营业外收支	27	25	6	10	10	10
税前利润	2,349	4,124	4,066	4,449	5,354	6,293
利润率	12.6%	20.3%	18.4%	16.6%	16.4%	16.8%
所得税	-381	-649	-335	-445	-535	-629
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	4,004	4,818	5,663
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	3,754	4,568	5,413
净利率	11.0%	16.6%	15.9%	14.0%	14.0%	14.4%

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	4,004	4,818	5,663
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	-141	33	52
营运资金变动	-426	-916	-1,419	-334	-696	-561
经营活动现金净流	3,301	3,672	3,160	5,119	5,907	7,074
资本开支	-1,709	-1,693	-3,723	-3,700	-3,890	-3,890
投资	-278	51	11	170	0	0
其他	-5	89	51	150	150	150
投资活动现金净流	-1,992	-1,553	-3,662	-3,380	-3,740	-3,740
股权募资	24	387	5,008	0	0	0
债权募资	868	339	894	-1,322	852	-209
其他	-799	-3,081	-2,317	-1,814	-2,055	-2,345
筹资活动现金净流	94	-2,354	3,585	-3,136	-1,203	-2,554
现金净流量	1,373	-258	3,115	-1,397	964	780

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	4,353	5,293	6,055
应收款项	7,511	8,785	9,929	11,228	13,683	15,702
存货	2,109	2,250	3,178	3,257	3,933	4,480
其他流动资产	643	709	552	630	696	738
流动资产	13,196	14,379	19,442	19,469	23,605	26,976
%总资产	39.2%	38.2%	41.5%	39.4%	42.0%	43.6%
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%	53.9%	52.2%	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%	60.6%	58.0%	56.4%
资产总计	33,695	37,627	46,889	49,461	56,145	61,897
短期借款	4,232	4,466	2,591	1,233	2,085	1,876
应付款项	6,514	7,778	9,335	10,117	12,217	13,918
其他流动负债	1,655	1,339	1,350	1,639	1,975	2,269
流动负债	12,401	13,583	13,277	12,990	16,277	18,063
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	5,720	5,760	5,795
负债	19,642	22,015	24,343	24,114	27,442	29,263
普通股股东权益	13,133	14,169	17,274	19,826	22,932	26,614
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	12,376	15,482	19,164
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	49,461	56,145	61,897

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.223	2.010	2.092	2.237	2.722	3.226
每股净资产	7.826	8.443	10.294	11.814	13.666	15.859
每股经营现金净流	1.967	2.188	1.883	3.050	3.520	4.215
每股股利	0.400	0.635	0.660	0.716	0.871	1.032
回报率						
净资产收益率	15.62%	23.81%	20.33%	18.94%	19.92%	20.34%
总资产收益率	6.09%	8.97%	7.49%	7.59%	8.14%	8.75%
投入资本收益率	9.88%	11.65%	8.26%	9.84%	11.26%	12.24%
增长率						
主营业务收入增长率	37.68%	8.47%	8.94%	21.31%	21.86%	14.76%
EBIT 增长率	62.07%	29.75%	-15.03%	26.60%	27.84%	18.79%
净利润增长率	48.70%	64.40%	4.08%	6.92%	21.68%	18.50%
总资产增长率	15.06%	11.67%	24.62%	5.49%	13.51%	10.25%
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	285.9	244.0	219.0
偿债能力						
净负债/股东权益	48.37%	51.70%	26.20%	23.59%	20.53%	15.08%
EBIT 利息保障倍数	6.5	7.5	8.0	7.4	9.7	11.5
资产负债率	58.29%	58.51%	51.92%	48.75%	48.88%	47.28%

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

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：北京市东城区建国门内大街 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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402