

中材科技 (002080.SZ)

2022 年年报点评：锂膜增长亮眼，玻纤和叶片盈利有望修复

买入

核心观点

营收稳步提升，Q4 业绩高增长。2022 年公司实现营收 221.1 亿元，同比+8.9%，归母净利润 35.1 亿元，同比+4.1%，扣非归母净利润 22.0 亿元，同比-14.5%，其中非流动资产处置损益 12.0 亿元，同比+69.4%，主因处置铈粉贡献，EPS 为 2.09 元/股；Q4 单季营收 74.1 亿元，同比+31.0%，归母净利润 10.9 亿元，同比+50.6%，扣非归母净 5.6 亿元，同比+122.4%。

玻纤盈利有所承压，23 年有望受益供需改善。2022 年销售玻璃纤维及其制品 116.2 万吨，同比+4.7%，实现收入 91.4 亿元，同比+4.4%，净利润 28.1 亿元，同比-2.8%，毛利率 32.4%，同比-10.3pct。公司作为玻纤龙头企业之一，目前年产能约 120 万吨，太原 30 万吨产能建设稳步推进，预计 1 线 15 万吨有望年内投产，同时受益风电、基建、汽车等需求恢复释放，23 年玻纤供需有望改善，结构性景气可期。

23 年风电需求高增可期，强强联合巩固叶片龙头地位。受价格、成本双重压力，收入盈利阶段性承压，2022 年销售风电叶片 14.4GW，同比+26%，单套功率 4.5MW/套，同比+36%，实现收入 65.0 亿元，同比-6.8%，毛利率 9.8%，同比-5.9pct，净利润 1.1 亿元，同比-78.4%。2022 年风电招标规模超 95GW，创历史新高，2023 年随着经济复苏及大基地项目进入交付期，行业有望迎来高增长，同时 2023 年 1 月拟收购中复连众，整合完成后国内市占率有望达 40%，进一步巩固风电叶片行业龙头地位。

锂膜产能稳步释放，产销和盈利快速增长。受益需求强劲、产品结构改善、良率和产能利用率提升，产销量及盈利能力大幅增长。2022 年销售锂电池隔膜 A 品 11.3 亿平米，同比+65%，其中涂覆产品销量同增 90%，实现收入 18.67 亿元，同比+65.84%，毛利率 40.15%，同增 14.11pct，净利润 4.8 亿元，同比增长 448%。目前公司已具备超 15 亿平米基膜生产能力，正规划滕州三期 5.6 亿平，萍乡、宜宾两大 10 亿平项目，同时通过公开挂牌引入战略投资人，合计融资 65 亿元，助力锂膜做大做强，弹性有望进一步释放。

风险提示：玻纤供给超预期；风电装机不及预期；锂膜放量不及预期。

投资建议：锂膜增长亮眼，玻纤和叶片盈利有望修复，维持“买入”公司围绕新能源、新材料，聚焦风电叶片、玻纤及制品及锂电隔膜三大主业，加速核心产业布局，目前玻纤及叶片业务景气触底改善，预计盈利有望修复，锂膜业绩弹性持续释放，看好成长空间，预计 23-25 年 EPS 分别为 2.14/2.49/3.04 元/股，对应 PE 为 10.0/8.6/7.0x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,295	22,109	26,243	30,678	35,403
(+/-%)	8.5%	8.9%	18.7%	16.9%	15.4%
净利润(百万元)	3373	3511	3599	4178	5106
(+/-%)	64.4%	4.1%	2.5%	16.1%	22.2%
每股收益(元)	2.01	2.09	2.14	2.49	3.04
EBIT Margin	17.9%	14.0%	17.5%	17.5%	18.5%
净资产收益率 (ROE)	23.8%	20.3%	17.9%	17.8%	18.5%
市盈率 (PE)	10.7	10.2	10.0	8.6	7.0
EV/EBITDA	11.9	13.2	9.3	8.2	7.1
市净率 (PB)	2.54	2.08	1.78	1.53	1.30

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：陈颖
0755-81981825
chenying4@guosen.com.cn
S0980518090002

证券分析师：冯梦琪
0755-81982950
fengmq@guosen.com.cn
S0980521040002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	21.43 元
总市值/流通市值	35962/35962 百万元
52 周最高价/最低价	31.97/17.67 元
近 3 个月日均成交额	216.86 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) -2022 年中报点评：玻纤稳健有韧性，叶片有望迎接拐点，锂膜盈利提升》——2022-08-21
- 《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

营收稳步提升，Q4 业绩高增长。2022 公司实现营收 221.09 亿元，同比+8.94%，归母净利润 35.11 亿元，同比+4.08%，扣非归母净利润 22.01 亿元，同比-14.47%，其中非流动资产处置损益 12.0 亿元，同比+69.39%，主因处置铈粉收益贡献，EPS 为 2.09 元/股；Q4 单季实现营收 74.08 亿元，同比+31.03%，归母净利润 10.93 亿元，同比+50.57%，扣非归母净利润 5.57 亿元，同比+122.37%。

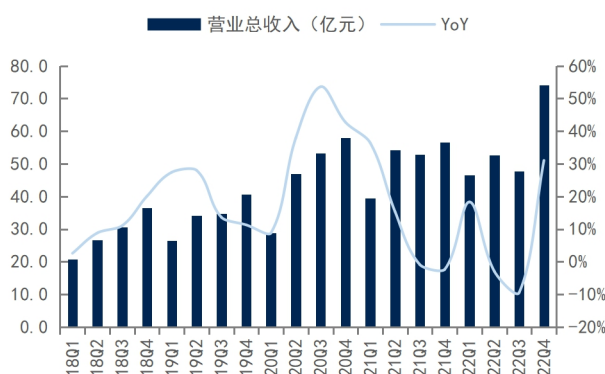
分产品来看，三大主导业务玻璃纤维及制品/风电叶片/锂电隔膜全年分别实现收入 91.35/65.03/18.67 亿元，同比 +4.38%/-6.78%/+65.84%，占比 38.28%/27.25%/7.82%。

图1：中材科技营业收入及增速（单位：亿元、%）



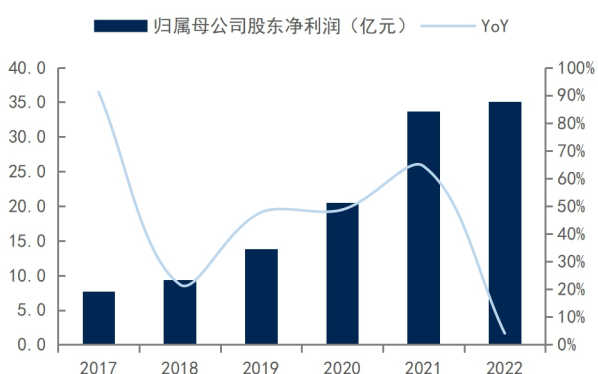
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

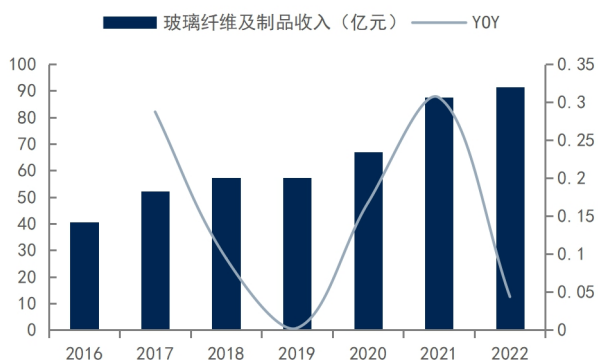
表 1：中材科技分产品营业收入构成

	2022		2021	
	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	91.35	38.28%	87.51	40.74%
风电叶片	65.03	27.25%	69.76	32.48%
锂膜	18.67	7.82%	11.26	5.24%
高压气瓶	10.73	4.49%	5.78	2.69%
玻璃微纤维纸	4.20	1.76%	3.38	1.57%
高温过滤材料	3.49	1.46%	3.41	1.59%
先进复合材料	12.91	5.41%	9.47	4.41%
技术与装备	11.42	4.79%	10.05	4.68%
其他	20.84	8.73%	14.18	6.60%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

玻纤盈利有所承压，23 年有望受益供需改善。面对需求减弱、产能释放、成本上升等多重影响，公司持续聚焦高毛利产品、扩大外销，产销量和收入均创历史新高。2022 年累计销售玻璃纤维及其制品 116.2 万吨，同比+4.68%，实现收入 91.35 亿元，同比+4.38%，净利润 28.1 亿元，同比-2.77%，毛利率 32.42%，同比-10.31pct。公司作为玻纤龙头企业之一，目前年产能约 120 万吨，太原 30 万吨产能建设稳步推进，预计 1 线 15 万吨有望年内投产，同时受益风电、基建、汽车等需求恢复释放，23 年玻纤供需有望改善，结构性景气可期。

图 5：中材科技玻纤及制品收入和同比增速（单位：亿元、%）



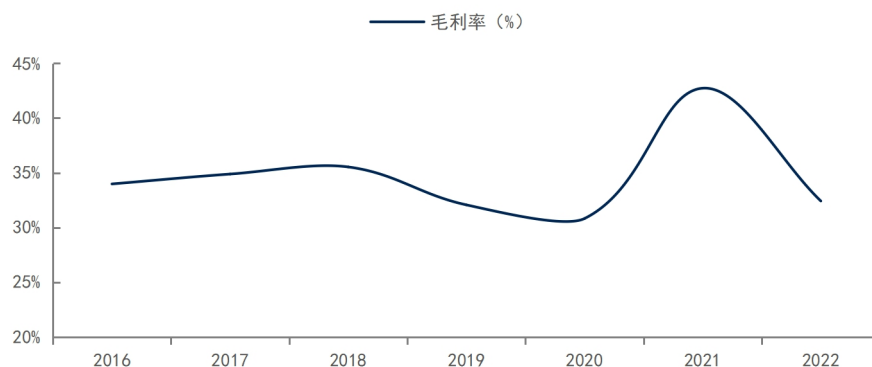
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：中材科技玻纤及制品销量和同比增速（单位：万吨、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

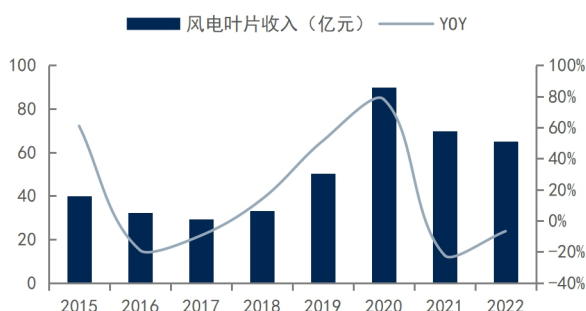
图 7：中材科技玻纤及制品毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

23 年风电需求高增可期，强强联合巩固叶片龙头地位。受价格、成本双重压力，收入和盈利阶段性承压，2022 年公司合计销售风电叶片 14.4GW，同比+26%，单套功率达 4.5MW/套，同比+36%，实现收入 65.03 亿元，同比-6.78%，毛利率 9.83%，同比-5.93pct，净利润 1.1 亿元，同比-78.4%。短期来看，2022 年风电招标规模超 95GW，创历史新高，2023 年随着经济复苏及大基地项目进入交付期，行业有望迎来高增长，同时 2023 年 1 月 18 日中材科技、中材叶片、中国复材、中国巨石签署《合作备忘录》，约定中材叶片向中国复材与中国巨石增发股份收购其持有的中复连众股权，完成后中材叶片将持有中复连众 95%股权，整合完成后国内市占率有望达 40%，进一步巩固风电叶片行业龙头地位。

图8：中材科技风电叶片收入和同比增速（单位：亿元、%）



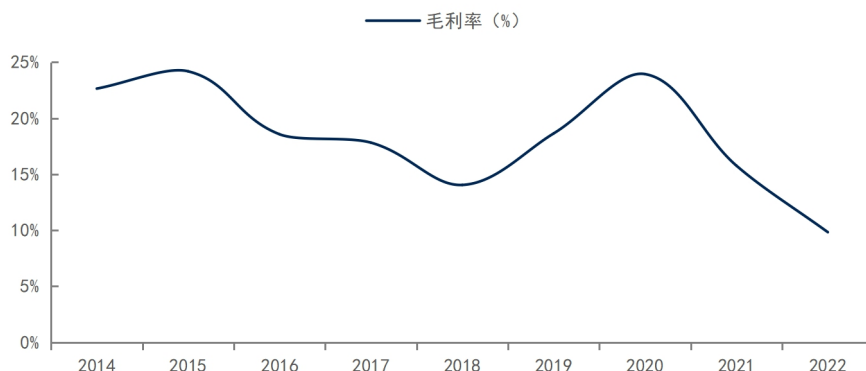
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：中材科技风电叶片销量和同比增速（单位：兆瓦、%）



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

锂膜产能稳步释放，产销和盈利快速增长。受益需求强劲、产品结构改善、良率（A品率超85%）和产能利用率提升（主产品产线车速同比提升近30%、产能利用率提升9个百分点），产销量及盈利能力大幅增长。2022 年合计销售锂电池隔膜 A 品 11.3 亿平米，同比+65%，其中涂覆产品销量同增 90%，实现收入 18.67 亿元，同比+65.84%，营业利润 4.0 亿元，同比增长 434%，毛利率 40.15%，同增 14.11pct，

净利润 4.8 亿元，同比增长 448%。目前公司具备超 15 亿平米基膜生产能力，正规划滕州三期 5.6 亿平，萍乡、宜宾两大 10 亿平项目，同时通过公开挂牌引入战略投资人，合计融资 65 亿元，其中外部融资 50 亿元，公司增资 15 亿元，助力锂膜做大做强，弹性有望进一步释放。

投资建议：锂膜增长亮眼，玻纤和叶片盈利有望修复，维持“买入”评级。公司围绕新能源、新材料，聚焦风电叶片、玻纤及制品及锂电隔膜三大主业，加速核心产业布局，目前玻纤及叶片业务景气触底改善，预计盈利有望修复，锂膜业绩弹性持续释放，看好成长空间，预计 23-25 年 EPS 分别为 2.14/2.49/3.04 元/股，对应 PE 为 10.0/8.6/7.0x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2635	5783	7021	7481	6676	营业收入	20295	22109	26243	30678	35403
应收款项	4164	6435	7485	8838	10301	营业成本	14207	16463	18764	21935	24959
存货净额	2250	3178	3438	3965	4544	营业税金及附加	205	196	262	307	354
其他流动资产	5329	4046	5847	6225	7536	销售费用	283	297	341	399	460
流动资产合计	14379	19442	23792	26509	29057	管理费用	996	1001	1058	1226	1406
固定资产	19954	23864	26618	30238	35038	研发费用	961	1057	1233	1442	1664
无形资产及其他	1280	1516	1455	1395	1334	财务费用	487	387	523	580	605
投资性房地产	1670	1914	1914	1914	1914	投资收益	48	120	0	0	0
长期股权投资	343	153	56	(88)	(209)	资产减值及公允价值变动	(98)	(132)	(150)	(150)	(150)
资产总计	37627	46889	53835	59967	67134	其他收入	32	306	(633)	(842)	(1064)
短期借款及交易性金融负债	4466	2591	5000	5500	6050	营业利润	4099	4060	4512	5240	6405
应付款项	7172	8755	9761	11597	13422	营业外净收支	25	6	10	10	10
其他流动负债	1945	1930	2275	2558	2959	利润总额	4124	4066	4522	5250	6415
流动负债合计	13583	13277	17036	19655	22431	所得税费用	649	335	678	787	962
长期借款及应付债券	6241	9100	9100	9100	9100	少数股东损益	102	220	245	284	347
其他长期负债	2192	1967	2079	2023	2051	归属于母公司净利润	3373	3511	3599	4178	5106
长期负债合计	8432	11067	11179	11123	11151	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	22015	24343	28215	30777	33582	净利润	3373	3511	3599	4178	5106
少数股东权益	1442	5271	5467	5694	5972	资产减值准备	(282)	59	37	20	29
股东权益	14169	17274	20153	23496	27580	折旧摊销	1235	1458	2337	2792	3235
负债和股东权益总计	37627	46889	53835	59967	67134	公允价值变动损失	98	132	150	150	150
						财务费用	487	387	523	580	605
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(237)	(756)	(1612)	(174)	(1070)
每股收益	2.01	2.09	2.14	2.49	3.04	其它	347	63	158	207	249
每股红利	0.73	0.93	0.43	0.50	0.61	经营活动现金流	4534	4467	4669	7173	7698
每股净资产	8.44	10.29	12.01	14.00	16.44	资本开支	0	(5171)	(5218)	(6522)	(8152)
ROIC	11%	9%	10%	11%	12%	其它投资现金流	(0)	0	0	0	0
ROE	24%	20%	18%	18%	19%	投资活动现金流	4	(4980)	(5120)	(6378)	(8032)
毛利率	30%	26%	29%	29%	30%	权益性融资	(22)	5008	0	0	0
EBIT Margin	18%	14%	17%	18%	19%	负债净变化	(2128)	2033	0	0	0
EBITDA Margin	24%	21%	26%	27%	28%	支付股利、利息	(1228)	(1564)	(720)	(836)	(1021)
收入增长	8%	9%	19%	17%	15%	其它融资现金流	1899	(2284)	2409	500	550
净利润增长率	64%	4%	2%	16%	22%	融资活动现金流	(4836)	3662	1689	(336)	(471)
资产负债率	62%	63%	63%	61%	59%	现金净变动	(298)	3149	1238	459	(805)
股息率	3.4%	4.4%	2.0%	2.3%	2.8%	货币资金的期初余额	2933	2635	5783	7021	7481
P/E	10.7	10.2	10.0	8.6	7.0	货币资金的期末余额	2635	5783	7021	7481	6676
P/B	2.5	2.1	1.8	1.5	1.3	企业自由现金流	0	(1628)	(596)	660	(412)
EV/EBITDA	11.9	13.2	9.3	8.2	7.1	权益自由现金流	0	(1879)	1368	667	(376)

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