

现金流大幅改善，新材料投资加码

华泰研究

2024年10月25日 | 中国内地

季报点评

专用材料

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

15.20

研究员 方晏荷
SAC No. S0570517080007 fangyanhe@htsc.com
SFC No. BPW811 +(86) 755 2266 0892

研究员 黄颖
SAC No. S0570522030002 huangying018854@htsc.com
SFC No. BSH293 +(86) 21 2897 2228

联系人 王玺杰
SAC No. S0570122100047 wangxijie@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

联系人 樊星辰
SAC No. S0570123040088 fanxingchen@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

公司公布三季度业绩: Q3 收入 62.7 亿元, 同环比+5.7%/+2.6%; 归母净利润 1.4 亿元, 同环比-54.5%/-42.2%。前三季度公司实现收入 168.1 亿元, 同比-8.2%; 归母净利润 6.1 亿元, 同比-64.4%。公司三季度业绩基本符合我们预期 (1.5 亿元), 我们预计玻纤复价及风电叶片出货改善带动公司收入同环比增长, 但锂膜等价格下滑导致公司盈利仍承压。公司公告拟投资新建多个新材料项目, 多元化拓展进一步深化, 维持“买入”评级。

Q3 收入同环比恢复增长, 毛利率仍承压但环比降幅收窄

24Q3 公司收入同比+5.7%, 23Q3 以来首次恢复正增长, 我们预计主要系玻纤复价落地及风电叶片及锂膜出货提升。24 年前三季度公司毛利率 17.8%, 同比-6.6pct, Q3 为 16.8%, 同/环比-5.6/-0.9pct, 毛利率同环比仍承压但是环比降幅收窄, 我们预计主要系锂膜价格降幅较大, 但随着公司先进产能逐步释放, 公司生产效率及盈利能力仍有提升空间。

期间费用率小幅上升, Q3 经营性净现金流大幅改善

24 年前三季度公司期间费用率 14.2%, 同比+1.6pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.6%/5.8%/5.1%/1.7%, 同比-0.4/+1.4/+0.2/+0.5pct, 除销售费用率外其他均小幅上升, 主要系收入下滑。24 年前三季度公司经营性净现金流 18.9 亿元, 同比+577.2%, Q3 为 19.1 亿元, 同比+19.9 亿元, Q3 现金流大幅改善预计主要系收入增加及回款改善。截至三季度末公司应收账款余额 83.1 亿元, 相比 23Q3/24Q2 下降 3.5%/2.7%。

拟投资建设多个新材料项目, 多元化发展进一步深化

公司公告拟投资建设年产 2600 万平米特种玻纤布、年产 5 万吨岩纤板工业化生产线、年产 10 万只氢气瓶生产线 (一期 5 万只) 三个项目, 投资方向主要涉及新材料、新能源等战略新兴产业, 多元化发展进一步深化有助于拓宽公司市场空间, 强化公司核心竞争力。

盈利预测与估值

我们维持公司 24-26 年 EPS 预测为 0.61/0.76/0.97 元。可比风电玻纤/隔膜公司 25 年 Wind 一致预期 PE 均值为 15.2x/22.2x, 考虑隔膜业务承压暂不给予锂膜分部估值, 预计公司 25 年利润均由玻纤及风电业务贡献, 我们认为公司业务相较可比公司更加多元, 且高压气瓶等新材料具备成长潜力, 给予公司 25 年 20xPE, 目标价 15.20 元 (前值 12.20 元), 维持“买入”。

风险提示: 风电新增装机容量不及预期; 玻纤供需继续恶化; 锂膜价格下跌。

经营预测指标与估值

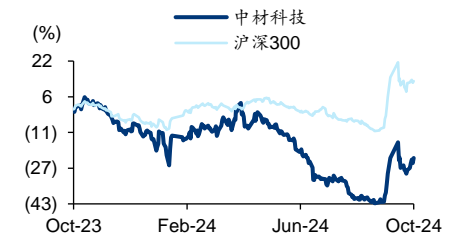
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	22,109	25,889	22,983	25,782	28,640
+/-%	8.94	17.10	(11.23)	12.18	11.09
归属母公司净利润 (人民币百万)	3,511	2,224	1,021	1,283	1,623
+/-%	4.08	(36.65)	(54.08)	25.63	26.51
EPS (人民币, 最新摊薄)	2.09	1.33	0.61	0.76	0.97
ROE (%)	16.55	10.25	3.99	4.82	5.84
PE (倍)	6.11	9.65	21.01	16.73	13.22
PB (倍)	1.24	1.16	1.15	1.09	1.03
EV EBITDA (倍)	5.59	7.46	12.83	11.70	9.97

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (人民币)	15.20
收盘价 (人民币 截至 10 月 25 日)	12.79
市值 (人民币百万)	21,463
6 个月平均日均成交额 (人民币百万)	176.91
52 周价格范围 (人民币)	9.39-17.96
BVPS (人民币)	10.86

股价走势图



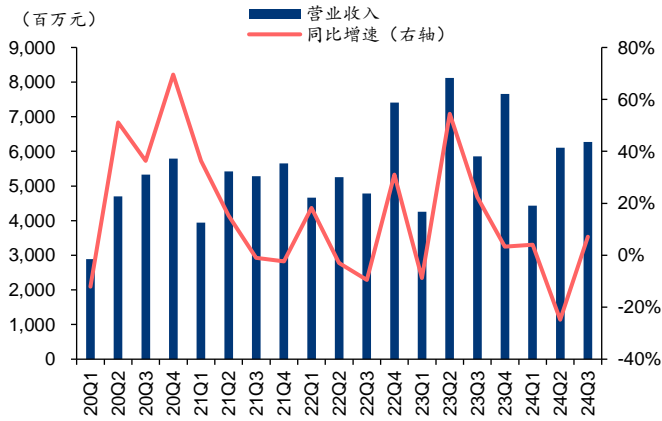
资料来源: Wind

图表1: 可比公司估值表 (2024/10/25)

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	股价 (元)	每股收益				P/E			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
金风科技	002202 CH	465	11.00	0.32	0.55	0.69	0.80	34.92	19.96	16.03	13.73
天顺风能	002531 CH	176	9.77	0.44	0.60	0.87	1.14	22.08	16.18	11.25	8.58
再升科技	603601 CH	34	3.28	0.04	0.12	0.15	0.19	87.88	28.20	22.03	17.28
中国巨石	600176 CH	449	11.21	0.76	0.58	0.75	0.91	14.74	19.25	15.05	12.29
长海股份	300196 CH	48	11.73	0.72	0.72	1.03	1.41	16.19	16.19	11.35	8.34
风电/玻纤可比公司平均估值								35.16	20.01	15.20	12.13
思捷股份	002812 CH	350	35.85	2.59	0.95	1.51	2.15	13.86	37.76	23.69	16.69
星源材质	300568 CH	147	10.95	0.43	0.41	0.53	0.70	25.52	26.51	20.79	15.61
锂电池隔膜可比公司平均估值								19.69	32.13	22.24	16.15
中材科技	002080 CH	215	12.79	1.33	0.61	0.76	0.97	9.65	21.01	16.73	13.22

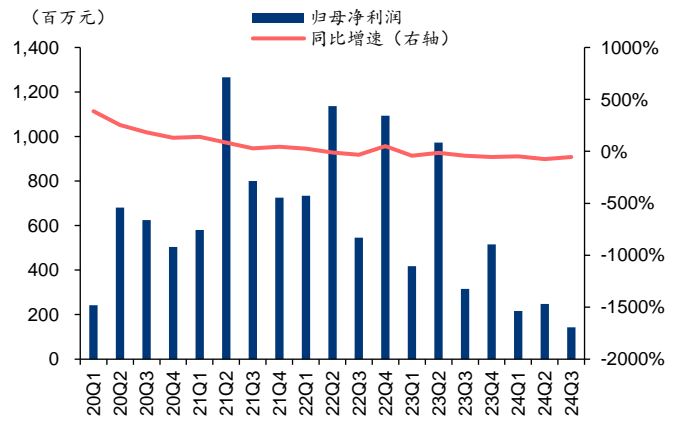
注: 除中材科技外, 盈利预测均来自Wind一致预期
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

图表2: 中材科技分季度营业收入及同比增速



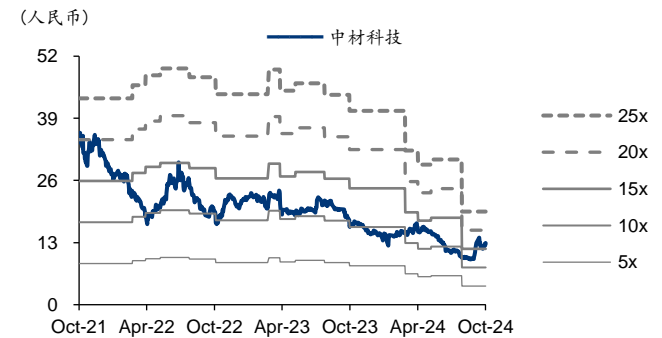
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 中材科技分季度归母净利润及同比增速



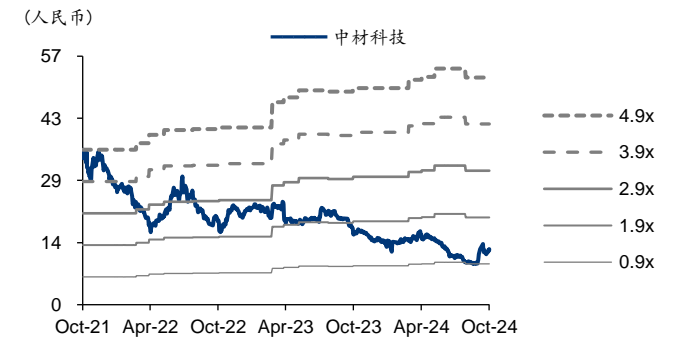
资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 中材科技 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 中材科技 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	19,442	21,283	18,546	28,035	22,897
现金	5,783	3,542	6,895	7,735	8,592
应收账款	5,536	7,743	4,045	9,179	5,511
其他应收账款	121.71	408.33	62.21	465.64	120.72
预付账款	306.65	383.40	229.19	458.00	305.36
存货	3,178	3,905	2,723	4,671	3,545
其他流动资产	4,517	5,301	4,591	5,527	4,823
非流动资产	27,447	35,525	37,661	39,149	40,481
长期投资	152.84	307.40	304.08	293.30	280.84
固定投资	19,997	24,989	28,573	30,526	32,228
无形资产	1,516	2,204	2,220	2,231	2,295
其他非流动资产	5,781	8,024	6,564	6,099	5,677
资产总计	46,889	56,808	56,207	67,183	63,378
流动负债	13,277	19,111	19,711	30,811	27,061
短期借款	1,637	693.92	11,247	15,449	17,758
应付账款	5,122	5,526	1,777	4,042	986.76
其他流动负债	6,518	12,892	6,687	11,320	8,317
非流动负债	11,067	11,198	9,876	8,725	7,364
长期借款	5,404	8,322	7,000	5,849	4,488
其他非流动负债	5,663	2,876	2,876	2,876	2,876
负债合计	24,343	30,310	29,587	39,536	34,425
少数股东权益	5,271	7,934	7,974	8,025	8,093
股本	1,678	1,678	1,678	1,678	1,678
资本公积	5,096	5,092	5,092	5,092	5,092
留存公积	10,489	11,777	12,521	13,454	14,638
归属母公司股东权益	17,274	18,564	18,646	19,623	20,861
负债和股东权益	46,889	56,808	56,207	67,183	63,378

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	3,160	4,820	2,539	2,227	4,584
净利润	3,731	2,716	1,062	1,334	1,691
折旧摊销	1,572	2,214	2,001	2,322	2,632
财务费用	386.58	352.29	386.20	497.15	488.67
投资损失	(119.72)	12.52	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(1,419)	(352.03)	(889.75)	(1,901)	(197.77)
其他经营现金	(991.21)	(122.96)	(20.00)	(25.00)	(30.00)
投资活动现金	(3,662)	(7,511)	(4,117)	(3,784)	(3,935)
资本支出	(4,537)	(7,765)	(4,087)	(3,749)	(3,881)
长期投资	0.92	118.99	3.31	10.78	12.46
其他投资现金	874.34	135.47	(33.23)	(45.33)	(66.02)
筹资活动现金	3,585	307.26	4,931	2,397	208.31
短期借款	(251.66)	(942.74)	10,553	4,201	2,309
长期借款	2,033	2,918	(1,322)	(1,151)	(1,362)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	652.08	(3.60)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	1,152	(1,665)	(4,300)	(653.77)	(739.11)
现金净增加额	3,115	(2,364)	3,353	839.71	857.42

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	22,109	25,889	22,983	25,782	28,640
营业成本	16,463	19,508	18,256	20,365	22,629
营业税金及附加	195.96	218.31	229.83	257.82	286.40
营业费用	296.96	494.15	459.66	515.64	544.16
管理费用	1,001	1,302	1,379	1,495	1,547
财务费用	386.58	352.29	386.20	497.15	488.67
资产减值损失	(154.68)	(166.41)	(45.97)	(25.78)	(28.64)
公允价值变动收益	23.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	119.72	(12.52)	0.00	0.00	0.00
营业利润	4,060	2,981	1,131	1,436	1,835
营业外收入	26.76	91.71	91.71	91.71	91.71
营业外支出	21.05	35.43	35.43	35.43	35.43
利润总额	4,066	3,038	1,188	1,492	1,891
所得税	334.59	321.71	125.77	158.01	200.31
净利润	3,731	2,716	1,062	1,334	1,691
少数股东损益	219.98	491.67	40.35	50.69	67.64
归属母公司净利润	3,511	2,224	1,021	1,283	1,623
EBITDA	6,090	5,595	3,482	4,027	4,754
EPS (人民币, 基本)	2.09	1.33	0.61	0.76	0.97

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	8.94	17.10	(11.23)	12.18	11.09
营业利润	(0.95)	(26.57)	(62.06)	26.91	27.82
归属母公司净利润	4.08	(36.65)	(54.08)	25.63	26.51
获利能力 (%)					
毛利率	25.54	24.65	20.57	21.01	20.99
净利率	16.88	10.49	4.62	5.17	5.90
ROE	16.55	10.25	3.99	4.82	5.84
ROIC	17.54	10.06	4.01	4.19	5.01
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.92	53.35	52.64	58.85	54.32
净负债比率 (%)	32.40	46.60	57.29	63.70	61.61
流动比率	1.46	1.11	0.94	0.91	0.85
速动比率	1.19	0.85	0.75	0.72	0.68
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.50	0.41	0.42	0.44
应收账款周转率	4.66	3.90	3.90	3.90	3.90
应付账款周转率	3.54	3.66	5.00	7.00	9.00
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.09	1.33	0.61	0.76	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	1.88	2.87	1.51	1.33	2.73
每股净资产(最新摊薄)	10.29	11.06	11.11	11.69	12.43
估值比率					
PE (倍)	6.11	9.65	21.01	16.73	13.22
PB (倍)	1.24	1.16	1.15	1.09	1.03
EV EBITDA (倍)	5.59	7.46	12.83	11.70	9.97

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、黄颖，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中材科技（002080 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、黄颖本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中材科技（002080 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 中材科技（002080 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 中材科技（002080 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数, 新加坡市场基准为海峡时报指数, 韩国市场基准为韩国有价证券指数, 英国市场基准为富时 100 指数), 具体如下:

行业评级

增持: 预计行业股票指数超越基准
中性: 预计行业股票指数基本与基准持平
减持: 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入: 预计股价超越基准 15% 以上
增持: 预计股价超越基准 5%~15%
持有: 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出: 预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级: 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策
无评级: 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019
电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521
电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017
电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062
电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码: 100032
电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275
电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120
电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068
电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123
电子邮件: research@htsc.com
<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)
电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话: +65 68603600
传真: +65 65091183

©版权所有 2024 年华泰证券股份有限公司