



非金属材料

报告日期：2023年3月24日

## 2022 年营收稳定增长，三大主业未来可期

——中材科技（002080.SZ）年报点评

### 华龙证券研究所

投资评级：买入（首次覆盖）

当前价：24.66 元/股

（2023 年 3 月 22 日）

#### 公司市场表现



研究员：占运明

执业证书编号：S0230521030010

邮箱：zhanym@hlzq.com

#### 市场数据

总股本(万股)：16,8000

总市值(亿元)：373

今年最低/最高价：21.14/25.18  
(元/股)

最近一年换手率：248.75%

请认真阅读文后免责条款

#### 要点：

2022 年公司业绩增长复合预期，2023 年公司三大业务仍值得期待。我们认为公司在风电行业周期底部进行并购、在玻纤行业库存下降，玻纤价格将企稳反弹、以及新能源隔膜高景气的背景下，预计 2023-2025 年的归母净利润为 38.6 亿元、39.6 亿元、41.1 亿元，对应 EPS 为 2.30 元，2.35 元，2.44 元，对应 PE 为 10.6X、10.4X、10X，给予“买入”评级。

#### 一、事件：

中材科技发布 2022 年年报。2022 年，公司实现营业收入 221.09 亿元，同比增长 8.9%；归属于上市公司股东的净利润 35.11 亿元，同比增长 4.08%，扣非净利 22.01 亿元，同比-14.47%。公司经本次董事会审议通过的利润分配预案为：以 1,678,123,584 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 6.6 元（含税），送红股 0 股（含税），不以公积金转增股本。

#### 二、点评：

##### （一）围绕三大方向、聚焦三大赛道、做大三个产业

公司围绕新能源、新材料、节能减排等战略性新兴产业方向，聚焦特种纤维、复合材料、新能源材料三大赛道，以“做强叶片、做优玻纤、做大锂膜”的产业发展思路，集中优势资源大力发展风电叶片、玻璃纤维及制品、电池隔膜三大主导产业，叶片、玻纤、隔膜主营占比分别为 27.25%、38.28%、7.82%，与之对应的毛利率为 9.83%、32.42%、40.15%、

40.15%，2022年下半年叶片毛利较上半年有明显回升，玻纤毛利率同比下滑10%左右，隔膜毛利率同比增长14.11%。

## （二）风电行业整合

公司去年4季度开始启动实施风电叶片整合项目，今年1月份披露了交易备忘录，今年上半年将会全力推进该项目。风电叶片产业整合对象为中复连众，其为全球领先的风电叶片制造商，具备超8GW的产能，市场份额位居国内前三，中材叶片作为叶片行业龙头，如能将中复连众整合成功，将进步提升叶片市场占有率，夯实龙头地位。此时整合也是基于当前风电行业形势的研判，周期底部做整合，有利于增强产业核心竞争力，从而推动整体行业中长期健康稳健发展。2022年国内新增风电吊装容量49.83GW，同比下降约10.9%，但2022年风电招标规模超95GW，创历史新高，2023年随着招标工程的陆续开工建设，我们认为2023年风电装机量将有较大的提升，与之带来的风电叶片规模上的提升。

## （三）玻璃纤维及其制品

因疫情和下游需求下降，玻纤行业景气度在2022年中迅速回落，供大于求的市场环境再现，玻纤行业出现阶段性产能过剩。公司在2022年度玻纤生产量为124万吨，销量为116万吨，同比增长4.5%，实属不易。经过半年多的降价和库存消化，目前整体价格处于市场底部区域，库存从最高近70天降到年底45天左右。今年上半年预计随着开工加速以及经济复苏预期提升，玻纤行业去库存将会继续强化，合理的库存有利于价格恢复，我们看好玻纤价格的企稳反弹。2022年公司玻纤产能120万吨左右，预计2023年产能会达到130万吨，如下游需求端企稳，公司的产量较超过行业平均水平。

## （四）锂电池隔膜

锂电池隔膜产业是公司重点培育和发展的主导产业。截至2022

年底，公司已具备超过 15 亿平米基膜的生产能力，预计 2023 年新增产能将超过 20 亿平米，到 2023 年年底总产能将达到 35-40 亿平米，预计 2025 年底，公司产能将达到 70 亿平米。在全球新能源汽车销售强劲、动力电池企业装车量不断创新高的情形下，中材锂膜紧抓机遇，强化生产制造管理，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，同比增长 65%；实现销售收入 18.7 亿元，同比增长 66%，净利润 4.8 亿元。中汽协数据显示，2022 年国内新能源汽车产销分别完成 705.8 万辆和 688.7 万辆，同比分别增长 96.9% 和 93.4%，渗透率达到 25.6%，高于 2021 年 12.1 个百分点。国内新能源汽车已占据全球近 70% 的市场份额，并保持强劲势头依然可期。GGII 预计到 2025 年，我国新能源汽车电动化渗透率有望接近 45%。新能源车渗透率的持续提升，也将带动隔膜产业规模的不断壮大。

### 三、盈利预测

我们认为公司在风电行业周期底部进行并购、在玻纤行业库存下降，玻纤价格将企稳反弹、以及新能源隔膜高景气的背景下，预计 2023-2025 年的归母净利润为 38.6 亿元，39.6 亿元，41.1 亿元，2023-2025 年 EPS 为 2.30 元，2.35 元，2.44 元，对应的 PE 为 10.6X, 10.4X, 10.0X。给予“买入”评级。

关键指标预测：

|           | 2022A    | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 22108.95 | 27042.32 | 29314.45 | 31761.16 |
| 增长率（%）    | 8.94%    | 22.31%   | 8.40%    | 8.35%    |
| 归母净利润（亿元） | 35.1     | 38.6     | 39.6     | 41.1     |
| 增长率（%）    | 4.08%    | 9.97%    | 2.60%    | 3.79%    |
| EPS（摊薄/元） | 2.09     | 2.30     | 2.35     | 2.44     |
| P/E       | 11.8     | 10.7     | 10.5     | 10.1     |
| PB        | 2.4      | 2.0      | 1.6      | 1.4      |

数据来源：Wind、华龙证券研究所

#### 四、风险提示

国际化风险。在实施国际化的进程中因境外投资及海外开拓经验不足，缺乏相应人才，存在国际化成效不显著的风险。

整合风险。在整合过程中可能面临战略协同、组织机构协同、财务协同、人力资源系统、文化协同风险。

汇率风险。公司在开展国际业务结算时，存在因汇率变动导致的利润损失风险。

市场需求风险。下游需求不足，产能无法释放，库存增加的风险。

公司资产负债表、利润表、现金流量表预测

| 资产负债表预测 (万)                | 2022A      | 2023E      | 2024E      | 2025E       | 利润表预测 (万)    | 2022A        | 2023E      | 2024E      | 2025E       |
|----------------------------|------------|------------|------------|-------------|--------------|--------------|------------|------------|-------------|
| <b>流动资产</b>                |            |            |            |             | 营业总收入        | 2,210,895.15 | 2704232.18 | 2931445.44 | 3176116.475 |
| 货币资金及交易性金融资产               | 578331.77  | 540932.49  | 769756.99  | 1007237.53  | 营业成本 (含金融类)  | 1,646,292.84 | 2013645.05 | 2182834.24 | 2365022.97  |
| 经营性应收款项                    | 1023591.88 | 1251995.20 | 1357189.53 | 1470466.40  | 税金及附加        | 19,595.83    | 23968.42   | 25982.28   | 28150.88    |
| 存货                         | 317752.35  | 388655.31  | 421310.65  | 456475.05   | 销售费用         | 29,696.15    | 36322.52   | 39374.39   | 42660.74    |
| 合同资产                       | 3350.77    | 4098.46    | 4442.82    | 4813.63     | 管理费用         | 100,088.22   | 122421.81  | 132707.86  | 143784.22   |
| 其他流动资产                     | 21172.95   | 25897.46   | 28073.40   | 30416.53    | 研发费用         | 105,709.55   | 129297.48  | 140161.23  | 151859.69   |
| 流动资产合计                     | 1944199.72 | 2211578.91 | 2580773.39 | 2969409.14  | 财务费用         | 38,658.20    | 47284.35   | 51257.25   | 55535.40    |
| <b>非流动资产</b>               |            |            |            |             | 其中:利息费用      | 49,718.16    | 60812.22   | 65921.75   | 71423.86    |
| 长期股权投资                     | 15283.91   | 18694.35   | 20265.07   | 21956.48    | 加:其他收益       | 27,034.55    | 33067.01   | 35845.35   | 38837.16    |
| 固定资产及使用权资产                 | 2014898.01 | 2464500.43 | 2671571.10 | 2894551.90  | 投资净收益        | 11,972.22    | 14643.69   | 15874.07   | 17198.99    |
| 在建工程                       | 386665.58  | 472945.77  | 512683.31  | 555474.07   | 公允价值变动净收益    | 2,299.52     | 2812.63    | 3048.95    | 3303.43     |
| 无形资产                       | 151611.53  | 185441.98  | 201023.07  | 217801.32   | 减值损失         | 13819.28     | 16902.90   | 18323.11   | 19852.43    |
| 商誉                         | 4826.52    | 4826.52    | 4826.52    | 4826.52     | 资产处置收益       | 107,660.14   | 81723.16   | 61566.87   | 45863.63    |
| 长期待摊费用                     | 11020.21   | 10101.86   | 9260.04    | 8488.37     | 营业利润         | 406001.51    | 446636.14  | 457140.33  | 474453.35   |
| 其他非流动资产项                   | 160350.10  | 196130.47  | 212609.62  | 230354.93   | 营业外净收支       | 570.43       | 702.14     | 864.27     | 1063.83     |
| 非流动资产合计                    | 2744655.86 | 3352641.38 | 3632238.72 | 3933453.59  | 利润总额         | 406571.94    | 447338.28  | 458004.60  | 475517.18   |
| <b>资产总计</b>                | 4688855.58 | 5564220.29 | 6213012.11 | 6902862.73  | 减:所得税        | 33,458.77    | 36813.63   | 37691.41   | 39132.61    |
| <b>流动负债</b>                |            |            |            |             | 净利润          | 373113.17    | 410524.65  | 420313.19  | 436384.57   |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债           | 259130.34  | 316952.44  | 343583.21  | 372260.14   | 减:少数股东损益     | 21,997.68    | 24203.35   | 24780.46   | 25727.98    |
| 经营性应付款项                    | 1030510.30 | 1260457.39 | 1366362.72 | 1480405.23  | 归属母公司的净利润    | 351115.49    | 386321.30  | 395532.73  | 410656.59   |
| 合同负债                       | 33940.84   | 41514.37   | 45002.46   | 48758.56    | 每股收益-最新股本摊薄  | 2.09         | 2.30       | 2.35       | 2.44        |
| 其他流动负债项                    | 4068.75    | 4976.65    | 5394.79    | 5845.06     | EBIT         | 456290.1     | 508150.51  | 523926.35  | 546941.04   |
| 流动负债合计                     | 1327650.23 | 1623900.84 | 1760343.18 | 1907268.99  | EBITDA       | 613443.05    | 665303.45  | 681079.295 | 704093.9846 |
| <b>非流动负债</b>               |            |            |            |             | 毛利率 (%)      | 25.54        | 24.09      | 24.66      | 25.51       |
| 长期借款                       | 540424.36  | 661014.14  | 716553.44  | 776360.07   | 归母净利率 (%)    | 15.88        | 14.29      | 13.49      | 12.93       |
| 应付债券                       | 369569.43  | 369569.43  | 369569.43  | 369569.43   | 收入增长率 (%)    | 8.94         | 22.31      | 8.40       | 8.35        |
| 租赁负债                       | 12259.68   | 14995.29   | 16255.22   | 17611.95    | 归母净利率增长率 (%) | 4.08         | 10.03      | 2.38       | 3.82        |
| 其他非流动负债项                   | 184434.12  | 225588.57  | 244542.83  | 264953.43   | 股本 (万)       | 168000       | 168000     | 168000     | 168000      |
| 非流动负债合计                    | 1106687.59 | 1271167.43 | 1346920.92 | 1428494.88  | PE           | 11.8         | 10.7       | 10.5       | 10.1        |
| <b>负债总计</b>                | 2434337.82 | 2895068.27 | 3107264.10 | 3335763.87  | PB           | 2.4          | 2.0        | 1.6        | 1.4         |
| 归属母公司的股东权益                 | 1727420.79 | 2119295.34 | 2531926.12 | 2967952.95  |              |              |            |            |             |
| 少数股东权益                     | 527096.97  | 549056.68  | 573821.89  | 599145.91   |              |              |            |            |             |
| <b>所有者权益合计</b>             | 2254517.76 | 2669152.02 | 3105748.01 | 3567098.86  |              |              |            |            |             |
| <b>负债和股东权益</b>             | 4688855.58 | 5564220.29 | 6213012.11 | 6902862.73  |              |              |            |            |             |
| <b>现金流量表预测 (万)</b>         |            |            |            |             |              |              |            |            |             |
| 净利润                        |            |            | 400751.73  | 414634.26   |              |              | 436595.99  | 461350.85  |             |
| 加: 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 |            |            | 133422.59  | 160250.09   |              |              | 170523.90  | 181300.83  |             |
| 无形资产摊销                     |            |            | 12405.74   | 15173.94    |              |              | 16448.87   | 17821.77   |             |
| 使用权资产折旧                    |            |            | 2451.39    | 2998.39     |              |              | 3250.31    | 3521.60    |             |
| 长期待摊费用摊销                   |            |            | 8873.24    | 10101.86    |              |              | 9260.04    | 8488.37    |             |
| 非经营性项目                     |            |            | 71773.39   | 85172.80    |              |              | 101073.75  | 119943.26  |             |
| 经营性项目净额                    |            |            | 112576.41  | 133593.35   |              |              | 158533.96  | 188130.74  |             |
| 经营活动现金流量净额差额               |            |            | 51237.46   | 60803.01    |              |              | 72154.35   | 85624.88   |             |
| 经营活动产生的现金流量净额              |            |            | 367212.28  | 435767.32   |              |              | 517120.93  | 613662.48  |             |
| 投资活动现金流量净额                 |            |            | 366176.07  | 434537.66   |              |              | 515661.70  | 611930.83  |             |
| 筹资活动现金流量净额                 |            |            | 358532.38  | 425466.96   |              |              | 475076.70  | 563768.99  |             |
| 间接法-现金及现金等价物净增加额           |            |            | 311463.86  | 229468.6295 |              |              | 228824.501 | 237480.542 |             |

数据来源: Wind、华龙证券研究所

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

#### 公司声明：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。我公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

#### 投资评级说明：

| 投资建议的评级标准   | 类别   | 评级 | 说明                          |
|---|------|----|-----------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 股价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上      |
|   |      | 增持 | 股价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间   |
|   |      | 中性 | 股价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间  |
|   |      | 减持 | 股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间 |
|   |      | 卖出 | 股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上     |
|   | 行业评级 | 推荐 | 基本面向好，行业指数领先沪深300指数         |
|   |      | 中性 | 基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数         |
|   |      | 回避 | 基本面向淡，行业指数落后沪深300指数         |

#### 华龙证券研究所

##### 兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号甘肃文化大厦21楼

邮编：730030

电话：0931-4635761

邮箱：hlzqyjs2021@163.com

##### 北京

地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦

##### 上海

地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼