



买入（维持）

所属行业：化工/化学制品
当前价格(元)：19.22

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

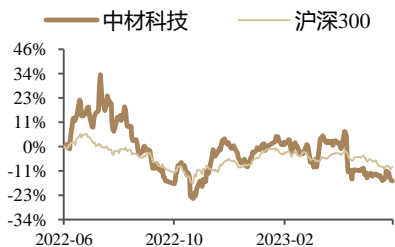
邮箱：yanguang@tebon.com.cn

研究助理

王逸枫

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.42	-18.34	-12.44
相对涨幅(%)	1.32	-11.39	-7.88

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《中材科技(002080.SZ)：玻纤行至底部，龙头穿越周期》，2023.4.19
- 《中材科技(002080.SZ)：Q4修复支撑全年表现，玻纤+叶片拐点或至》，2023.3.18
- 《2022年三季度业绩点评报告-中材科技(002080.SZ)：Q3业绩阶段承压，锂电业务成长性突出》，2022.10.29
- 《中材科技(002080.SZ)：22H1锂电业绩超预期，风电盈利端受招标价压降影响》，2022.8.18
- 《中材科技(002080.SZ)：投建玻纤智能制造产线，三大业务景气持续》，2022.7.1

中材科技(002080.SZ)：叶片整合稳步推进，锂电+复材多元共振

投资要点

事件：2023年6月9日，公司发布关于中材叶片收购中复连众100%股权并增资扩股暨关联交易的公告，公司全资子公司中材叶片拟通过增发股份及支付现金方式收购中复连众100%股权并进行增资扩股。本次交易完成后，公司将合计持有中材叶片58.48%股权，中国复材将持有中材叶片21.51%股权，中国巨石将持有中材叶片20.01%股权，中复连众成为中材叶片之全资子公司。

收购有利于业务整合，发挥协同优势。根据公司公告，本次交易方案主要分为三步：

1) 公司关联方中国巨石通过支付现金对价收购中国复材持有的中复连众10.60%股权，本次股权收购完成后中国巨石/中国复材将分别持有中复连众42.64%/52.36%股权；

2) 公司全资子公司中材叶片通过增发股份收购中国复材和中国巨石持有的中复连众合计95%股权（根据公告，中复连众股权对价约28.81亿元，中国巨石/中复连众持有的42.64%/52.36%股权作价分别约12.29/15.09亿元），并以支付现金的方式收购任桂芳、乔光辉、南洋及连云港众能合计持有的中复连众5%股权，现金对价约1.44亿元；

3) 中国巨石向中材叶片现金增资1.75亿元，其中0.19亿元计入实收资本，1.56亿元计入资本公积。第2)步的增发股份及支付现金购买资产与第3)步的现金增资共同构成本次交易不可分割的组成部分，两项交易全部获得所需批准后实施，其中任何一项因未获批准或其他原因而无法付诸实施的，则另一项不予实施。

本次交易完成后中材叶片将持有中复连众100%股权，而中材叶片股东结构变为中材科技/中国复材/中国巨石分别持股58.48%/21.51%/20.01%。中材科技风电叶片市占率约30%，中复连众市占率约15%，本次重组有利于将中材叶片打造为中国建材集团内部风电叶片业务统一发展平台，发挥中复连众与中材叶片协同优势。2023年风电装机预期较高，1-4月新增装机14.20GW，同比+48.23%，3月和4月单月分别为4.56GW和3.80GW，分别同比+110.14%和+126.19%，同时玻纤、树脂等原材料价格下行以及叶片结构调整有利于公司风电叶片业务放量，今年风电叶片产销有望超预期。

● **玻纤价格底部维稳，静待拐点来临。**23年前5月玻纤市场行情持续趋弱，23Q1行业传统淡季需求支撑乏力，叠加部分技改产线点火复产推高供应，行业库存压力传导至价格端，无碱粗纱价格持续走弱，但5月以来降幅明显收窄。2023年5月国内厂家主流产品2400tex无碱缠绕直接纱出厂均价约4073元/吨，环比4月基本持平，根据卓创资讯，5月上旬受前期库存持续小降支撑，部分池窑厂价格甚至出现小幅上涨。5月末玻纤行业库存约78.3万吨，环比4月提升1.8万吨，主要系前期新增产能陆续投产以及阶段性出货放缓。我们认为，当前价格体系下部分中小企业盈利压力加大，因此价格继续下行空间不大，而随着下游需求逐步恢复，如热塑及风电订单回暖，行业有望进入去库阶段，价格或迎来触底反弹。

多元发展增强盈利能力。2022年公司锂电隔膜、气瓶、先进复材业务分别实现营收18.67、10.73和12.91亿元，分别同比+65.84%、+85.71%和+36.36%，合计占营收约17.72%。我们认为，高成长性锂电隔膜业务以及稳健增长的复材业务有效对冲玻纤业务周期波动风险，有利于增强公司盈利能力。2022年公司锂电隔膜业务量变引发质变，实现量价双升，销量同比增长65.34%至11.33亿平，22年已具

备超 15 亿平基膜生产能力，预计 23 年产能将突破 30 亿平，23Q1 由于春节影响叠加传统淡季影响，单月出货约 1 亿多平，3 月市场开始逐步复苏，23 年产能持续扩张下锂电隔膜业务成长性有望加速兑现。

投资建议：我们认为，当前玻纤行业行至周期底部，公司作为行业龙头具备成本竞争优势，有望率先受益拐点到来迎来向上弹性：公司风电叶片完成整合后市占率有望进一步提升，巩固头部竞争优势，今年新增装机预期较高，风电叶片具备较强的弹性，而锂电隔膜业务有望延续 22 年高增趋势，复材业务有望维持稳健发展，公司有望加速走出盈利底部。我们维持此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 38.71、44.56 和 51.27 亿元，对应 EPS 分别为 2.31、2.66、3.06 元，维持“买入”评级。

风险提示：陆上海上风电装机不及预期；环保管控趋严影响产能扩展和玻纤纱生产；固态电池发展超预期；新兴行业需求低于预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,678.12		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	1,678.12	营业收入(百万元)	20,295	22,109	24,861	28,416	32,552
52 周内股价区间(元):	17.32-30.62	(+/-)YOY(%)	7.6%	8.9%	12.4%	14.3%	14.6%
总市值(百万元):	32,253.54	净利润(百万元)	3,373	3,511	3,871	4,456	5,127
总资产(百万元):	46,750.86	(+/-)YOY(%)	65.4%	4.1%	10.3%	15.1%	15.1%
每股净资产(元):	10.54	全面摊薄 EPS(元)	2.01	2.09	2.31	2.66	3.06
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	30.0%	25.5%	28.8%	30.2%	31.7%
		净资产收益率(%)	23.8%	20.3%	19.4%	19.4%	19.4%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	2.09	2.31	2.66	3.06
每股净资产	10.29	11.87	13.69	15.78
每股经营现金流	1.88	2.70	3.31	4.00
每股股利	0.66	0.73	0.84	0.96
价值评估(倍)				
P/E	10.24	8.33	7.24	6.29
P/B	2.08	1.62	1.40	1.22
P/S	1.46	1.30	1.14	0.99
EV/EBITDA	8.57	7.00	5.90	4.90
股息率%	3.1%	3.8%	4.4%	5.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	25.5%	28.8%	30.2%	31.7%
净利润率	15.9%	15.6%	15.7%	15.8%
净资产收益率	20.3%	19.4%	19.4%	19.4%
资产回报率	7.5%	7.2%	7.6%	8.0%
投资回报率	8.9%	9.1%	10.4%	11.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.9%	12.4%	14.3%	14.6%
EBIT 增长率	-15.0%	29.1%	24.0%	23.5%
净利润增长率	4.1%	10.3%	15.1%	15.1%
偿债能力指标				
资产负债率	51.9%	52.5%	50.6%	48.7%
流动比率	1.5	1.3	1.3	1.3
速动比率	1.2	1.1	1.1	1.1
现金比率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	91.4	91.4	91.4	91.4
存货周转天数	70.4	70.4	70.4	70.4
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,511	3,871	4,456	5,127
少数股东损益	220	247	335	446
非现金支出	1,710	1,380	1,497	1,767
非经营收益	-863	-280	-56	166
营运资金变动	-1,419	-682	-670	-801
经营活动现金流	3,160	4,536	5,563	6,705
资产	-3,723	-4,073	-4,251	-4,493
投资	11	0	0	0
其他	51	124	142	163
投资活动现金流	-3,662	-3,949	-4,109	-4,331
债权募资	894	3,000	0	0
股权募资	5,008	0	0	0
其他	-2,317	-1,811	-2,060	-2,272
融资活动现金流	3,585	1,189	-2,060	-2,272
现金净流量	3,115	1,776	-606	102

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 9 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	22,109	24,861	28,416	32,552
营业成本	16,463	17,705	19,821	22,232
毛利率%	25.5%	28.8%	30.2%	31.7%
营业税金及附加	196	224	256	293
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	297	323	369	423
营业费用率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	1,001	1,119	1,279	1,465
管理费用率%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	1,057	1,193	1,364	1,563
研发费用率%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
EBIT	3,328	4,297	5,327	6,577
财务费用	387	590	654	654
财务费用率%	1.7%	2.4%	2.3%	2.0%
资产减值损失	-155	-30	-30	-180
投资收益	120	124	142	163
营业利润	4,060	4,845	5,637	6,556
营业外收支	6	0	0	0
利润总额	4,066	4,845	5,637	6,556
EBITDA	4,900	5,646	6,794	8,164
所得税	335	727	845	983
有效所得税率%	8.2%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	220	247	335	446
归属母公司所有者净利润	3,511	3,871	4,456	5,127

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,783	7,559	6,953	7,056
应收账款及应收票据	6,313	7,099	8,114	9,295
存货	3,178	3,417	3,826	4,291
其它流动资产	4,168	4,645	5,272	5,999
流动资产合计	19,442	22,721	24,165	26,641
长期股权投资	153	153	153	153
固定资产	19,997	22,903	25,776	28,449
在建工程	3,867	4,293	4,635	4,908
无形资产	1,516	1,752	1,988	2,225
非流动资产合计	27,447	30,886	34,207	37,259
资产总计	46,889	53,607	58,372	63,901
短期借款	1,637	4,637	4,637	4,637
应付票据及应付账款	8,755	9,416	10,541	11,823
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,885	3,045	3,299	3,591
流动负债合计	13,277	17,097	18,477	20,050
长期借款	5,404	5,404	5,404	5,404
其它长期负债	5,663	5,663	5,663	5,663
非流动负债合计	11,067	11,067	11,067	11,067
负债总计	24,343	28,164	29,544	31,117
实收资本	1,678	1,678	1,678	1,678
普通股股东权益	17,274	19,924	22,975	26,484
少数股东权益	5,271	5,518	5,853	6,299
负债和所有者权益合计	46,889	53,607	58,372	63,901

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业研究员，剑桥大学经济学硕士，2022年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。