



买入（维持）

所属行业：化工/化学制品
当前价格(元)：21.65

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

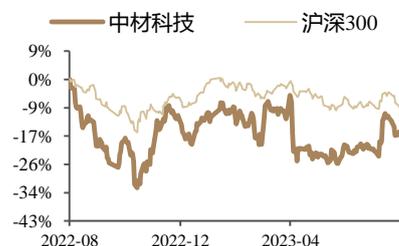
邮箱：yanguang@tebon.com.cn

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(%)	6.94	4.98	8.93
相对涨幅(%)	8.21	8.64	12.51

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《中材科技(002080.SZ)：叶片整合稳步推进，锂电+复材多元共振》，2023.6.10
- 《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下降影响》，2022.8.18

中材科技(002080.SZ)：叶片盈利修复，气瓶、锂电高增，业绩略超预期

投资要点

事件：2023年8月17日，公司发布2023年半年度报告，2023年上半年公司实现营业收入约123.79亿元，同比+8.25%，归母净利润约13.92亿元，同比-26.21%，扣非归母净利润约12.49亿元，同比+0.03%。

玻纤销量逆势增长，价格压力致毛利率下降。23H1行业需求疲弱，粗纱5-7月持续累库背景下粗纱价格底部略降。根据卓创资讯，7月行业库存达89.08万吨，环比+4.84%，绝对值再创新高，主要系前期新增产能陆续投产以及阶段性出货放缓，部分厂家库存增加。库存高位且持续增加叠加需求持续疲软，粗纱价格底部略降，根据卓创资讯，23Q2粗纱价格约4060元/吨，同比-33.7%（降幅较23Q1扩大0.3pct），环比23Q1的4158元/吨下降2.4%，而8月粗纱均价再次出现下降，截至8月11日粗纱市场均价约3750元/吨。**23H1公司加大风电纱、热塑纱等高附加值、高毛利率产品销售比重，紧抓风电增量节点，实现玻纤及制品销量63.6万吨，逆势同比增长23.5%。**由于玻纤价格底部盘整，公司单位盈利及毛利率有所下降，23H1公司玻纤及制品实现收入41.2亿元，同比-7.54%，单位收入约6581元/吨，同比-24.00%，23H1公司玻纤及制品毛利率约25.06%，同比下降12.83pct。

叶片、气瓶、锂电隔膜等业务保持高增，多业务共振增强盈利能力。公司23H1公司毛利率约25.35%，同比小幅下滑0.70pct，或主要系公司叶片、气瓶、锂电隔膜等高成长性业务对冲玻纤价格下降：

1) **叶片盈利修复，收购落地进一步巩固龙头优势：**22年受风电开发周期影响新增装机低于预期，23年行业新增装机明显修复，23H1新增装机约23GW，同比+77.7%。公司紧抓风电需求修复窗口，23H1实现风电叶片销量约9.6GW，同比+27.4%（其中中复连众约2.3GW），实现收入43.0亿元，归母净利润3.5亿元，得益于成本下降及产品结构优化，叶片盈利大幅提升，23H1风电叶片毛利率约17.19%，同比提升11.26pct。2023年6月公司通过增发股份及支付现金收购中复连众100%股权，中材科技风电叶片市占率约30%，中复连众约为15%，收购完成后公司成为国内风电叶片行业绝对龙头，共拥有江苏阜宁、江西萍乡、江苏连云港等15个生产基地，产品覆盖中国、澳大利亚、巴基斯坦、智利、巴西等39个国家及地区，通过发挥协同优势、实现提质增效，进一步巩固头部竞争优势。

2) **锂电隔膜、气瓶等业务保持高增：**23H1新能源汽车需求回暖，产量销量分别为378.6和374.7万辆，同比+42.4%和44.1%，新能源汽车渗透率28.3%，但由于锂电隔膜扩产落地，价格开始承压。23H1公司锂电隔膜实现销量7.1亿平米，同比+42%，实现收入10.1亿元，同比+40%，公司通过深度推进客户开发、改善产品结构，实现价格平稳，量增价稳下实现净利润3.4亿元，同比+148%。当前公司锂电隔膜产能16亿平米，23H1内蒙基地2条年产8000万平米产线建成投产，在建产能超45亿平米，中期产能持续扩张下锂电隔膜业务成长性有望加速兑现。除锂电隔膜外，公司气瓶、工程复合材料、技术与装备等业务亦保持较高增速，23H1公司高压气瓶业务实现营收约7.9亿元，同比增长46.12%，工程复合材料营收约10.78亿元，同比+33.98%，技术与装备营收约6.87亿元，同比+48.11%。

- 投资建议：**我们认为，公司多业务共振有望对冲玻纤行业下行影响，有望加速走出盈利底部。考虑到并表中复连众，以及23H1粗纱价格处于底部区间，我们略微调整公司2023年盈利预测，预计公司23-25年归母净利润36.48、46.15和55.63亿元（此前为38.71、44.56和51.27亿元），对应EPS分别为2.17、2.75、3.32

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					
		2021	2022	2023E	2024E	2025E	
总股本(百万股):	1,678.12						
流通 A 股(百万股):	1,678.12						
52 周内股价区间(元):	17.32-25.78						
总市值(百万元):	36,448.84						
总资产(百万元):	46,750.86						
每股净资产(元):	10.54						
资料来源: 公司公告							
		营业收入(百万元)	20,295	22,109	25,498	30,316	35,445
		(+/-)YOY(%)	7.6%	8.9%	15.3%	18.9%	16.9%
		净利润(百万元)	3,373	3,511	3,648	4,615	5,563
		(+/-)YOY(%)	65.4%	4.1%	3.9%	26.5%	20.5%
		全面摊薄 EPS(元)	2.01	2.09	2.17	2.75	3.32
		毛利率(%)	30.0%	25.5%	27.3%	28.4%	29.4%
		净资产收益率(%)	23.8%	20.3%	18.4%	20.1%	20.8%
		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	2.17	2.75	3.32
每股净资产	10.29	11.78	13.66	15.93
每股经营现金流	1.88	2.82	3.39	4.10
每股股利	0.66	0.69	0.87	1.05
价值评估(倍)				
P/E	10.24	9.96	7.87	6.53
P/B	2.08	1.84	1.58	1.36
P/S	1.64	1.42	1.20	1.03
EV/EBITDA	8.57	7.61	6.29	5.18
股息率%	3.1%	3.2%	4.0%	4.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	25.5%	27.3%	28.4%	29.4%
净利润率	15.9%	14.3%	15.2%	15.7%
净资产收益率	20.3%	18.4%	20.1%	20.8%
资产回报率	7.5%	7.1%	8.0%	8.6%
投资回报率	8.9%	9.9%	11.3%	12.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.9%	15.3%	18.9%	16.9%
EBIT 增长率	-15.0%	31.3%	26.4%	23.1%
净利润增长率	4.1%	3.9%	26.5%	20.5%
偿债能力指标				
资产负债率	51.9%	50.3%	49.3%	48.0%
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.2	1.2	1.1	1.2
现金比率	0.4	0.3	0.3	0.3
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	1.2	1.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,511	3,648	4,615	5,563
少数股东损益	220	405	513	618
非现金支出	1,710	1,380	1,497	1,767
非经营收益	-863	-80	-156	-215
营运资金变动	-1,419	-619	-782	-851
经营活动现金流	3,160	4,734	5,688	6,882
投资	11	0	0	0
其他	51	-3	15	18
投资活动现金流	-3,662	-4,322	-4,232	-4,153
债权募资	894	78	500	500
股权募资	5,008	0	0	0
其他	-2,317	-1,568	-1,887	-2,206
融资活动现金流	3,585	-1,490	-1,387	-1,706
现金净流量	3,115	-1,078	69	1,023

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 17 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	25,498	30,316	35,445
营业成本	16,463	18,527	21,701	25,033
毛利率%	25.5%	27.3%	28.4%	29.4%
营业税金及附加	196	178	212	248
营业税金率%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	297	382	455	532
营业费用率%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	1,001	1,020	1,213	1,418
管理费用率%	4.5%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	1,057	1,020	1,213	1,418
研发费用率%	4.8%	4.0%	4.0%	4.0%
EBIT	3,328	4,370	5,524	6,797
财务费用	387	324	350	365
财务费用率%	1.7%	1.3%	1.2%	1.0%
资产减值损失	-155	-30	-30	-180
投资收益	120	-3	15	18
营业利润	4,060	4,651	5,916	7,155
营业外收支	6	117	117	117
利润总额	4,066	4,768	6,033	7,272
EBITDA	4,900	5,720	6,991	8,383
所得税	335	715	905	1,091
有效所得税率%	8.2%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	220	405	513	618
归属母公司所有者净利润	3,511	3,648	4,615	5,563

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,783	4,705	4,773	5,797
应收账款及应收票据	6,313	7,281	8,657	10,121
存货	3,178	3,576	4,188	4,832
其它流动资产	4,168	4,766	5,620	6,529
流动资产合计	19,442	20,327	23,239	27,278
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	51,213	57,446	64,538
短期借款	1,637	1,141	1,141	1,141
应付票据及应付账款	8,755	9,853	11,541	13,313
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,885	3,132	3,505	3,898
流动负债合计	13,277	14,125	16,186	18,351
长期借款	5,404	5,978	6,478	6,978
其它长期负债	5,663	5,663	5,663	5,663
非流动负债合计	11,067	11,641	12,141	12,641
负债总计	24,343	25,766	28,327	30,992
实收资本	1,678	1,678	1,678	1,678
普通股股东权益	17,274	19,771	22,930	26,739
少数股东权益	5,271	5,676	6,189	6,807
负债和所有者权益合计	46,889	51,213	57,446	64,538

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经营范围包括证券投资咨询业务。