

➤ **事件：**1月18日，中材科技及全资子公司中材叶片与中复集团、中国巨石签署合作备忘录，约定中材叶片向中国复材、中国巨石增发股份收购其持有的中复连众股权，同时，中材科技与中复集团、中国巨石将争取促成中复连众其他股东将所持中复连众的全部或部分股权转让给中材叶片。

➤ **风电叶片板块率先整合**

巨石与中材在玻纤、风电叶片2个板块存在同业竞争关系。①玻纤板块，2022年12月16日，同时公告再次延期2年解决；②风电叶片板块，中材科技拟收购中复连众。中复连众主要股东包括中国复材62.96%、中国巨石32.04%。中材叶片所用玻纤主要来自泰玻，中复连众所用玻纤主要来自巨石（巨石海外客户包括西门子、维斯塔斯等）。

➤ **合并后风电叶片市占率提升+产品结构优化**

根据华经产业网数据，2020年中材叶片市占率约25%，中复连众2020年产能约是中材叶片的60%。22Q1-Q3中材叶片收入37.11亿元，中复连众收入27.1亿元。**结合收入，我们预计合并后市占率为40%**。此外，截至2022年4月，中复连众所供海风装机规模达3GW，**海风业务布局较广**；2022年3月，中材科技公告在广东阳江、陕西榆林建设风电叶片，其中阳江为超100米级海风叶片、榆林为80-100米，**我们预计合并后海风占比有望提升**。

➤ **盈利筑底，合并有利议价能力提升，受益风电招标量高景气**

2020年以来，风电招标价持续下行，当前仍处于低位。22Q3风电整机商机组投标均价1808元/千瓦，较2020年初下降50%+，推动风电招标量提升，**截至22Q3，国内风电公开招标市场新增招标量76.3GW，同比+82.1%**。但叶片厂盈利承压，例如22Q1-Q3中材叶片净利润-0.02亿元、中复连众净利润0.17亿元。**合并后议价条件有望改善**。同时，值得关注的是，目前国内部分整机厂如三一、明阳等，向下游切入风电叶片板块。整机厂自建叶片可实现垂直一体化降本，同时保供。

➤ **全年看好“经济晴雨表”玻纤板块**

**电子布利润弹性有望率先体现**，2022年10-12月电子布连续3个月提价，1月暂稳；粗纱方面，截至1月12日，2400tex无碱缠绕直接纱全国均价4122.75元/吨，环比持平。12月末玻纤行业库存64.25万吨，环比+3.15万吨，较9月末高点下降5.72万吨。需求端跟随经济复苏趋势有望对冲海外及上半年基数影响，以及2022年风电招标量同比高增带动风电纱需求，供给端2023年投产力度偏轻，**因此，我们预计今年供需关系预计偏紧，粗纱价格也有提升空间**。

➤ **投资建议：**我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为30.36、32.75、41.85亿元，现价对应动态PE分别为13x、12x、10x。公司看点包括：①叶片板块整合、加速集中，合并后风电叶片市占率提升+海风占比提升，②玻纤板块电子布价格弹性率先体现，粗纱需求端顺周期共振向上，供给端存有预期差，③锂膜产能加速投放，基地布局贴近市场，关注成本、客户结构改善，涂覆比例提升。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**风电叶片盈利能力修复不及预期；锂膜业务拓展不及预期；国内玻纤供需格局变化不及预期；燃料价格波动的风险。

**盈利预测与财务指标**

| 项目/年度           | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)       | 20295 | 20382 | 23451 | 27869 |
| 增长率(%)          | 7.6   | 0.4   | 15.1  | 18.8  |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 3373  | 3036  | 3275  | 4185  |
| 增长率(%)          | 65.4  | -10.0 | 7.9   | 27.8  |
| 每股收益(元)         | 2.01  | 1.81  | 1.95  | 2.49  |
| PE              | 12    | 13    | 12    | 10    |
| PB              | 2.8   | 2.8   | 2.4   | 2.1   |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年1月18日收盘价）

**推荐**

**维持评级**

**当前价格：**

**23.98元**



**分析师 李阳**

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyanyang\_yj@mszq.com

**研究助理 赵铭**

执业证书：S0100122070043

邮箱：zhaoming\_yj@mszq.com

**相关研究**

- 1.中材科技(002080.SZ)跟踪快报：风电叶片回暖，锂膜加速扩张-2022/10/16
- 2.中材科技(002080.SZ)2022年半年报点评：玻纤贡献主要增量，继续看好风电回暖、锂膜盈利改善-2022/08/18
- 3.中材科技(002080.SZ)深度报告：新材平台，乘风而上-2022/06/09
- 4.中材科技(002080.SZ)2022年一季报点评：玻纤高景气贡献主要利润，继续关注新材料增长极-2022/04/24
- 5.中材科技(002080)年报点评：玻纤量价齐升，重视新材料增长极-2022/03/21

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 20295 | 20382 | 23451 | 27869 |
| 营业成本      | 14207 | 14860 | 16986 | 19789 |
| 营业税金及附加   | 205   | 188   | 216   | 256   |
| 销售费用      | 283   | 275   | 293   | 348   |
| 管理费用      | 996   | 999   | 1149  | 1366  |
| 研发费用      | 961   | 999   | 1161  | 1393  |
| EBIT      | 3915  | 3265  | 3878  | 4992  |
| 财务费用      | 487   | 383   | 380   | 368   |
| 资产减值损失    | -98   | -32   | -37   | -42   |
| 投资收益      | 48    | 169   | 70    | 84    |
| 营业利润      | 4099  | 3743  | 4042  | 5140  |
| 营业外收支     | 25    | 57    | 25    | 25    |
| 利润总额      | 4124  | 3800  | 4067  | 5165  |
| 所得税       | 649   | 604   | 656   | 806   |
| 净利润       | 3475  | 3196  | 3411  | 4359  |
| 归属于母公司净利润 | 3373  | 3036  | 3275  | 4185  |
| EBITDA    | 5207  | 5555  | 6480  | 7896  |

| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 2635  | 3053  | 4501  | 5152  |
| 应收账款及票据     | 4064  | 5261  | 5464  | 6200  |
| 预付款项        | 308   | 258   | 292   | 371   |
| 存货          | 2250  | 2706  | 2707  | 3634  |
| 其他流动资产      | 5121  | 4689  | 5490  | 6539  |
| 流动资产合计      | 14379 | 15967 | 18455 | 21897 |
| 长期股权投资      | 343   | 343   | 343   | 343   |
| 固定资产        | 17883 | 20332 | 22289 | 23817 |
| 无形资产        | 1280  | 1330  | 1370  | 1400  |
| 非流动资产合计     | 23247 | 25142 | 26703 | 27957 |
| 资产合计        | 37627 | 41109 | 45159 | 49854 |
| 短期借款        | 1888  | 2661  | 2661  | 2661  |
| 应付账款及票据     | 7172  | 5954  | 7163  | 8558  |
| 其他流动负债      | 4522  | 5491  | 5952  | 6211  |
| 流动负债合计      | 13583 | 14106 | 15776 | 17430 |
| 长期借款        | 3371  | 5093  | 5093  | 5093  |
| 其他长期负债      | 5061  | 5839  | 5839  | 5839  |
| 非流动负债合计     | 8432  | 10932 | 10932 | 10932 |
| 负债合计        | 22015 | 25038 | 26708 | 28362 |
| 股本          | 1678  | 1678  | 1678  | 1678  |
| 少数股东权益      | 1442  | 1602  | 1739  | 1913  |
| 股东权益合计      | 15611 | 16071 | 18451 | 21492 |
| 负债和股东权益合计   | 37627 | 41109 | 45159 | 49854 |

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标          | 2021A | 2022E  | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|
| <b>成长能力 (%)</b> |       |        |       |       |
| 营业收入增长率         | 7.58  | 0.43   | 15.06 | 18.84 |
| EBIT 增长率        | 38.34 | -16.60 | 18.78 | 28.70 |
| 净利润增长率          | 65.40 | -10.00 | 7.86  | 27.78 |
| <b>盈利能力 (%)</b> |       |        |       |       |
| 毛利率             | 30.00 | 27.10  | 27.57 | 28.99 |
| 净利润率            | 16.62 | 14.90  | 13.97 | 15.02 |
| 总资产收益率 ROA      | 8.97  | 7.39   | 7.25  | 8.39  |
| 净资产收益率 ROE      | 23.81 | 20.98  | 19.60 | 21.37 |
| <b>偿债能力</b>     |       |        |       |       |
| 流动比率            | 1.06  | 1.13   | 1.17  | 1.26  |
| 速动比率            | 0.84  | 0.91   | 0.96  | 1.01  |
| 现金比率            | 0.19  | 0.22   | 0.29  | 0.30  |
| 资产负债率 (%)       | 58.51 | 60.91  | 59.14 | 56.89 |
| <b>经营效率</b>     |       |        |       |       |
| 应收账款周转天数        | 64.63 | 80.00  | 80.00 | 73.00 |
| 存货周转天数          | 55.65 | 60.03  | 57.36 | 57.68 |
| 总资产周转率          | 0.56  | 0.52   | 0.54  | 0.59  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |        |       |       |
| 每股收益            | 2.01  | 1.81   | 1.95  | 2.49  |
| 每股净资产           | 8.44  | 8.62   | 9.96  | 11.67 |
| 每股经营现金流         | 2.19  | 1.50   | 3.85  | 3.56  |
| 每股股利            | 0.64  | 0.57   | 0.61  | 0.79  |
| <b>估值分析</b>     |       |        |       |       |
| PE              | 12    | 13     | 12    | 10    |
| PB              | 2.8   | 2.8    | 2.4   | 2.1   |
| EV/EBITDA       | 9.28  | 9.22   | 7.68  | 6.22  |
| 股息收益率 (%)       | 2.65  | 2.38   | 2.56  | 3.28  |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 3475  | 3196  | 3411  | 4359  |
| 折旧和摊销       | 1292  | 2290  | 2601  | 2904  |
| 营运资金变动      | -916  | -2442 | 625   | -1141 |
| 经营活动现金流     | 3672  | 2525  | 6469  | 5980  |
| 资本开支        | -1693 | -3409 | -3655 | -3690 |
| 投资          | 51    | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | -1553 | -3240 | -3585 | -3606 |
| 股权募资        | 387   | -6    | 0     | 0     |
| 债务募资        | 339   | 2500  | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | -2354 | 1134  | -1436 | -1722 |
| 现金净流量       | -258  | 419   | 1448  | 651   |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将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。

## 评级说明

| 投资建议评级标准  | 评级   | 说明                  |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|   | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
| 行业评级  | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026