

玻璃玻纤

叶片整合或加速效益改善，推荐中材科技、中国巨石

中材科技、中国巨石公告叶片资产整合事项，明确中材科技及全资子公司中材叶片与中国巨石及中国复材（中建材股份全资子公司）于 2023/01/18 签署《合作备忘录》，初步确定叶片资产整合方案。初步确定中材叶片（中材科技全资子公司，叶片业务主体）通过增发股份形式收购中国复材及中国巨石持有的中复连众（中国复材、中国巨石持股占比分别 63.0%、32.0%）股权，同时中材叶片尽力收购中复连众其他股权。交易价格、方式等待后续进一步确定。

叶片资产整合提升叶片业务盈利改善概率

中材叶片为国内第一大叶片供应商，20 年市占率超 20%，国内 7 大生产基地，目前具备年产 4,000 套、10GW 以上产能。中复连众为国内领先的叶片供应商，国内市场份额约 15%，在国内拥有 8 家叶片生产基地并在德国拥有 1 家叶片公司，累计生产叶片 6 万套，累计装机容量 30GW。叶片资产整合完成后，中材科技控股的中材叶片预计将占据国内叶片市场份额至 40% 左右，预计将较好减少叶片投标不必要竞争、加强生产协同等，预计叶片业务盈利改善或加速（我们认为叶片业务 22 年效益整体已降至谷底位置，盈利能力较优秀的国内叶片企业中材叶片、中复连众 22q1-3 净利润分别为-168 万、2,737 万，净利率分别为-0.0%、+1.0%）。

中材科技、中国巨石减少同业竞争稳步推进

中材科技与中国巨石两个主体同业竞争主要涉及两大领域，一是玻璃纤维业务（泰山玻纤、中国巨石）；二是风电叶片业务（中材叶片、中复连众）。本次叶片资产整合预计部分解决二者同业竞争事项，显示二者及二者控股股东中建材集团履行承诺诚意。风电叶片资产整合本质为中复连众现有股东变更为整合后中材叶片股东，本质为叶片资产换取叶片资产，预计交易价格等对于方案推进负面阻力较小。

建议重视中材科技、中国巨石投资价值

- 1) 中材科技：玻纤景气历史底部特征明显、后续景气上行有较大概率；叶片资产整合后效益改善或加速；隔膜坚定扩产、量利提升或逐步显现。同时碳纤维等其他资产/业务布局稳步推进，新能源材料平台雏形基本具备，成长前景较好，主要业务景气共振向上。且估值有性价比。
- 2) 中国巨石：玻纤核心资产，行业进入较清晰的历史底部区域，23 年粗纱景气稳步向上有较大概率。家电/汽车及其他工业用电子布 23 年需求或较好改善，电子布或有额外惊喜。pb 处于历史底部区域，有扩张基础及空间。

风险提示：风电装机不及预期；资产整合落地不确定性；玻纤供给超预期等

证券研究报告

2023 年 01 月 20 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

武慧东

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521050002

wuhuidong@tfzq.com

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号：S1110520120003

baorongfu@tfzq.com

吴红艳

联系人

wuhongyan@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

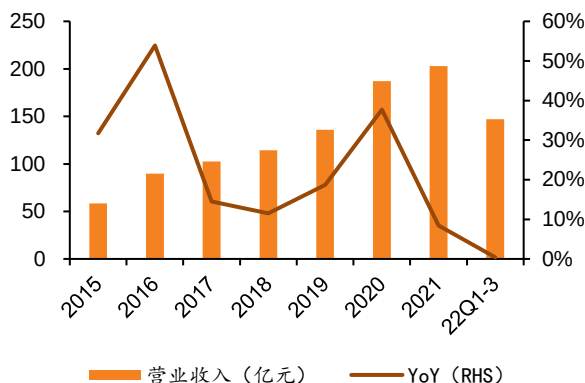
重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2023-01-19	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002080.SZ	中材科技	23.25	买入	2.01	1.82	1.90	2.33	11.57	12.77	12.24	9.98
600176.SH	中国巨石	14.59	买入	1.51	1.55	1.70	1.97	9.66	9.41	8.58	7.41

资料来源：wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

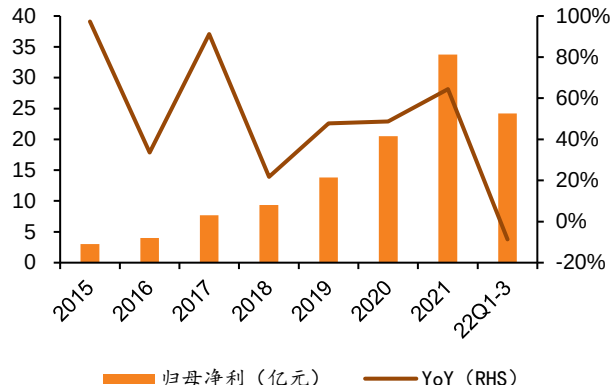
关键图表

图 1：中材科技近年营收及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：中材科技近年归母净利及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

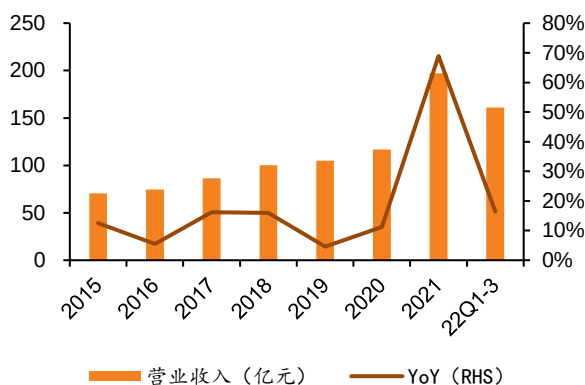
图 3：中材科技可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS 元/股				P/E			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600176.SH	中国巨石	584	14.59	1.51	1.62	1.66	1.89	9.7	9.0	8.8	7.7
300196.SZ	长海股份	61	15.00	1.40	1.79	2.00	2.48	10.7	8.4	7.5	6.1
603601.SH	再升科技	58	5.73	0.24	0.23	0.31	0.38	23.4	24.8	18.7	15.1
603256.SH	宏和科技	61	6.92	0.14	0.08	0.13	0.19	49.3	83.9	51.6	36.0
002202.SZ	金风科技	479	11.33	0.82	0.84	0.99	1.19	13.8	13.5	11.5	9.5
002531.SZ	天顺风能	284	15.74	0.73	0.52	0.99	1.26	21.7	30.0	15.9	12.4
002812.SZ	恩捷股份	1,359	152.29	3.05	5.47	7.96	10.67	50.0	27.8	19.1	14.3
300568.SZ	星源材质	294	22.93	0.22	0.64	1.08	1.52	103.8	35.9	21.2	15.1
平均值								35.3	29.2	19.3	14.5
中位数								22.5	26.3	17.3	13.4
002080.SZ	中材科技	390	23.25	2.01	1.82	1.90	2.33	11.6	12.7	12.3	10.0

注：股价时间 2023/1/19；除中材科技外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

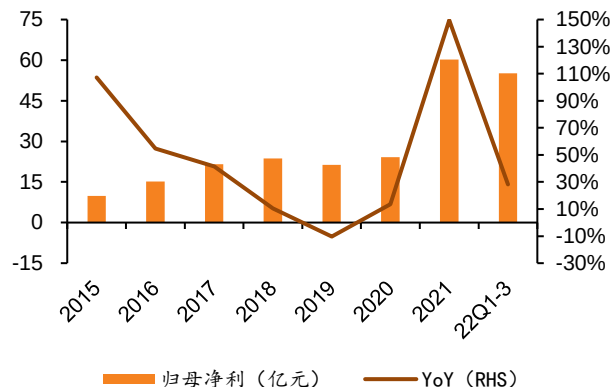
资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 4：中国巨石近年营收及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：中国巨石近年归母净利及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：中国巨石可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS				P/E			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
002080.SZ	中材科技	390.2	23.25	2.01	2.03	2.22	2.68	11.6	11.4	10.5	8.7
300196.SZ	长海股份	61.3	15.00	1.40	1.79	2.00	2.48	10.7	8.4	7.5	6.1
603601.SH	再升科技	58.5	5.73	0.24	0.23	0.31	0.38	23.4	24.8	18.7	15.1
605006.SH	山东玻纤	51.1	8.51	0.91	1.00	1.17	1.40	9.4	8.5	7.3	6.1
603256.SH	宏和科技	61.2	6.92	0.14	0.08	0.13	0.19	49.3	83.9	51.6	36.0
平均值								20.9	27.4	19.1	14.4
中位数								11.6	11.4	10.5	8.7
600176.SH	中国巨石	584.1	14.59	1.51	1.55	1.70	1.97	9.7	9.4	8.6	7.4

注：股价时间 2023/1/19；除中国巨石外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com