

叶片业务整合开启, 竞争优势再度提升

投资要点

- 事项:**公司于23年1月19日发布公告,公司及全资子公司中材科技风电叶片股份有限公司与中国复合材料集团有限公司、中国巨石股份有限公司签署了合作备忘录,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连云港中复连众复合材料集团有限公司股权,同时,公司、中材叶片、中国复材与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。
- 整合提升公司风电业务市占率。**中材科技与中复联众属于同一大股东及实控人中国建材集团控制企业,二者风机叶片业务存在同业竞争问题。此次股份转让完成后,叶片业务的两家同业竞争问题将得到解决。依据北极星风力发电网相关数据,公司在国内风机叶片市场的份额为30%,中复联众份额为15%,整合后公司叶片业务市场份额将达到45%左右,进一步夯实行业龙头地位。
- 海上风电业务实力得到进一步加强。**依据《企业观察报》报道,截至22年10月,中复联众所供海上风电叶片装机规模3GW,占国内累计海风装机规模的11.9%。此外,中复联众在22年8月更是成功下线全球最长123米风电,进一步彰显公司在海上风电长叶片制造领域的竞争优势。整合后,公司在海风领域的市占率和技术优势将得到加强。
- 23年新增装机有望迎来大幅回升,带动叶片需求高增。**国家能源局公布的数据显示,22年前3Q,国内新增风电装机规模19.2GW,22年全年风电装机37.6GW,大幅低于预期。相对比,据金风科技和明阳智能等统计,22年前3Q新增风电招标规模高达76.3GW,依照风电建设周期,23年有望迎来新增装机的大幅回暖,从而带动叶片需求高增。
- 盈利预测与投资建议。**公司是复合材料行业龙头企业,旗下锂电隔膜、风机叶片、传统玻纤三块业务均对应高景气度的动力电池和新能源行业。在全球能源转型大背景下,我们看好公司收入业绩的长期成长。考虑到22年玻纤需求受宏观经济影响偏弱,风电装机不及预期等因素,我们下调2022-2024年营收预测至205.7/244.9/276.8亿元,归母净利润预测为35.1/40.2/44.5亿元,三年复合增速为9.7%,对应EPS为2.09、2.4、2.65元,对应PE为11倍、10倍、9倍,维持“买入”评级。
- 风险提示:**房地产复苏不及预期、风电新增装机不及预期、原材料价格大幅波动等风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	20295.39	20567.32	24492.17	27678.54
增长率	8.47%	1.34%	19.08%	13.01%
归属母公司净利润(百万元)	3373.40	3505.58	4019.26	4451.32
增长率	64.40%	3.92%	14.65%	10.75%
每股收益EPS(元)	2.01	2.09	2.40	2.65
净资产收益率ROE	22.26%	19.32%	8.61%	17.52%
PE	12	11	10	9
PB	2.75	2.28	1.90	1.61

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈中亮
执业证号: S1250522070001
电话: 021-58351909
邮箱: czlyf@swsc.com.cn

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.78
流通A股(亿股)	16.78
52周内股价区间(元)	17.91-31.67
总市值(亿元)	390.16
总资产(亿元)	407.72
每股净资产(元)	8.88

相关研究

- 中材科技(002080): 隔膜业务高景气, 玻纤海外需求接力 (2022-08-21)
- 中材科技(002080): 三驾马车周期中成长, 长期穿越周期 (2022-03-21)

盈利预测

关键假设：

- 1) 玻纤及制品：**玻纤产品需求 22 年受宏观经济影响，表现较为疲软。23 年预计风电装机有望大幅回升，带动需求回暖。价格在 22 年 H1 处于高位，H2 开始大幅下跌，目前处于底部震荡位置。23 年行业新增产能供给显著减少，价格有望见底回升，但考虑到 22H1 价格基数较高，23 年全年均价预计同比有小幅下降。我们预测公司 2022-2024 年，公司玻纤制品销量增速分别为 -6%、7%、8%，产品售价增速分别为 -9%、-5%、0%，收入增速分别为 -6.3%、1.7%、8%。
- 2) 风电叶片：**22 年风电装机低于预期，但风电招标超预期，23 年新增装机有望大幅回暖，带动销量增长。价格方面，随着海风产品占比提升，均价有望同比上涨。我们预测公司 2022-2024 年，公司风电叶片销量增速分别为 10%、30%、10%，产品售价增速分别为 -10%、2%、0%，收入增速分别为 -1%、32.6%、10%。
- 3) 锂电池隔膜：**公司已覆盖湿法涂覆隔膜，产线覆盖范围扩大，出货结构有望进一步优化。随着公司在内蒙、南京、滕州的产线扩建，公司产能持续放量并有助于成本摊薄。我们预测公司 2022-2024 年，公司锂电池隔膜销量增速分别为 60%、65%、40%，产品售价增速分别为 5.0%、0%、0%，收入增速分别为 68.9%、65.0%、40%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
无碱玻纤及制品	收入	8751.5	8200	8340	9010
	增速	27.8%	-6.3%	1.7%	8.0%
	毛利率	42.7%	37.5%	37.0%	37.0%
风电叶片	收入	6976.1	6910	9160	10070
	增速	-22.3%	-1.0%	32.6%	10.0%
	毛利率	15.8%	6.0%	12.0%	12.0%
锂电池隔膜	收入	1125.8	1900	3140	4390
	增速	95.4%	68.9%	65.0%	40.0%
	毛利率	36.1%	39.5%	43.0%	43.0%
技术与装备	收入	1005.1	1210	1450	1740
	增速	41.3%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
其他	收入	2436.9	2347.32	2402.17	2468.54
	增速	39.7%	-3.7%	2.3%	2.8%
	毛利率	-	-	-	-
合计	收入	20295.39	20567.32	24492.17	27678.54
	增速	8.47%	1.34%	19.08%	13.01%
	毛利率	30.0%	25.3%	27.0%	28.0%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	20295.39	20567.32	24492.17	27678.54	净利润	3475.14	3595.58	4115.26	4549.32
营业成本	14207.49	15364.20	17876.58	19929.05	折旧与摊销	1278.59	1253.52	1410.89	1578.91
营业税金及附加	204.63	205.67	244.92	285.09	财务费用	486.95	809.29	1006.89	1196.17
销售费用	283.25	205.67	367.38	553.57	资产减值损失	-98.43	-420.00	-200.00	-54.00
管理费用	995.78	802.13	906.21	968.75	经营营运资本变动	-405.70	2259.38	-1724.39	-3359.55
财务费用	486.95	809.29	1006.89	1196.17	其他	-1064.44	295.17	145.00	-6.00
资产减值损失	-98.43	-420.00	-200.00	-54.00	经营活动现金流净额	3672.12	7792.93	4753.65	3904.85
投资收益	47.90	60.00	35.00	40.00	资本支出	-2920.43	-3500.00	-3700.00	-4000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1367.31	-139.52	-165.00	-160.00
其他经营损益	0.00	400.00	400.00	400.00	投资活动现金流净额	-1553.12	-3639.52	-3865.00	-4160.00
营业利润	4098.89	4060.36	4725.19	5239.91	短期借款	-423.60	817.98	-1098.19	-398.91
其他非经营损益	24.77	145.00	60.00	50.00	长期借款	-2127.84	2550.00	3000.00	3500.00
利润总额	4123.66	4205.36	4785.19	5289.91	股权融资	-335.70	80.00	95.00	110.00
所得税	648.52	609.78	669.93	740.59	支付股利	-671.25	-674.68	-701.12	-803.85
净利润	3475.14	3595.58	4115.26	4549.32	其他	1204.08	-3391.06	-1006.89	-1196.17
少数股东损益	101.74	90.00	96.00	98.00	筹资活动现金流净额	-2354.31	-617.77	288.80	1211.06
归属母公司股东净利润	3373.40	3505.58	4019.26	4451.32	现金流量净额	-257.63	3535.64	1177.46	955.91
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2634.56	6170.19	7347.65	8303.56	成长能力				
应收和预付款项	4472.73	7545.75	8195.03	9255.71	销售收入增长率	8.47%	1.34%	19.08%	13.01%
存货	2250.31	5773.03	6226.80	6965.17	营业利润增长率	76.52%	-0.94%	16.37%	10.89%
其他流动资产	5021.57	185.11	220.43	249.11	净利润增长率	76.53%	3.47%	14.45%	10.55%
长期股权投资	343.15	343.15	343.15	343.15	EBITDA 增长率	51.32%	4.41%	16.65%	12.21%
投资性房地产	134.33	134.33	134.33	134.33	获利能力				
固定资产和在建工程	19954.03	22078.27	24248.31	26553.49	毛利率	30.00%	25.30%	27.01%	28.00%
无形资产和开发支出	1512.13	1646.41	1777.53	1905.49	三费率	8.70%	8.83%	9.31%	9.82%
其他非流动资产	1303.78	1491.73	1679.69	1867.64	净利率	17.12%	17.48%	16.80%	16.44%
资产总计	37626.59	45367.99	50172.92	55577.65	ROE	22.26%	19.32%	18.61%	17.52%
短期借款	1888.32	2706.30	1608.10	1209.19	ROA	9.24%	7.93%	8.20%	8.19%
应付和预收款项	8106.30	11842.07	11035.05	9319.04	ROIC	14.66%	14.77%	15.97%	15.01%
长期借款	3370.95	5920.95	8920.95	12420.95	EBITDA/销售收入	28.90%	29.77%	29.16%	28.96%
其他负债	8649.53	6290.60	6491.59	6655.79	营运能力				
负债合计	22015.10	26759.91	28055.69	29604.96	总资产周转率	0.57	0.50	0.51	0.52
股本	1678.12	1678.12	1678.12	1678.12	固定资产周转率	1.24	1.08	1.16	1.18
资本公积	4443.62	4523.62	4618.62	4728.62	应收账款周转率	5.60	3.97	3.56	3.54
留存收益	8043.00	10873.91	14192.05	17839.52	存货周转率	6.06	3.75	2.96	3.01
归属母公司股东权益	14169.06	17075.65	20488.80	24246.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	78.51%	—	—	—
少数股东权益	1442.43	1532.43	1628.43	1726.43	资本结构				
股东权益合计	15611.49	18608.08	22117.23	25972.69	资产负债率	58.51%	58.98%	55.92%	53.27%
负债和股东权益合计	37626.59	45367.99	50172.92	55577.65	带息债务/总负债	36.92%	42.96%	47.76%	55.73%
					流动比率	1.06	1.25	1.56	2.04
					速动比率	0.89	0.88	1.12	1.47
					股利支付率	19.90%	19.25%	17.44%	18.06%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	5864.43	6123.16	7142.97	8014.99	每股收益	2.01	2.09	2.40	2.65
PE	11.57	11.13	9.71	8.77	每股净资产	8.44	10.18	12.21	14.45
PB	2.75	2.28	1.90	1.61	每股经营现金	2.19	4.64	2.83	2.33
PS	1.92	1.90	1.59	1.41	每股股利	0.40	0.40	0.42	0.48
EV/EBITDA	7.76	6.95	6.03	5.62					
股息率	1.72%	1.73%	1.80%	2.06%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxyf@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn