

# 中材科技 (002080. SZ)

叶片盈利向好，锂膜持续放量，玻纤景气筑底

买入

## 核心观点

**Q2 单季收入同增 20%，扣非净利同增 36%。**2023H1 实现营收 123.8 亿元，调整后同比+8.3%，归母净利润 13.9 亿元，调整后同比-26.2%，扣非归母净利润 12.5 亿元，调整后同比+0.03%，EPS 为 0.83 元/股。Q2 单季度营收 81.2 亿元，调整后同比+19.9%，归母净利润 9.7 亿元，调整后同比-15.5%，扣非归母净利润 8.8 亿元，调整后同比+35.9%。

**风电叶片盈利修复，收购中复连众成为绝对龙头。**2023H1 销售风电叶片 9.6GW，其中中复连众销量 2.3GW，同比+27.4%，实现收入 43 亿元，同比+16.9%，毛利率 17.2%，同比+11.3pp，净利润 3.5 亿元，受益成本下降和产品结构优化，盈利能力大幅改善。报告期内完成中复连众 100% 股权收购，成为国内风电叶片行业绝对龙头企业，现已拥有有江苏阜宁、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，看好产品结构持续优化及风电装机放量突破。

**玻纤景气持续筑底，结构优势推动销量增长和逆势去库。**2023H1 销售玻纤及制品 63.6 万吨，同比+23.5%，实现收入 41.2 亿元，同比-7.5%，毛利率 25.1%，同比-12.8pp，利润 6.0 亿元，同比-60.8%，价格同比大幅回落继续拖累业绩，但受益风电、热塑等高附加值产品带动，销量同比增长，同时二季度产销率 106%，行业底部逆势有效去库存，原燃料价格下降和降本增效亦部分对冲价格下行影响，上半年平均单位成本下降 10%。行业筑底态势明朗，目前新增产能释放节奏放缓，行业景气有望逐步修复。

**锂膜盈利持续提升，业绩弹性有望继续释放。**2023H1 销售锂电隔膜 7.1 亿平米，同比+42%，实现收入 10.1 亿元，同比+40%，净利润 3.4 亿元，同比+148%，在全行业降价背景下，公司通过改善产品结构，涂覆销售占比同比提升 11%，平均价格保持平稳，同时基膜 A 品率持续提升，单位成本进一步下降，盈利水平持续提升。目前公司已具备年产 16 亿平米以上生产能力，在建产能超过 45 亿平米，内蒙基地 2 条年产 8000 万平米基膜产线已建成投产，南京、滕州、宜宾、萍乡基地新产能按计划建设推进，业绩弹性有望持续释放。

**风险提示：**玻纤产能投放超预期；风电装机不及预期；原燃料价格大幅上涨

**投资建议：**叶片盈利向好，锂膜持续放量，玻纤景气筑底，维持“买入”

公司作为中建材新材料业务板块核心企业，持续围绕新材料、新能源产业方向，加速核心产业布局，目前玻纤筑底态势明确，叶片盈利修复，锂膜继续释放弹性，继续看好公司长期成长性。考虑玻纤盈利持续承压，下调盈利预测，预计 23-25 年 EPS 分别为 1.91/2.42/2.96 元/股（前值 2.14/2.49/3.04 元/股），对应 PE 为 11.5/9.1/7.4x，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,295	22,109	26,243	30,678	35,403
(+/-%)	8.5%	8.9%	18.7%	16.9%	15.4%
净利润(百万元)	3373	3511	3212	4058	4969
(+/-%)	64.4%	4.1%	-8.5%	26.3%	22.4%
每股收益(元)	2.01	2.09	1.91	2.42	2.96
EBIT Margin	17.9%	14.0%	15.5%	16.7%	17.7%
净资产收益率(ROE)	23.8%	20.3%	16.2%	17.6%	18.4%
市盈率(PE)	10.9	10.5	11.5	9.1	7.4
EV/EBITDA	12.1	13.4	9.9	8.3	7.4
市净率(PB)	2.60	2.13	1.86	1.60	1.36

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 建筑材料·玻璃玻纤

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying@guosen.com.cn

S0980518090002

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

### 基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

21.95 元

收盘价

36835/36835 百万元

总市值/流通市值

26.18/17.67 元

52 周最高价/最低价

170.22 百万元

近 3 个月日均成交额

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《中材科技 (002080.SZ) -2022 年年报点评：锂膜增长亮眼，玻纤和叶片盈利有望修复》——2023-03-20

《中材科技 (002080.SZ) -2022 年中报点评：玻纤稳健有韧性，叶片有望迎接拐点，锂膜盈利提升》——2022-08-21

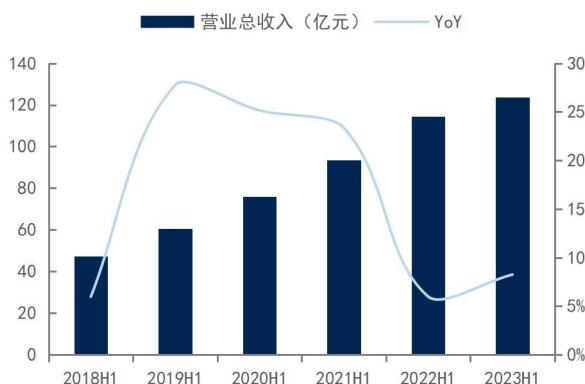
《中材科技 (002080.SZ) -业绩符合预期，三大主业加速布局》——2022-04-25

《中材科技 (002080.SZ) -深度布局优质赛道，多业务全面推进》——2022-03-18

《中材科技-002080-2021 年中报点评：业绩表现靓丽，持续成长可期》——2021-08-25

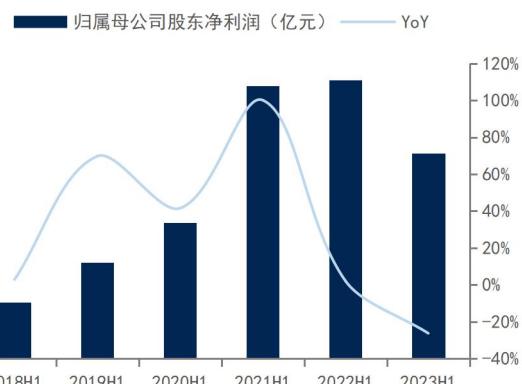
**Q2 单季收入同增 20%，扣非净利同增 36%。**2023H1 实现营收 123.8 亿元，调整后同比+8.3%，归母净利润 13.9 亿元，调整后同比-26.2%，扣非归母净利润 12.5 亿元，调整后同比+0.03%，EPS 为 0.83 元/股，其中资产处置收益 0.02 亿元，上年同期为 5.1 亿元，主因出售部分闲置铑粉贡献。Q2 单季度营收 81.2 亿元，调整后同比+19.9%，归母净利润 9.7 亿元，调整后同比-15.5%，扣非归母净利润 8.8 亿元，调整后同比+35.9%。

图1：中材科技营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中材科技归母净利润及增速（单位：亿元、%）



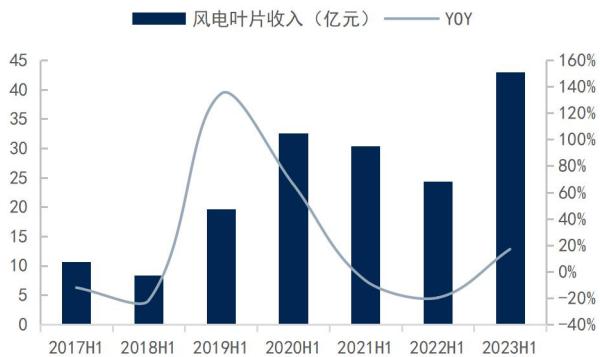
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：中材科技分产品营业收入构成

	2023H1		2022H1		同比增减（%）
	金额（亿元）	占收入比重（%）	金额（亿元）	占收入比重（%）	
风电叶片	42.98	31.52%	36.76	30.02%	16.92%
玻纤及制品	41.25	30.25%	44.61	36.43%	-7.54%
锂膜	10.08	7.39%	7.18	5.87%	40.35%
高压气瓶	7.90	5.79%	5.41	4.42%	46.12%
特种纤维及制品	3.83	2.81%	3.88	3.17%	-1.35%
工程复合材料	10.78	7.90%	8.04	6.57%	33.98%
先进复合材料	6.75	4.95%	7.04	5.75%	-4.11%
技术与装备	6.87	5.04%	4.64	3.79%	48.11%
其他	5.93	4.35%	4.89	4.00%	21.12%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**风电叶片盈利修复，收购中复连众成为绝对龙头。**2023H1 销售风电叶片 9.6GW，其中中复连众销量 2.3GW，同比+27.4%，实现收入 43 亿元，同比+16.9%，毛利率 17.2%，同比+11.3pp，净利润 3.5 亿元，受益成本下降和产品结构优化，盈利能力大幅改善。报告期完成中复连众 100% 股权收购，成为国内风电叶片行业绝对龙头企业，现已拥有有江苏阜宁、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，同时陕西榆林、新疆伊吾及广东阳江等 3 个国内生产基地按计划推进建设中，预计年内可建成投产，海外巴西项目加速推进中，看好产品结构持续优化及风电装机放量突破。

**图3: 中材科技风电叶片收入和增速 (单位: 亿元、%)**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图4: 中材科技风电叶片销量和增速 (单位: 万吨、%)**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图5: 中材科技风电叶片毛利率 (单位: %)**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

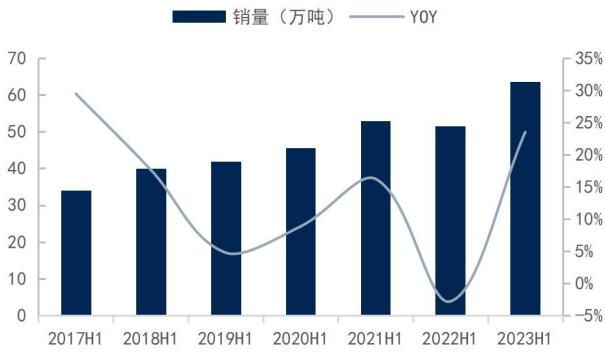
**图6: 中材科技风电叶片主体净利润 (单位: 亿元)**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**玻纤景气持续筑底，结构优势推动销量增长和逆势去库。**2023H1 销售玻纤及制品 63.6 万吨，同比+23.5%，实现收入 41.2 亿元，同比-7.5%，毛利率 25.1%，同比-12.8pp，利润 6.0 亿元，同比-60.8%，价格同比大幅回落继续拖累业绩，但受益风电、热塑等高附加值产品带动，销量同比增长，同时二季度产销率 106%，行业底部逆势有效去库存，原燃料价格下降和降本增效亦部分对冲价格下行影响，上半年平均单位成本下降 10%。行业筑底态势明朗，目前新增产能释放节奏放缓，行业景气有望逐步修复。

**图7: 中材科技玻纤及制品收入和增速 (单位: 亿元、%)**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图8: 中材科技玻纤及制品销量和增速 (单位: 万吨、%)**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

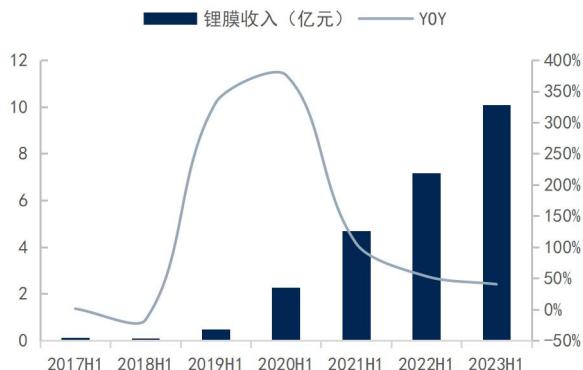
**图9: 中材科技玻纤及制品毛利率 (单位: %)**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

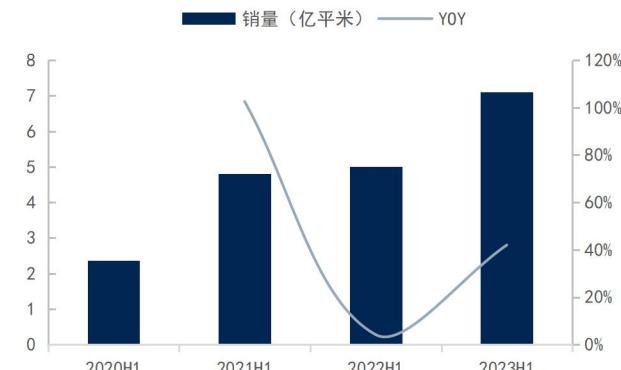
**图10: 中材科技玻纤及制品主体净利润和增速 (单位: 亿元、%)**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**锂膜盈利持续提升，业绩弹性有望继续释放。**2023H1 销售锂电隔膜 7.1 亿平米，同比+42%，实现收入 10.1 亿元，同比+40%，净利润 3.4 亿元，同比+148%，在全行业降价背景下，公司通过改善产品结构，涂覆销售占比同比提升 11%，平均价格保持平稳，同时基膜 A 品率持续提升，单位成本进一步下降，盈利水平持续提升。目前公司已具备年产 16 亿平米以上生产能力，在建产能超过 45 亿平米，内蒙基地 2 条年产 8000 万平米基膜产线已建成投产，南京、滕州、宜宾、萍乡基地新产能按计划建设推进，业绩弹性有望持续释放。

**图11：中材科技锂膜收入和增速（单位：亿元、%）**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图12：中材科技锂膜销量和增速（单位：万吨、%）**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**叶片盈利向好，锂膜持续放量，玻纤景气筑底，维持“买入”评级。**公司作为中建材新材料业务板块核心企业，持续围绕新材料、新能源产业方向，加速核心产业布局，目前玻纤筑底态势明确，叶片盈利修复，锂膜继续释放弹性，继续看好公司长期成长性。考虑玻纤盈利持续承压，下调盈利预测，预计23-25年EPS分别为1.91/2.42/2.96元/股（前值2.14/2.49/3.04元/股），对应PE为11.5/9.1/7.4x，维持“买入”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2635	5783	5000	5250	5512	<b>营业收入</b>	<b>20295</b>	<b>22109</b>	<b>26243</b>	<b>30678</b>	<b>35403</b>
应收款项	4164	6435	7485	8838	10301	营业成本	14207	16463	19158	22088	25136
存货净额	2250	3178	3519	3996	4580	营业税金及附加	205	196	262	307	354
其他流动资产	5329	4046	5847	6225	7536	销售费用	283	297	472	491	566
<b>流动资产合计</b>	<b>14379</b>	<b>19442</b>	<b>21852</b>	<b>24309</b>	<b>27930</b>	管理费用	996	1001	1110	1288	1477
固定资产	19954	23864	26717	30437	35335	研发费用	961	1057	1181	1381	1593
无形资产及其他	1280	1516	1455	1395	1334	财务费用	487	387	382	410	447
投资性房地产	1670	1914	1914	1914	1914	投资收益	48	120	0	0	0
长期股权投资	343	153	56	(88)	(209)	资产减值及公允价值变动	(98)	(132)	(50)	(50)	(50)
<b>资产总计</b>	<b>37627</b>	<b>46889</b>	<b>51994</b>	<b>57967</b>	<b>66305</b>	其他收入	32	306	(881)	(1081)	(1293)
短期借款及交易性金融负债	4466	2591	3191	3813	5636	营业利润	4099	4060	3927	4964	6080
应付款项	7172	8755	9991	11688	13530	营业外净收支	25	6	10	10	10
其他流动负债	1945	1930	2347	2595	3002	<b>利润总额</b>	<b>4124</b>	<b>4066</b>	<b>3937</b>	<b>4974</b>	<b>6090</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>13583</b>	<b>13277</b>	<b>15529</b>	<b>18096</b>	<b>22168</b>	所得税费用	649	335	512	647	792
长期借款及应付债券	6241	9100	9100	9100	9100	少数股东损益	102	220	213	269	329
其他长期负债	2192	1967	2079	2023	2051	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3373</b>	<b>3511</b>	<b>3212</b>	<b>4058</b>	<b>4969</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>8432</b>	<b>11067</b>	<b>11179</b>	<b>11123</b>	<b>11151</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>22015</b>	<b>24343</b>	<b>26709</b>	<b>29219</b>	<b>33319</b>	<b>净利润</b>	<b>3373</b>	<b>3511</b>	<b>3212</b>	<b>4058</b>	<b>4969</b>
少数股东权益	1442	5271	5441	5657	5920	资产减值准备	(282)	59	38	21	29
股东权益	14169	17274	19844	23091	27066	折旧摊销	1235	1458	2337	2792	3235
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>37627</b>	<b>46889</b>	<b>51994</b>	<b>57967</b>	<b>66305</b>	公允价值变动损失	98	132	50	50	50
						财务费用	487	387	382	410	447
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(237)	(756)	(1390)	(298)	(1052)
每股收益	2.01	2.09	1.91	2.42	2.96	其它	347	63	132	195	234
每股红利	0.73	0.93	0.38	0.48	0.59	<b>经营活动现金流</b>	<b>4534</b>	<b>4467</b>	<b>4379</b>	<b>6818</b>	<b>7466</b>
每股净资产	8.44	10.29	11.83	13.76	16.13	资本开支	0	(5171)	(5218)	(6522)	(8152)
ROIC	11%	9%	9%	10%	11%	其它投资现金流	(0)	0	0	0	0
ROE	24%	20%	16%	18%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>4</b>	<b>(4980)</b>	<b>(5120)</b>	<b>(6378)</b>	<b>(8032)</b>
毛利率	30%	26%	27%	28%	29%	权益性融资	(22)	5008	0	0	0
EBIT Margin	18%	14%	15%	17%	18%	负债净变化	(2128)	2033	0	0	0
EBITDA Margin	24%	21%	24%	26%	27%	支付股利、利息	(1228)	(1564)	(642)	(812)	(994)
收入增长	8%	9%	19%	17%	15%	其它融资现金流	1899	(2284)	600	622	1823
净利润增长率	64%	4%	-9%	26%	22%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(4836)</b>	<b>3662</b>	<b>(42)</b>	<b>(190)</b>	<b>829</b>
资产负债率	62%	63%	62%	60%	59%	<b>现金净变动</b>	<b>(298)</b>	<b>3149</b>	<b>(783)</b>	<b>250</b>	<b>262</b>
股息率	3.3%	4.2%	1.7%	2.2%	2.7%	货币资金的期初余额	2933	2635	5783	5000	5250
P/E	10.9	10.5	11.5	9.1	7.4	货币资金的期末余额	2635	5783	5000	5250	5512
P/B	2.6	2.1	1.9	1.6	1.4	企业自由现金流	0	(1628)	(739)	430	(509)
EV/EBITDA	12.1	13.4	9.9	8.3	7.4	权益自由现金流	0	(1879)	(472)	695	925

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032