



买入 (维持)

所属行业: 建筑材料/玻璃纤维
当前价格(元): 15.37

证券分析师

闫广

资格编号: S0120521060002

邮箱: yanguang@tebon.com.cn

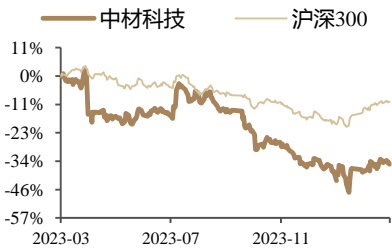
王逸枫

资格编号: S0120524010004

邮箱: wangyf6@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.70	2.20	-1.87
相对涨幅(%)	1.11	-7.33	-9.38

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《中材科技(002080.SZ): 粗纱景气度持续下探》, 2023.10.24
- 《中材科技(002080.SZ): 叶片盈利修复, 气瓶、锂电膜高增, 业绩略超预期》, 2023.8.18
- 《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): 玻纤价格承压, 叶片盈利改善, 锂电膜维持成长

投资要点

- **事件:**2024年3月21日, 公司发布2023年年度报告, 2023年公司实现营收约258.89亿元, 同比+0.29%, 归母净利润约22.24亿元, 同比-37.77%, 扣非归母净利润约19.65亿元, 同比-10.73%。单季度来看, 23Q4公司实现营收约76.58亿元, 同比-4.34%, 环比+30.85%, 归母净利润约5.16亿元, 同比-54.27%, 环比+63.28%, 扣非归母净利润约4.66亿元, 同比-16.39%, 环比+85.98%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利5.6元(含税), 合计现金分红约9.40亿元, 分红率约42.25%。
- **23年玻纤景气度下行, 价格承压影响业绩。**23年公司玻纤及制品产量136.0万吨, 同比+9.7%, 销量135.7万吨, 同比+16.8%, 销量逆势实现同比增长。由于玻纤价格持续探底, 公司玻纤及制品业务收入和盈利明显下滑, 23年公司玻纤及制品业务实现收入83.77亿元, 同比-8.30%, 实现归母净利润约10亿元, 同比-63.93%, 毛利率约22.62%, 同比下降-9.80pct, 单位收入约6173元/吨, 同比-21.5%, 单位净利约736.9元/吨, 同比-69.5%。根据卓创资讯, 23年全国无碱2400tex缠绕直接纱/成交均价约3803元/吨, 同比-29.6%, 截至24年2月行业库存约90.64万吨, 环比+6.3%, 节后下游复工较慢叠加供应持续高位, 行业库存有所增加, 导致价格或仍底部盘整。我们认为, 当前价格水平下行业亏损企业增多, 成本支撑下价格继续大幅下探空间或有限, 且行业出现结构性差异, 中高端产品价格坚挺、低端产品竞争加剧。公司作为龙头持续优化产品结构, 提升风电、热塑等高端产品以及海外销售占比, 以对冲价格下行带来的业绩压力, 23年公司风电产品销量同比+37%, 热塑产品销量同比+23%, 出口销量同比+8.4%, 此外公司聚氨酯光伏边框型材进入小批量试生产阶段, 有望随产业验证提速逐渐贡献增量。
- **风电叶片盈利改善。**根据国家能源局, 23年全国风电装机容量441.34GW, 同比+20.7%, 根据22年累计装机365.44GW测算, 23年新增装机约75.90GW, 同比+101.7%, 新增装机增长背景下公司23年叶片销量同比+4.96%至21.6GW(含并表中复连众, 下同)。风电招标价格处于低位, 但受益于原材料价格回落, 盈利能力有所增强, 23年公司风电叶片实现收入约94.74亿元, 同比-0.75%, 单位收入约43.86万元/兆瓦, 同比-5.44%, 但毛利率约18.29%, 同比+9.67pct。24年风电有望继续释放成长性, 根据中电联预测, 24年风电并网容量有望达5.3亿千瓦, 测算24年新增装机有望达88.66GW, 根据风芒能源, 23年风电市场中标达106.9GW, 同比增长约20%, 为24年装机提供支撑。我们认为, 公司并表整合中复连众后成为国内风电叶片行业绝对龙头, 中长期竞争实力有望持续提升, 24年风电装机持续增长背景下叶片销量有望进一步提升。
- **气瓶、锂电隔膜等业务有望保持高增。**23年国内新能源汽车产销分别为958.7和949.5万辆, 分别同比+35.8%/+37.9%, 渗透率达31.6%较22年提高5.9pct, 锂电池出货量886GWh, 同比+35%, 锂电池隔膜出货量176.9亿平, 同比+32.8%。新能源车产销高增带动锂电池隔膜出货增加, 公司23年锂电池隔膜销售约17.3亿平, 同比+52.90%, 实现收入约24.37亿元, 同比+30.56%, 实现归母净利润约7.4亿, 同比+54.37%, 毛利率月38.51%, 同比-1.64pct, 我们测算公司单位收入约1.41元/平, 同比-14.61%, 单位净利约0.43元/平, 同比+0.96%。截至23年公司锂电隔膜产能达40亿平, 24年年中产能有望超60亿平, 我们认为中期产能持续扩张下锂电隔膜业务成长性有望加速兑现。此外, 公司高压气瓶/特种纤维及制品/工程复合材料/技术与装备业务23年分别实现营收约13.65/8.45/19.67/13.63

亿元，分别同比+15.02%/2.42%/22.31%/19.37%。

- **投资建议：**我们认为，短期玻纤行业波动不改公司长期成长逻辑，公司业务多元有利于平滑单一行业波动影响。我们预计公司 24-26 年归母净利润为 26.46、30.00 和 35.55 亿元，对应 EPS 分别为 1.58、1.79、2.21 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					
		2022	2023	2024E	2025E	2026E	
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):	12.68-24.56						
总市值(百万元):	25,792.76						
总资产(百万元):	56,807.53						
每股净资产(元):	11.06						
资料来源: 公司公告							
		营业收入(百万元)	25,814	25,889	28,238	31,389	36,118
		(+/-)YOY(%)	27.2%	0.3%	9.1%	11.2%	15.1%
		净利润(百万元)	3,574	2,224	2,646	3,000	3,555
		(+/-)YOY(%)	6.0%	-37.8%	19.0%	13.4%	18.5%
		全面摊薄 EPS(元)	2.13	1.33	1.58	1.79	2.12
		毛利率(%)	23.5%	24.6%	24.9%	25.1%	25.4%
		净资产收益率(%)	19.5%	12.0%	13.1%	13.7%	14.8%
		资料来源: 公司年报 (2022-2023), 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	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.33	1.58	1.79	2.12
每股净资产	11.06	12.01	13.08	14.35
每股经营现金流	2.87	2.32	2.20	2.49
每股股利	0.56	0.63	0.72	0.85
价值评估(倍)				
P/E	12.01	9.75	8.60	7.25
P/B	1.44	1.28	1.17	1.07
P/S	1.00	0.91	0.82	0.71
EV/EBITDA	7.49	9.47	8.62	7.28
股息率%	3.5%	4.1%	4.7%	5.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	24.6%	24.9%	25.1%	25.4%
净利润率	8.6%	9.4%	9.6%	9.8%
净资产收益率	12.0%	13.1%	13.7%	14.8%
资产回报率	3.9%	4.1%	4.1%	4.4%
投资回报率	7.0%	6.4%	6.4%	6.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	0.3%	9.1%	11.2%	15.1%
EBIT 增长率	-5.5%	5.3%	12.7%	18.5%
净利润增长率	-37.8%	19.0%	13.4%	18.5%
偿债能力指标				
资产负债率	53.4%	55.5%	57.1%	57.9%
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.2
现金比率	0.2	0.3	0.5	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	109.2	110.0	110.0	110.0
存货周转天数	73.1	80.0	80.0	80.0
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
固定资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.1

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,224	2,646	3,000	3,555
少数股东损益	492	585	663	786
非现金支出	2,058	517	469	446
非经营收益	398	-160	-73	-37
营运资金变动	-352	298	-363	-574
经营活动现金流	4,820	3,886	3,697	4,176
投资	119	0	0	0
其他	7	0	0	0
投资活动现金流	-7,511	-2,716	-1,837	-1,242
债权募资	2,513	4,000	4,000	3,000
股权募资	241	0	0	0
其他	-2,446	-1,520	-1,811	-2,164
融资活动现金流	307	2,480	2,189	836
现金净流量	-2,364	3,651	4,049	3,770

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 21 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	25,889	28,238	31,389	36,118
营业成本	19,508	21,200	23,521	26,938
毛利率%	24.6%	24.9%	25.1%	25.4%
营业税金及附加	218	237	257	289
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	494	551	612	704
营业费用率%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
管理费用	1,302	1,412	1,569	1,806
管理费用率%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	1,299	1,412	1,569	1,806
研发费用率%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
EBIT	3,252	3,426	3,860	4,575
财务费用	352	416	428	475
财务费用率%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%
资产减值损失	-166	0	0	0
投资收益	-13	0	0	0
营业利润	2,981	3,574	4,059	4,822
营业外收支	56	56	56	56
利润总额	3,038	3,631	4,116	4,878
EBITDA	5,065	3,943	4,329	5,020
所得税	322	399	453	537
有效所得税率%	10.6%	11.0%	11.0%	11.0%
少数股东损益	492	585	663	786
归属母公司所有者净利润	2,224	2,646	3,000	3,555

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,542	7,193	11,242	15,012
应收账款及应收票据	8,904	9,748	10,836	12,468
存货	3,905	4,647	5,155	5,904
其它流动资产	4,932	4,459	4,873	5,494
流动资产合计	21,283	26,046	32,105	38,878
长期股权投资	307	307	307	307
固定资产	24,989	28,333	30,723	32,634
在建工程	6,054	6,043	6,034	6,028
无形资产	2,204	2,204	2,204	2,204
非流动资产合计	35,525	38,345	40,396	41,971
资产总计	56,808	64,390	72,501	80,849
短期借款	694	1,694	2,694	3,694
应付票据及应付账款	11,014	11,907	13,210	15,130
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	7,403	7,920	8,265	8,774
流动负债合计	19,111	21,521	24,169	27,597
长期借款	8,322	10,322	12,322	13,322
其它长期负债	2,876	3,876	4,876	5,876
非流动负债合计	11,198	14,198	17,198	19,198
负债总计	30,310	35,720	41,368	46,796
实收资本	1,678	1,678	1,678	1,678
普通股股东权益	18,564	20,152	21,952	24,085
少数股东权益	7,934	8,519	9,182	9,968
负债和所有者权益合计	56,808	64,390	72,501	80,849

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 建筑建材行业分析师，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。