

002080.SZ

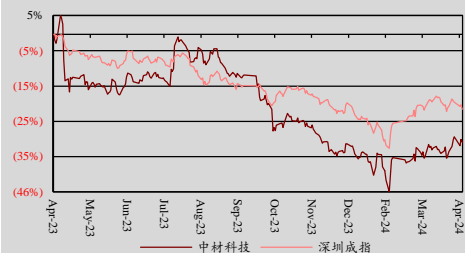
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 16.03

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	1.8	6.3	6.7	(33.3)
相对深圳成指	2.9	7.1	2.4	(11.6)

发行股数 (百万)	1,678.12
流通股 (百万)	1,678.12
总市值 (人民币 百万)	26,900.32
3个月日均交易额 (人民币 百万)	291.34
主要股东	
中国建材股份有限公司	60.24

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2024年4月10日收市价为标准

相关研究报告

- 《中材科技》20231030
- 《中材科技》20230821
- 《中材科技》20230616

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 玻璃玻纤

证券分析师: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

证券分析师: 杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300524030002

中材科技

行业景气度下滑, 公司内生增长动力较强

公司发布2023年年报, 全年营收258.9亿元, 同增0.3%; 归母净利润22.2亿元, 同减37.8%; 扣非归母净利润19.6亿元, 同减10.7%; EPS1.33元。其中, 2023Q4营收76.6亿元, 同减4.3%; 归母净利润5.2亿元, 同减54.3%; 扣非归母净利润4.7亿元, 同减16.4%; EPS0.31元。我们持续看好公司围绕新材料、新能源布局的战略, 维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- **2023Q4 玻纤、叶片、锂膜供需延续偏弱态势, 利润同比下滑:** 公司三大主营业务所处行业总体供大于求, 价格竞争激烈, 尤其玻纤行业2023Q4价格下降明显; 据卓创资讯, 2023Q4玻纤主流产品2400tex缠绕直接纱均价3,335.1元/吨, 同降22.4%, 致公司业绩承压。公司2023Q4营收76.6亿元, 同减4.3%; 归母净利润5.2亿元, 同减54.3%; 扣非归母净利润4.7亿元, 同减16.4%。**盈利能力环比改善:** 2023Q4毛利率25.2%, 净利率9.1%, 分别同比变化+3.2/-6.7pct, 环比提升2.8/1.3pct。
- **锂膜对业绩的贡献显著提升:** 据公司公告, 2023年玻纤/叶片/锂膜在收入中的占比分别为29.2%/33.0%/8.5%, 同比变化-3.9/-1.5/+1.7pct; 玻纤/锂膜在净利润中的占比分别为36.8%/27.2%, 同比变化-38.5/14.4pct。
- **行业竞争加剧, 而龙头公司具备内生动力:** 1) **玻纤:** 公司产品结构优化, 2023年风电/热塑/出口产品销量同比均增长, 缓冲行业降价压力; 产能扩张与升级并行, 太原一线15万吨预计于24Q3投产, 邹城5线5万吨及满庄基地F01-F05线计划启动冷修。2) **叶片:** 2023年公司销售风电叶片单套功率达5.6MW/套, 同比增长23%, 预计今年将进一步提升至6MW, 随着海风占比提升, 产品结构优化, 能一定程度上对冲降价压力; 公司拥有13个国内生产基地与1个海外基地, 布局上具备优势。3) **锂膜:** 2023年底公司已具备40亿平米基膜产能, 预计2024年H1能达到60+亿平米; 2023年公司涂覆产品占比约30%, 今年预计会进一步提升。先进产能投放及产品结构优化有助于公司在行业降价时保持盈利能力。

估值

- 玻纤、叶片、锂膜行业供需偏弱, 价格竞争激烈, 公司业绩承压, 我们调整原有盈利预测。预计2024-2026年公司收入为287.5/324.5/366.4亿元; 归母净利润分别为21.6/28.7/37.2亿元; EPS分别为1.29/1.71/2.22元; PE分别为12.5/9.4/7.2倍。中长期维度, 我们看好公司围绕新材料、新能源布局的战略, 维持公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 玻纤、叶片、锂膜产能超预期投放, 原材料、燃料成本上升, 需求不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	22,109	25,889	28,753	32,452	36,644
增长率(%)	8.9	17.1	11.1	12.9	12.9
EBITDA(人民币 百万)	4,618	4,638	5,333	6,464	7,623
归母净利润(人民币 百万)	3,511	2,224	2,159	2,874	3,724
增长率(%)	4.1	(36.7)	(2.9)	33.1	29.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.09	1.33	1.29	1.71	2.22
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.79	2.19	
调整幅度(%)			(28.1)	(21.8)	
市盈率(倍)	7.2	11.4	12.5	9.4	7.2
市净率(倍)	1.5	1.4	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA(倍)	11.4	11.3	9.5	7.3	5.7
每股股息(人民币)	0.7	0.6	0.5	0.7	0.9
股息率(%)	3.1	3.5	3.4	4.5	5.8

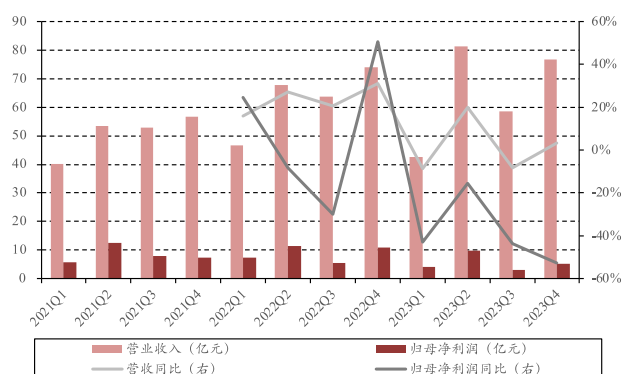
资料来源: 公司公告, 中银证券预测 (注: 2022年数据为合并报表调整前)

一、2023Q4 业绩同比下滑，现金流和盈利能力环比获改善

公司发布 2023 年年报：公司全年营收 258.9 亿元，同增 0.3%；归母净利 22.2 亿元，同减 37.8%；扣非归母净利 19.6 亿元，同减 10.7%；EPS1.33 元。其中，2023Q4 营收 76.6 亿元，同减 4.3%；归母净利 5.2 亿元，同减 54.3%；扣非归母净利 4.7 亿元，同减 16.4%；EPS0.31 元。2023Q4 公司经营活净现金流 45.4 亿元，同比增加 22.9 亿元，环比增加 46.2 亿元。

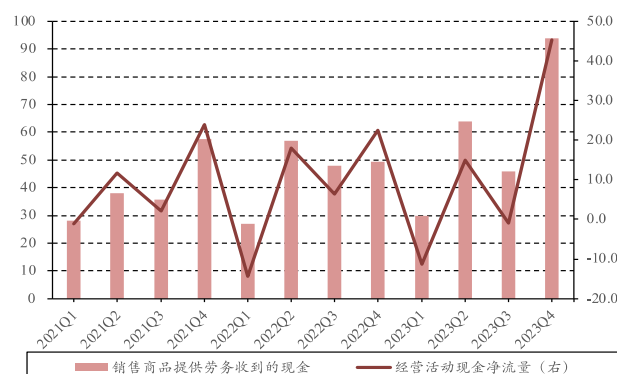
盈利水平环比改善：公司 2023Q4 期间费用率 15.1%，同增 2.2pct，其中销售/管理/财务/研发费用率同比分别+0.2/+2.1/-0.3/+0.3pct。2023Q4 毛利率 25.2%，净利率 9.1%，分别同比变化+3.2/-6.7pct，环比提升 2.8/1.3pct。

图表 1. 2023Q4 营收利润同比均下降



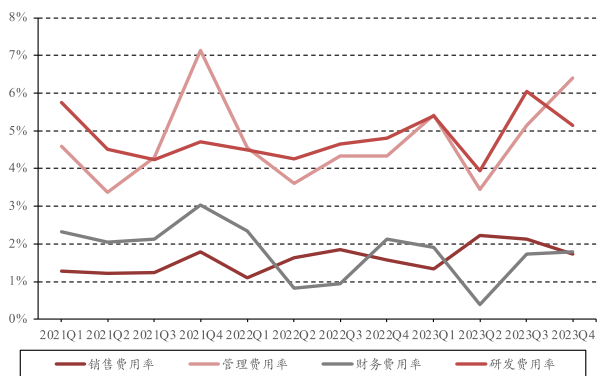
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2023Q4 经营活动现金流明显改善 (单位: 亿元)



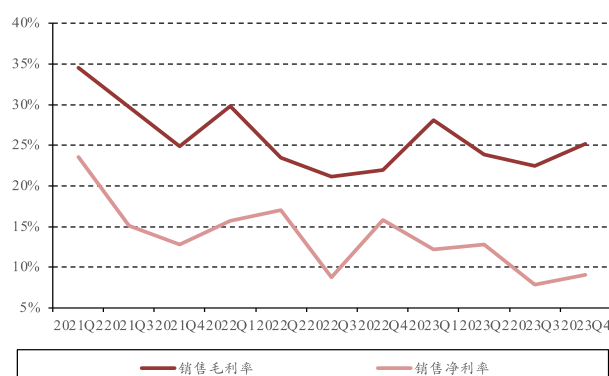
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2023Q4 期间费用率同比上升



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 毛利率、净利率环比均改善



资料来源：公司公告，中银证券

二、风险提示

玻纤产能超预期投放，原材料、燃料成本上升，玻纤需求不及预期。

图表 5. 2023Q4 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q4	2023Q4	同比增长(%)
营业收入	8,005.09	7,657.73	(4.34)
营业税及附加	67.13	58.52	(12.82)
净营业收入	7,937.96	7,599.20	(4.27)
营业成本	6,267.60	5,727.75	(8.61)
销售费用	150.86	132.50	(12.17)
管理费用	345.16	490.42	42.08
财务费用	153.69	137.55	(10.50)
研发费用	415.47	394.25	(5.11)
资产减值损失	(185.52)	(233.32)	25.76
营业利润	1,128.73	827.40	(26.70)
营业外收入	(35.11)	(72.64)	106.92
营业外支出	31.05	26.30	(15.30)
利润总额	1,062.58	728.46	(31.44)
所得税	(156.91)	31.10	(119.82)
少数股东损益	90.54	181.13	100.06
归属母公司股东净利润	1,128.95	516.23	(54.27)
扣除非经常性损益的净利润	556.82	465.54	(16.39)
每股收益(元)	0.65	0.31	(52.67)
扣非后每股收益(元)	0.32	0.28	(13.47)
毛利率(%)	21.96	25.20	增加 3.24 个百分点
净利率(%)	15.83	9.11	减少 6.72 个百分点
销售费用率(%)	1.88	1.73	减少 0.15 个百分点
管理费用率(%)	4.31	6.40	增加 2.09 个百分点
财务费用率(%)	1.92	1.80	减少 0.12 个百分点
研发费用率(%)	5.19	5.15	减少 0.04 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 2023 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022A	2023A	同比增长(%)
营业收入	25,813.81	25,889.46	0.29
营业税及附加	220.79	218.31	(1.12)
净营业收入	25,593.02	25,671.15	0.31
营业成本	19,747.64	19,508.47	(1.21)
销售费用	430.58	494.15	14.76
管理费用	1,077.46	1,302.07	20.85
财务费用	378.41	352.29	(6.90)
研发费用	1,209.07	1,299.04	7.44
资产减值损失	(185.42)	(244.76)	32.00
营业利润	4,165.89	2,981.36	(28.43)
营业外收入	34.31	91.71	167.34
营业外支出	46.98	35.43	(24.58)
利润总额	4,153.22	3,037.65	(26.86)
所得税	323.35	321.71	(0.51)
少数股东损益	255.38	491.67	92.52
归属母公司股东净利润	3,574.48	2,224.27	(37.77)
扣除非经常性损益的净利润	2,200.76	1,964.58	(10.73)
每股收益(元)	2.13	1.33	(37.77)
扣非后每股收益(元)	1.31	1.17	(10.73)
毛利率(%)	23.50	24.65	增加 1.15 个百分点
净利率(%)	14.84	10.49	减少 4.35 个百分点
销售费用率(%)	1.67	1.91	增加 0.24 个百分点
管理费用率(%)	4.17	9.16	增加 4.99 个百分点
财务费用率(%)	1.47	1.36	减少 0.11 个百分点
研发费用率(%)	4.68	4.78	增加 0.10 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	22,109	25,889	28,753	32,452	36,644
营业收入	22,109	25,889	28,753	32,452	36,644
营业成本	16,463	19,508	21,794	24,180	26,844
营业税金及附加	196	218	242	274	309
销售费用	297	494	546	617	696
管理费用	1,001	1,302	1,438	1,623	1,832
研发费用	1,057	1,299	1,438	1,623	1,832
财务费用	387	352	655	575	456
其他收益	270	461	200	200	200
资产减值损失	(155)	(166)	(80)	(50)	(50)
信用减值损失	16	(78)	0	0	0
资产处置收益	1,077	62	30	20	20
公允价值变动收益	23	0	0	0	0
投资收益	120	(13)	20	20	25
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	4,060	2,981	2,811	3,752	4,870
营业外收入	27	92	50	50	50
营业外支出	21	35	20	20	20
利润总额	4,066	3,038	2,841	3,782	4,900
所得税	335	322	301	401	519
净利润	3,731	2,716	2,540	3,382	4,381
少数股东损益	220	492	381	507	657
归母净利润	3,511	2,224	2,159	2,874	3,724
EBITDA	4,618	4,638	5,333	6,464	7,623
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.09	1.33	1.29	1.71	2.22

资料来源: 公司公告, 中银证券预测 (2022 年数据为合并报表调整前)

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	19,442	21,283	20,257	23,574	25,462
现金及等价物	5,783	3,542	2,875	3,245	3,664
应收账款	5,536	7,743	8,231	8,897	9,426
应收票据	777	1,161	756	1,047	989
存货	3,178	3,905	3,360	4,700	4,993
预付账款	307	383	386	485	470
合同资产	34	124	69	110	108
其他流动资产	3,828	4,424	4,580	5,091	5,811
非流动资产	27,447	35,525	37,698	39,095	38,336
长期投资	470	624	774	924	1,074
固定资产	19,997	24,989	28,451	30,854	31,220
无形资产	1,516	2,204	2,087	1,967	1,844
其他长期资产	5,464	7,707	6,386	5,349	4,198
资产合计	46,889	56,808	57,955	62,669	63,798
流动负债	13,277	19,111	19,321	24,830	23,776
短期借款	1,637	694	2,968	4,403	3,583
应付账款	5,122	5,526	6,340	6,825	7,790
其他流动负债	6,518	12,892	10,014	13,602	12,403
非流动负债	11,067	11,198	10,509	7,546	6,921
长期借款	5,404	8,322	6,239	3,973	3,000
其他长期负债	5,663	2,876	4,269	3,573	3,921
负债合计	24,343	30,310	29,830	32,376	30,697
股本	1,678	1,678	1,678	1,678	1,678
少数股东权益	5,271	7,934	8,315	8,822	9,479
归属母公司股东权益	17,274	18,564	19,811	21,471	23,621
负债和股东权益合计	46,889	56,808	57,955	62,669	63,798

资料来源: 公司公告, 中银证券预测 (2022 年数据为合并报表调整前)

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,731	2,716	2,540	3,382	4,381
折旧摊销	1,661	1,816	2,117	2,377	2,542
营运资金变动	(346)	(1,074)	180	184	(1,231)
其他	(1,886)	1,363	839	462	492
经营活动现金流	3,160	4,820	5,676	6,406	6,184
资本支出	(4,537)	(7,765)	(4,160)	(3,660)	(1,660)
投资变动	(206)	(152)	(148)	(148)	(148)
其他	1,081	406	48	38	43
投资活动现金流	(3,662)	(7,511)	(4,260)	(3,770)	(1,765)
银行借款	1,782	1,975	191	(830)	(1,794)
股权融资	2,888	(2,730)	(912)	(1,214)	(1,573)
其他	(1,084)	1,062	(1,362)	(221)	(632)
筹资活动现金流	3,585	307	(2,083)	(2,266)	(4,000)
净现金流	3,083	(2,384)	(667)	370	419

资料来源: 公司公告, 中银证券预测 (2022 年数据为合并报表调整前)

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	8.9	17.1	11.1	12.9	12.9
营业利润增长率(%)	(0.9)	(26.6)	(5.7)	33.5	29.8
归属于母公司净利润增长率(%)	4.1	(36.7)	(2.9)	33.1	29.6
息税前利润增长(%)	(17.0)	(4.5)	13.9	27.1	24.3
息税折旧前利润增长(%)	(5.0)	0.4	15.0	21.2	17.9
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	4.1	(36.7)	(2.9)	33.1	29.6
获利能力					
息税前利润率(%)	13.4	10.9	11.2	12.6	13.9
营业利润率(%)	37.1	40.2	32.6	34.0	32.3
毛利率(%)	25.5	24.6	24.2	25.5	26.7
归母净利润率(%)	15.9	8.6	7.5	8.9	10.2
ROE(%)	20.3	12.0	10.9	13.4	15.8
ROIC(%)	6.9	4.8	5.6	7.2	9.1
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
净负债权益比	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
流动比率	1.5	1.1	1.0	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	4.7	3.9	3.6	3.8	4.0
应付账款周转率	4.8	4.9	4.8	4.9	5.0
费用率					
销售费用率(%)	1.3	1.9	1.9	1.9	1.9
管理费用率(%)	4.5	5.0	5.0	5.0	5.0
研发费用率(%)	4.8	5.0	5.0	5.0	5.0
财务费用率(%)	1.7	1.4	2.3	1.8	1.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.1	1.3	1.3	1.7	2.2
每股经营现金流(最新摊薄)	1.9	2.9	3.4	3.8	3.7
每股净资产(最新摊薄)	10.3	11.1	11.8	12.8	14.1
每股股息	0.7	0.6	0.5	0.7	0.9
估值比率					
P/E(最新摊薄)	7.7	12.1	12.5	9.4	7.2
P/B(最新摊薄)	1.6	1.4	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	11.4	11.3	9.5	7.3	5.7
价格/现金流(倍)	8.5	5.6	4.7	4.2	4.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测 (2022 年数据为合并报表调整前)

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371