

中材科技 (002080.SZ) / 新材料

证券研究报告/公司点评

2024年5月10日

评级：买入（维持）

市场价格：16.79

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师：韩宇

执业证书编号：S0740522040003

Email: hanyu@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	22,109	25,889	29,854	34,628	41,181
增长率 yoy%	9%	17%	15%	16%	19%
归母净利润（百万元）	3,511	2,224	2,506	2,998	3,415
增长率 yoy%	4%	-37%	13%	20%	14%
每股收益（元）	2.09	1.33	1.49	1.79	2.03
净资产收益率	16%	8%	9%	9%	9%
P/E	8.0	12.7	10.4	8.7	7.6
P/B	1.6	1.5	1.3	1.1	1.0

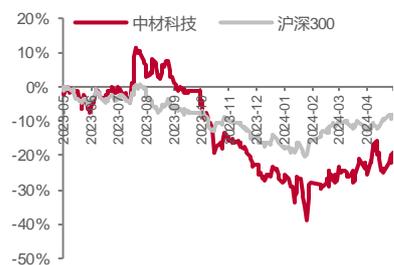
备注：股价取自 2024 年 5 月 10 日收盘价

投资要点

- 事件：**公司公布 2023 年年报，报告期内实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 258.89、22.24、19.65 亿，追溯调整后分别同比+0.29%、-37.77%、-10.73%，2023Q4 实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 76.58、5.16 和 4.66 亿，追溯调整后分别同比-4.34%、-54.27%和-16.39%，分别环比+30.86%、+63.29%和+86.40%（环比未做追溯调整）。
- 事件：**公司公布 2024 年一季报，报告期内实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 44.3、2.16、1.08 亿，追溯调整后分别同比-12.16%、-47.66%、-70.76%，分别环比-42.15%、-58.14%、-76.82%（环比未做追溯调整）。
- 2023 玻纤行业景气下行，板块盈利承压。**2023 年各大玻纤细分应用方向需求增速承压，叠加产能持续有所新增，行业整体供需失衡，价格端来看，随着中国巨石九江 20 万吨粗纱线、泰山玻纤邹城 6 改 12 粗纱线等产线在上半年点火，其产能爬坡后于下半年对市场构成显著增量冲击，行业价格于 Q3 出现环比显著下行，并持续创下历史新低。就公司 2023 年产销来看，玻纤及制品销量 136 万吨，同比+17.24%，玻纤及制品销售收入为 83.77 亿，同比-8.3%，我们测算公司玻纤及制品吨均价、吨成本、吨净利分别为 6172.89、4776.69、749.18 元/吨，分别同比-21.61%、-10.25%、-69.07%。
- 当前玻纤行业底部已明，粗纱开启复价，电子纱价格弹性高。**粗纱方面，我们测算 2024-2025 年粗纱新增有效产能为 40.6、64.8 万吨，对应供给增速分别为 4.5%、6.8%，测算 2024-2025 年粗纱下游需求增速分别为 4.4%、4.7%。当前处周期底部，尾部企业产能仍亏损至现金成本，新增产能投产节奏或有放缓，且冷修产线增加，供给端整体可控，2024 玻纤行业供需有望有所改善。2024Q1 来看，玻纤主要下游领域需求皆有所恢复，其中热塑、电子、风电相关领域增长较好，同时海外市场需求强于国内，2024 年 1-3 月玻纤及制品出口量为 52.55 万吨，同比+12.07%。内需恢复叠加外需复苏之下，2024 年 3 月 25 日行业层面出现恢复性涨价，库存得到快速去化，截止 4 月末，玻纤生产企业库存环比-24.4%。电子纱方面，我们 2024-2025 年新增有效产能分别为 -1.6、11.2 万吨，对应供给增速分别为 -1%、7.3%，2024 年产能有所收缩，我们预计 2024 年电子纱需求同比+7.8%，需求较快增长叠加产能有所收缩，电子纱价格存持续向上动能，2024 年 4 月初行业已开始复价。
- 泰玻 2024 年有量增，底部竞争优势强。**泰山玻纤粗纱产能为全球第二大玻纤粗纱企业，截止 2023 年末产能超 130 万吨，玻纤制品收入占比高，吨盈利领先行业。目前公司规划有太原基地 30 万吨新建粗纱产能以及邹城 5 线 5 改 8 细纱项目，其中山西基地一期 15 万吨预计在 2024Q3 投产，二期 15 万吨预计在 2025H1 投产，邹城 5 改 8 项目预计在 2024H1 投产，2024 年公司设计产能预计净新增 18 万吨。

基本状况

总股本(百万股)	1,678
流通股本(百万股)	1,678
市价(元)	16.79
市值(百万元)	28,176
流通市值(百万元)	28,176

股价与行业-市场走势对比

相关报告

【中泰建材】中材科技 2023 年三季报点评：Q3 盈利整体承压；隔膜彰显强韧性 20231025

【中泰建材】中材科技 2023 年半年报点评：隔膜量利双升；叶片弹性释放；玻纤底部α强 20230819

【中泰建材】中材科技 2023 年一季报点评：玻纤和叶片底部夯实，23 年多业务改善共振 20230419

【中泰建材】中材科技 2022 年年报点评：隔膜盈利大幅改善，叶片和玻纤底部夯实，23 盈利弹性向上 20230318

【中泰建材】中材科技事件点评：中建材叶片资产强强整合；看好 23 叶片盈利弹性向上 20230119

【中泰建材】中材科技深度：央企新材料平台，迎多业务景气+ α 共振拐点
20221212

- **2023 中材叶片与中复连众重组完成，风电叶片板块盈利水平大幅改善。**2023 年中材叶片完成对中复连众 100% 股权的收购，叠加 2023 年风电装机强劲复苏，中材叶片+中复连众显现出“1+1>2”的整合效果，考虑中复连众并表后，公司全年销售风电叶片 21.6GW，同比+4.96%，单套功率达 5.6MW/套，同比+23%，毛利率 18.3%，同比+9.67pcts，全年实现净利润 5.86 亿。
- **2023 锂电隔膜成本大幅下降，盈利韧性强。**公司锂电隔膜业务 2023 年实现收入 24.37 亿，同比+30.56%，实现销量 17.33 亿平，同比+ 52.9%。我们测算公司锂电膜单价、单位成本、单平净利分别为 1.41、0.86、0.43 元/平，分别同比-14.61%、-12.27%、+0.96%，在价格有所承压的背景下，锂电隔膜盈利展现出较强韧性，背后主要是单位成本的大幅下降，公司持续在锂电隔膜生产端推进精益管理和降本增效，2023 年基膜产能利用率达 107%，全年产线 A 品率稳定维持在 90% 以上，产品质量成熟度稳步提升，采购降本、精益改善和效率提升三管齐下的举措之下，基膜单位成本下降 24%。
- **锂电隔膜产能扩张持续推进，市场份额和盈利规模有望进一步提升。**截止 2023 年底，公司已具备 40 亿平基膜生产能力，后续公司将推进在建产能的持续落地，预计 2024 年中产能将超过 60 亿平米，当前公司锂电隔膜产品和客户结构不断优化、成本端持续下行，我们认为公司有望在维持盈利相对韧性的情况下提升自身市场份额，推升锂电隔膜业务对公司整体盈利贡献。
- **车载储氢瓶前瞻布局，市占领先。**2023 年公司实现车载储氢瓶出货 1.3 万只，同比+70%，收入规模超 2 亿元，市占率保持行业领先。公司前瞻布局车载储氢瓶细分赛道，产能建设、产品布局和技术研发不断推进，苏州基地已建成具有自主知识产权的 70Mpa 四型瓶智能生产线（产能 5000 只），同时 320L 及以上大容积三型储氢瓶，70Mpa 四型瓶、30Mpa 储氢管束集装箱、99Mpa 站用储氢瓶等新产品也已开发完成。公司产品、产能和技术布局全面，静待燃料电池汽车市场成熟起量。
- **盈利预测与投资建议：**公司 2023 年盈利有所承压，我们下调盈利预测，同时引入 2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 归母净利润分别为 25.06/29.98/34.15 亿（2024-2025 前值分别为 26.74/32.32 亿），对应当前股价的 2024-2026 年 PE 分别为 10.4/8.7/7.6X，考虑到当前股价已充分反映市场悲观预期，公司 PB 估值处历史较低水平，我们维持“买入”评级。
- **风险提示：**玻纤需求大幅下滑，新增供给过高，玻纤原纱价格大幅下滑；风电装机大幅下滑；锂电隔膜业务不及预期；燃料电池汽车市场发展不及预期；信息更新不及时的风险；政策落地不及预期的风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,542	8,956	12,970	17,170	营业收入	25,889	29,854	34,628	41,181
应收票据	1,161	0	0	0	营业成本	19,508	22,718	26,282	30,926
应收账款	7,743	8,351	9,482	11,222	税金及附加	218	358	341	403
预付账款	383	341	394	464	销售费用	494	448	519	824
存货	3,905	3,771	4,446	5,381	管理费用	1,302	1,493	1,731	2,059
合同资产	124	121	112	140	研发费用	1,299	1,498	1,738	2,066
其他流动资产	4,548	4,197	4,841	5,763	财务费用	352	373	247	207
流动资产合计	21,283	25,616	32,133	40,000	信用减值损失	-78	-78	-78	-78
其他长期投资	229	229	229	229	资产减值损失	-166	-166	-166	-166
长期股权投资	307	307	307	307	公允价值变动收益	0	8	10	6
固定资产	24,989	23,649	22,462	21,417	投资收益	-13	52	53	31
在建工程	6,054	6,154	6,154	6,054	其他收益	461	461	461	461
无形资产	2,204	2,427	2,726	3,056	营业利润	2,981	3,642	4,350	4,949
其他非流动资产	1,741	1,782	1,816	1,864	营业外收入	92	-1	-1	0
非流动资产合计	35,525	34,549	33,695	32,927	营业外支出	35	35	35	35
资产合计	56,808	60,165	65,828	72,927	利润总额	3,038	3,606	4,314	4,914
短期借款	694	420	226	335	所得税	322	546	653	744
应付票据	5,488	4,883	6,093	7,336	净利润	2,716	3,060	3,661	4,170
应付账款	5,526	6,815	7,963	9,463	少数股东损益	492	554	663	755
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	2,224	2,506	2,998	3,415
合同负债	501	537	623	741	NOPLAT	3,031	3,377	3,870	4,345
其他应付款	579	579	579	579	EPS (按最新股本摊薄)	1.33	1.49	1.79	2.03
一年内到期的非流动负债	4,724	4,724	4,724	4,724					
其他流动负债	1,599	1,726	1,883	2,099	主要财务比率				
流动负债合计	19,111	19,684	22,092	25,277	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	8,322	8,372	8,302	8,382	成长能力				
应付债券	820	820	820	820	营业收入增长率	17.1%	15.3%	16.0%	18.9%
其他非流动负债	2,056	2,056	2,056	2,056	EBIT增长率	-23.9%	17.4%	14.6%	12.3%
非流动负债合计	11,198	11,248	11,178	11,258	归母公司净利润增长率	-36.7%	12.7%	19.6%	13.9%
负债合计	30,310	30,933	33,270	36,536	获利能力				
归属母公司所有者权益	18,564	20,744	23,407	26,486	毛利率	24.6%	23.9%	24.1%	24.9%
少数股东权益	7,934	8,488	9,151	9,905	净利率	10.5%	10.3%	10.6%	10.1%
所有者权益合计	26,498	29,232	32,557	36,392	ROE	8.4%	8.6%	9.2%	9.4%
负债和股东权益	56,808	60,165	65,828	72,927	ROIC	8.1%	9.2%	9.8%	10.1%
					偿债能力				
					资产负债率	53.4%	51.4%	50.5%	50.1%
					债务权益比	62.7%	56.1%	49.5%	44.8%
					流动比率	1.1	1.3	1.5	1.6
					速动比率	0.9	1.1	1.3	1.4
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6
					应收账款周转天数	92	97	93	90
					应付账款周转天数	98	98	101	101
					存货周转天数	65	61	56	57
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.33	1.49	1.79	2.03
					每股经营现金流	2.87	4.37	3.52	3.37
					每股净资产	11.06	12.36	13.95	15.78
					估值比率				
					P/E	12.7	10.4	8.7	7.6
					P/B	1.5	1.3	1.1	1.0
					EV/EBITDA	74.0	63.5	58.4	54.2

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。