

中材科技 (002080)

证券研究报告
2024年08月23日

玻纤价格环比提升，隔膜业务量升价跌，看好公司中长期成长性

公司上半年实现归母净利润 4.65 亿元，同比下滑 66.6%

公司发布 24 年中报，上半年实现收入/归母净利润 105.40/4.65 亿元，同比-14.86%/-66.60%，实现扣非归母净利润 2.34 亿元，同比-81.25%。其中 Q2 单季度实现收入/归母净利润 61.10/2.48 亿元，同比-16.71%/-74.60%，扣非归母净利润 1.26 亿元，同比-85.66%。

玻纤价格环比提升，隔膜业务量升价跌

1) 24H1 风电叶片收入 28.3 亿元，同比-34.1%。风电叶片销售 7.52GW，同比下降 21.6%，单 MW 均价及净利分别为 37.6/1.2 万元，环比-12.4%/-36.3%。24H1 风电叶片毛利率 15.5%，同比-1.7pct。公司预计下半年风电项目加速开工，风电叶片需求释放加快，盈利水平将有所提升。长期来看，随着全球对可持续发展和可再生能源的重视，对清洁能源的需求不断增加，各项环境监管政策落地及项目进度加快，风电叶片行业未来具备长期成长空间。

2) 24H1 玻纤及制品收入 38.5 亿元，同比-6.5%。量价拆分来看，24H1 销量 68.1 万吨，同比+7.2%，环比-5.9%；均价 5661 元/吨，环比+1152 元/+25.6%。24H1 下游需求恢复向好，玻璃纤维企业进行了多轮涨价，行业迎来量价恢复的窗口期，库存有所下降。24H1 公司玻纤及制品毛利率 15.37%，同比-9.69pct。我们看好公司玻纤业务盈利韧性，基于：1) 附加值提升，泰山玻纤坚持风电、热塑、外销产品销量最大化，24H1 产销率达 105%，去库存效果明显。2) 产能有序扩张，太原基地、邹城 5 线冷修改造项目稳步推进中；3) 持续创新，开发第二代高分散 LFT 用纱、扁平纤维等新产品，攻克高扁平比专用漏板及纤维成型精细控制技术。

3) 24H1 隔膜收入 7.6 亿元，同比-24.4%。24H1 行业竞争进一步加剧，头部企业纷纷通过主动降价争取份额，价格战进入白热化，叠加成本降幅趋缓，行业盈利水平面临严峻挑战。公司深度推进客户开发，改善产品结构，涂覆销量同比提升 39%，占比同比提升 6%；提升成本管控能力，持续降本增效，24H1 实现单位成本同比下降 3.4%。24H1 销量 8.1 亿平，同比+15.1%；单平均价 0.94 元，同比-0.48 元/-33.8%。单平净利 0.16 元，同比-0.32 元/-66.6%，主要系行业竞争环境日益激烈影响。产能角度，目前各基地项目建设已进入尾声，公司预计 2024 年底将全部建成。

中长期成长性仍值得期待，维持“买入”评级

玻纤景气历史相对底部特征明显，整合中复连众后效益加速改善，隔膜坚定扩产维持高景气。考虑到公司上半年业绩下滑较多，下调公司 24-26 年归母净利润预测至 10.7/14.3/18.6 亿元（前值 25.0/30.6/36.7 亿元），参考可比公司，给予公司 24 年 19 倍 PE，对应目标价 12.10 元，维持“买入”评级。

风险提示：需求释放、产能落地不及预期、原材料价格上涨等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22,108.95	25,889.46	26,286.31	29,647.93	32,885.25
增长率(%)	8.94	17.10	1.53	12.79	10.92
EBITDA(百万元)	5,907.90	6,243.63	4,206.73	5,126.32	6,192.95
归属母公司净利润(百万元)	3,511.15	2,224.27	1,069.04	1,434.34	1,861.52
增长率(%)	4.08	(36.65)	(51.94)	34.17	29.78
EPS(元/股)	2.09	1.33	0.64	0.85	1.11
市盈率(P/E)	4.66	7.35	15.29	11.40	8.78
市净率(P/B)	0.95	0.88	0.85	0.81	0.77
市销率(P/S)	0.74	0.63	0.62	0.55	0.50
EV/EBITDA	7.71	7.04	7.72	7.49	5.85

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/玻璃玻纤
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.74 元
目标价格	12.10 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,678.12
流通 A 股股本(百万股)	1,678.12
A 股总市值(百万元)	16,344.92
流通 A 股市值(百万元)	16,344.92
每股净资产(元)	10.78
资产负债率(%)	54.92
一年内最高/最低(元)	22.72/9.65

作者

鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003	baorongfu@tfzq.com
王涛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001	wangtao@tfzq.com
林晓龙	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050002	linxiaolong@tfzq.com

股价走势



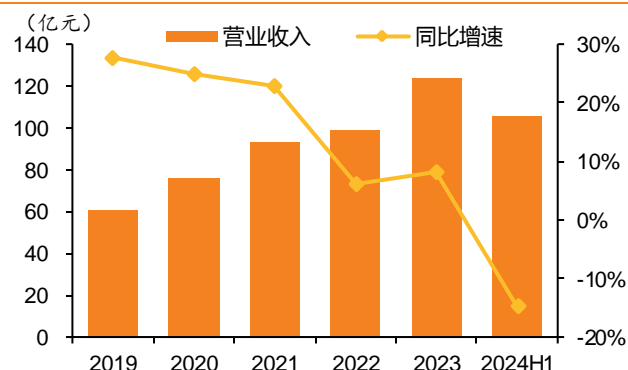
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中材科技-季报点评:Q1 或是景气相对底部，重视 24 年共振向上机会》 2024-04-28
- 《中材科技-年报点评报告:叶片盈利改善，锂电增长空间大，玻纤或逐渐筑底》 2024-03-22
- 《中材科技-半年报点评:叶片效益大幅改善，玻纤盈利逐步筑底》 2023-08-19

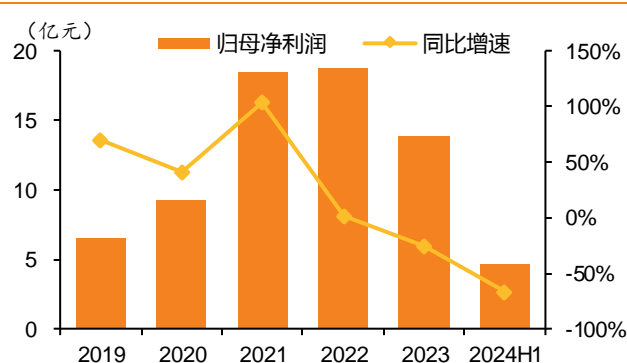
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2019–2024 上半年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2019–2024 上半年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
600176.SH	中国巨石	412.3	10.30	1.51	1.65	0.64	0.83	6.84	6.24	16.02	12.38
300196.SZ	长海股份	37.8	9.26	1.40	2.00	0.80	1.09	6.61	4.63	11.51	8.46
605006.SH	山东玻纤	26.0	4.25	1.09	0.89	0.19	0.32	3.90	4.78	22.87	13.49
603601.SH	再升科技	26.3	2.57	0.35	0.15	0.12	0.15	7.43	17.33	21.95	17.32
平均值								6.19	8.24	18.09	12.91
002080.SZ	中材科技	163.4	9.74	2.09	1.33	0.64	0.85	4.66	7.35	15.29	11.40

注：数据截至 20240823 收盘，除中材科技为天风预测外，其余公司 24 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,783.32	3,542.25	2,102.90	2,371.83	2,630.82	营业收入	22,108.95	25,889.46	26,286.31	29,647.93	32,885.25
应收票据及应收账款	6,313.15	8,903.78	4,990.53	11,558.07	6,310.88	营业成本	16,462.93	19,508.47	21,062.30	23,291.98	25,268.33
预付账款	306.65	383.40	360.47	478.42	420.34	营业税金及附加	195.96	218.31	221.65	250.00	277.30
存货	3,177.52	3,904.97	3,113.06	4,852.41	3,611.45	销售费用	296.96	494.15	488.58	536.24	578.35
其他	3,827.85	4,424.39	4,475.50	4,430.70	4,371.79	管理费用	1,000.88	1,302.07	1,288.03	1,437.92	1,578.49
流动资产合计	19,408.49	21,158.78	15,042.46	23,691.45	17,345.28	研发费用	1,057.10	1,299.04	1,318.95	1,484.66	1,643.49
长期股权投资	152.84	307.40	307.40	307.40	307.40	财务费用	386.58	352.29	405.97	603.42	891.47
固定资产	19,996.99	24,989.04	26,449.59	27,839.32	29,493.10	资产/信用减值损失	(138.19)	(244.76)	(191.48)	(218.12)	(204.80)
在建工程	3,866.66	6,053.86	7,296.64	9,038.34	10,762.24	公允价值变动收益	23.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,815.89	2,388.01	2,236.67	2,085.33	1,933.99	投资净收益	119.72	(12.52)	51.70	52.97	30.72
其他	1,614.18	1,786.37	1,686.87	1,634.81	1,576.25	其他	(1,356.00)	(8.96)	(70.00)	(50.00)	(30.00)
非流动资产合计	27,446.56	35,524.68	37,977.16	40,905.20	44,072.98	营业利润	4,060.02	2,981.36	1,431.05	1,928.55	2,503.75
资产总计	46,888.56	56,807.53	53,019.63	64,596.65	61,418.25	营业外收入	26.76	91.71	60.87	59.78	70.79
短期借款	1,636.66	693.92	1,891.06	6,948.37	6,216.55	营业外支出	21.05	35.43	31.95	29.48	32.29
应付票据及应付账款	8,755.21	11,014.19	9,846.30	13,489.86	11,681.37	利润总额	4,065.72	3,037.65	1,459.97	1,958.86	2,542.25
其他	2,545.22	6,901.72	4,712.92	5,713.06	5,728.01	所得税	334.59	321.71	154.62	207.46	269.24
流动负债合计	12,937.09	18,609.83	16,450.28	26,151.29	23,625.94	净利润	3,731.13	2,715.94	1,305.35	1,751.40	2,273.01
长期借款	5,404.24	8,322.46	4,693.63	5,629.00	4,000.00	少数股东损益	219.98	491.67	236.31	317.06	411.48
应付债券	3,695.69	819.84	2,461.71	2,325.75	1,869.10	归属于母公司净利润	3,511.15	2,224.27	1,069.04	1,434.34	1,861.52
其他	1,966.94	2,056.07	2,071.63	2,031.54	2,053.08	每股收益(元)	2.09	1.33	0.64	0.85	1.11
非流动负债合计	11,066.88	11,198.37	9,226.97	9,986.29	7,922.18						
负债合计	24,343.38	30,309.63	25,677.25	36,137.58	31,548.12	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	5,270.97	7,933.86	8,087.15	8,289.10	8,544.65	成长能力					
股本	1,678.12	1,678.12	1,678.12	1,678.12	1,678.12	营业收入	8.94%	17.10%	1.53%	12.79%	10.92%
资本公积	5,095.70	5,092.10	5,092.12	5,092.12	5,092.12	营业利润	-0.95%	-26.57%	-52.00%	34.76%	29.83%
留存收益	10,488.55	11,777.29	12,470.80	13,384.38	14,540.48	归属于母公司净利润	4.08%	-36.65%	-51.94%	34.17%	29.78%
其他	11.83	16.53	14.18	15.36	14.77	获利能力					
股东权益合计	22,545.18	26,497.90	27,342.38	28,459.07	29,870.14	毛利率	25.54%	24.65%	19.87%	21.44%	23.16%
负债和股东权益总计	46,888.56	56,807.53	53,019.63	64,596.65	61,418.25	净利率	15.88%	8.59%	4.07%	4.84%	5.66%
						ROE	20.33%	11.98%	5.55%	7.11%	8.73%
						ROIC	18.34%	11.09%	4.59%	6.40%	7.19%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	51.92%	53.35%	48.43%	55.94%	51.37%
净利润	3,731.13	2,715.94	1,069.04	1,434.34	1,861.52	净负债率	26.20%	41.58%	35.46%	53.91%	43.13%
折旧摊销	1,547.02	1,768.50	2,087.70	2,262.75	2,460.92	流动比率	1.46	1.11	0.91	0.91	0.73
财务费用	496.22	402.77	405.97	603.42	891.47	速动比率	1.23	0.91	0.73	0.72	0.58
投资损失	(119.72)	12.52	(51.70)	(52.97)	(30.72)	营运能力					
营运资金变动	(379.34)	(494.27)	3,030.31	(3,782.71)	4,273.17	应收账款周转率	4.26	3.40	3.78	3.58	3.68
其它	(2,115.55)	414.46	236.31	317.06	411.48	存货周转率	8.15	7.31	7.49	7.44	7.77
经营活动现金流	3,159.75	4,819.92	6,777.62	781.90	9,867.84	总资产周转率	0.52	0.50	0.48	0.50	0.52
资本支出	5,754.55	9,540.07	4,624.13	5,282.93	5,665.73	每股指标(元)					
长期投资	(190.31)	154.56	0.00	0.00	0.00	每股收益	2.09	1.33	0.64	0.85	1.11
其他	(9,225.99)	(17,205.47)	(9,212.27)	(10,472.71)	(11,322.29)	每股经营现金流	1.88	2.87	4.04	0.47	5.88
投资活动现金流	(3,661.76)	(7,510.84)	(4,588.14)	(5,189.77)	(5,656.56)	每股净资产	10.29	11.06	11.47	12.02	12.71
债权融资	598.34	2,516.99	(3,167.95)	5,311.52	(3,090.36)	估值比率					
股权融资	(447.96)	(938.65)	(460.87)	(634.71)	(861.94)	市盈率	4.66	7.35	15.29	11.40	8.78
其他	3,434.94	(1,271.08)	0.00	0.00	(0.00)	市净率	0.95	0.88	0.85	0.81	0.77
筹资活动现金流	3,585.32	307.26	(3,628.83)	4,676.81	(3,952.30)	EV/EBITDA	7.71	7.04	7.72	7.49	5.85
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	10.24	9.72	15.33	13.41	9.71
现金净增加额	3,083.31	(2,383.65)	(1,439.35)	268.93	258.99						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com