

## 玻璃纤维量价齐升, 锂电隔膜有望放量

### 投资要点

- **事件:** 公司发布中期业绩快报, 2017年上半年营业收入 44.8 亿元, 同比增长 18.1%; 归母净利润约 3.7 亿元, 同比增长 37%。
- **业绩大幅增长的原因主要有两个:** 1) 玻璃纤维需求旺盛, 公司募投 2 条十万吨玻纤生产线建成投产, 产能规模提升叠加制造成本下降带来盈利能力提升; 2) 公司在 2016 年对气瓶产业实行去产能, 消除业绩拖累, 实现经营业绩改善。公司是特种纤维复合材料龙头, 已逐步形成玻璃纤维、风电叶片和锂电池隔膜三轮驱动发展模式。目前公司三大主业齐向好: 公司主业玻纤业务景气向上, 风电叶片下半年有望迎来爆发, 锂电池隔膜随新能源汽车销量提升有望快速放量。
- **锂电隔膜放量在即, 成为公司新兴利润增长极。** 6 月份新能源汽车产销量分别为 6.5 万辆和 5.9 万辆, 同比增速分别为 43% 和 33%, 超出市场预期, 印证新能源汽车行业重新步入高成长周期。新能源汽车的高速增长将带来锂电隔膜的需求大幅提升, 而高端湿法隔膜相较于干法隔膜可提升电池能量密度和安全性, 符合政策和行业发展方向, 有望成为未来主流。目前高端湿法隔膜产品供不应求且被国外巨头主导, 公司 2.4 亿平方米产能已开始建设, 其中一期 1.2 亿平方米将于今年中期投产, 二期 1.2 亿平方米将于 18 年上半年投产, 届时公司将成为湿法锂电隔膜龙头之一, 规模优势明显。同时, 公司已初步完成客户布局, 产品已得到比亚迪、CATL、亿纬锂能等主流电池厂商认证, 产品下半年开始有望迅速放量, 成为公司新的利润增长点。
- **玻璃纤维量价齐升, 景气度有望持续。** 玻纤是一种重要的功能材料, 被广泛用作传统材料的复合材料, 下游主要是建筑、交通、电子、风电等行业。随着基于玻纤防水材料在建筑领域的应用不断拓展, 汽车轻量化对于轻质的玻纤制品的需求不断提升和玻纤制品如微玻璃纤维在电子领域的应用不断延伸, 玻纤的需求有望不断向好, 预计未来几年维持 5% 左右增速。供给端, 2017 年行业新增产能投产 35 万吨左右, 低于预期, 而冷修带来的受限产能高达 80 万吨以上, 造成供给收缩明显, 叠加目前库存处于相对低位, 我们预计玻纤行业将维持高景气。公司作为我国玻纤行业领先企业, 拥有 68 万吨产能, 同时低成本产能占比高达 60%, 有望充分受益于行业景气周期。
- **风电业务景气向上, 气瓶去产能减轻负担。** 由于 2015 年风电行业“抢装”行情, 提前透支了 2016 年的需求, 造成行业出现低迷, 公司 2016 年风电营收也同比下滑 19%。但自 2018 年 1 月 1 日开始, 路上风力发电标杆上网电价将得到调整, I、II、III 类资源区上网电价将得到下调, 因此企业有动力在 2017 年底之前进行加快布局, 将带来风电叶片需求大幅回暖。同时, 公司 2017 年二季度风电叶片出货量环比改善, 印证下半年需求将得到大幅提升, 我们预计全年叶片业绩将稳定增长。同时, 由于气瓶行业不景气, 公司于 2016 年开始主动收缩气瓶业务, 已逐步实现去产能和调结构, 气瓶业务对于公司业绩的拖累已逐步消除。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.96 元、1.19 元、1.31 元。考虑到公司湿法隔膜放量在即、玻纤持续高景气和风电下半年可能出现“抢装”, 给予公司 2018 年 20 倍 PE, 对应目标价 24.0 元, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 新能源车产销量低于预期的风险、玻纤和风电叶片产品价格大幅下行的风险、在建项目投产不达预期的风险。

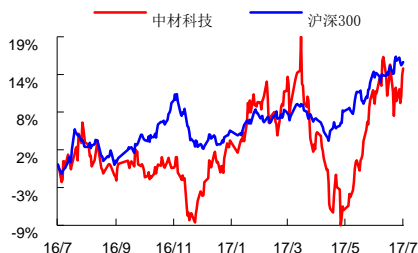
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8968.93	10190.00	11203.26	11924.51
增长率	53.90%	13.61%	9.94%	6.44%
归属母公司净利润(百万元)	401.40	771.06	958.82	1060.68
增长率	33.67%	92.09%	24.35%	10.62%
每股收益 EPS(元)	0.50	0.96	1.19	1.31
净资产收益率 ROE	5.11%	8.96%	10.26%	10.51%
PE	41	21	17	15
PB	1.98	1.83	1.70	1.58

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 021-50755259  
邮箱: shah@swsc.com.cn  
联系人: 余尊宝  
电话: 023-63786519  
邮箱: yzbaobao@swsc.com.cn  
联系人: 李海勇  
电话: 0755-23617478  
邮箱: lihaiy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	8.07
流通 A 股(亿股)	4.00
52 周内股价区间(元)	16.24-21.48
总市值(亿元)	165.31
总资产(亿元)	207.67
每股净资产(元)	10.08

### 相关研究

**关键假设：**

假设 1：今年三季度新能源车销售走强，带动锂电池隔膜销量增长；行业湿法隔膜产能扩张较快，但考虑实际可释放产量有限，且产品有一定认证周期，预计 17 年锂电池隔膜下半年价格将相对平稳，17 年消化 7500 万平方米，18 年消化 1.4 亿平方米；

假设 2：玻纤持续高景气，供需情况持续改善，预计价格大概率上行，同时叠加公司低成本产能高达 60%，带来公司产品毛利率提升。

假设 3：预计三费保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	8,968.93	10190.00	11,203.26	11,924.51
	增速	53.9%	13.6%	9.9%	6.4%
	成本	6,669.46	7,468.00	8,086.62	8,539.04
	毛利率	25.64%	26.71%	27.82%	28.39%
玻璃纤维及其制品	收入	3791.19	4123.30	4411.93	4367.81
	增速		8.76%	7.00%	-1.00%
	成本	2633.00	2845.08	3000.11	2970.11
	毛利率	30.55%	31.00%	32.00%	32.00%
锂离子电池隔膜	收入	29.21	285.00	532.00	777.00
	增速	194.2%	875.86%	86.67%	46.05%
	成本	36.48	213.75	372.40	505.05
	毛利率	-24.91%	25.00%	30.00%	35.00%
风电叶片	收入	3233.53	3770.94	4148.03	4562.84
	增速	-19.0%	16.6%	10.0%	10.0%
	成本	2600.00	2941.33	3193.99	3467.76
	毛利率	19.59%	22.00%	23.00%	24.00%
其他主营业务	收入	1914.99	2010.74	2111.28	2216.84
	增速	5.0%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	1399.98	1467.84	1520.12	1596.13
	毛利率	26.89%	27.00%	28.00%	28.00%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	8968.93	10190.00	11203.26	11924.51	净利润	423.47	801.06	988.82	1090.68
营业成本	6669.46	7468.01	8086.63	8539.06	折旧与摊销	846.67	856.48	909.18	922.24
营业税金及附加	114.43	101.90	127.49	127.47	财务费用	272.68	141.65	120.50	123.09
销售费用	401.71	509.50	571.37	620.07	资产减值损失	254.92	20.00	5.00	5.00
管理费用	904.14	1069.95	1176.34	1252.07	经营营运资本变动	-153.75	-465.26	-271.93	75.70
财务费用	272.68	141.65	120.50	123.09	其他	-561.70	-75.65	1.83	-1.58
资产减值损失	254.92	20.00	5.00	5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1082.29</b>	<b>1278.28</b>	<b>1753.40</b>	<b>2215.12</b>
投资收益	1.78	2.00	2.00	2.00	资本支出	-1102.10	-495.00	-495.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-371.22	39.56	-38.00	-38.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1473.31</b>	<b>-455.44</b>	<b>-533.00</b>	<b>-38.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>353.37</b>	<b>880.99</b>	<b>1117.93</b>	<b>1259.75</b>	短期借款	-278.27	-51.00	0.00	0.00
其他非经营损益	209.72	184.26	196.99	190.63	长期借款	-135.66	20.00	20.00	40.00
<b>利润总额</b>	<b>563.10</b>	<b>1065.24</b>	<b>1314.93</b>	<b>1450.37</b>	股权融资	1949.70	0.00	0.00	0.00
所得税	139.63	264.18	326.10	359.69	支付股利	-117.79	-142.02	-287.63	-348.46
净利润	423.47	801.06	988.82	1090.68	其他	-546.14	-232.06	-220.50	-223.09
少数股东损益	22.06	30.00	30.00	30.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>871.84</b>	<b>-405.09</b>	<b>-488.13</b>	<b>-531.54</b>
归属母公司股东净利润	401.40	771.06	958.82	1060.68	<b>现金流量净额</b>	<b>502.26</b>	<b>417.76</b>	<b>732.27</b>	<b>1645.58</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2230.44	2648.20	3380.48	5026.06	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	4600.78	6457.54	6685.49	7112.41	销售收入增长率	53.90%	13.61%	9.94%	6.44%
存货	1492.15	2199.75	2128.74	2378.33	营业利润增长率	29.01%	149.31%	26.90%	12.69%
其他流动资产	111.44	86.94	68.95	119.25	净利润增长率	25.73%	89.17%	23.44%	10.30%
长期股权投资	35.85	35.85	35.85	35.85	EBITDA 增长率	114.03%	27.59%	14.29%	7.33%
投资性房地产	27.94	27.94	27.94	27.94	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	10596.17	10300.25	9951.63	9094.95	毛利率	25.64%	26.71%	27.82%	28.39%
无形资产和开发支出	1146.50	1083.22	1019.94	956.65	三费率	17.60%	16.89%	16.68%	16.73%
其他非流动资产	335.78	373.50	411.22	448.94	净利率	4.72%	7.86%	8.83%	9.15%
<b>资产总计</b>	<b>20577.05</b>	<b>23213.19</b>	<b>23710.24</b>	<b>25200.39</b>	ROE	5.11%	8.96%	10.26%	10.51%
短期借款	2751.00	2700.00	2700.00	2700.00	ROA	2.06%	3.45%	4.17%	4.33%
应付和预收款项	4304.47	5926.34	5852.62	6475.71	ROIC	3.93%	5.96%	7.15%	8.29%
长期借款	1840.07	1860.07	1880.07	1920.07	EBITDA/销售收入	16.42%	18.44%	19.17%	19.33%
其他负债	3396.75	3788.10	3637.68	3722.51	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>12292.28</b>	<b>14274.50</b>	<b>14070.36</b>	<b>14818.28</b>	总资产周转率	0.46	0.47	0.48	0.49
股本	806.79	806.79	806.79	806.79	固定资产周转率	1.01	1.02	1.11	1.25
资本公积	5528.38	5528.38	5528.38	5528.38	应收账款周转率	3.92	3.69	3.30	3.38
留存收益	1650.82	2279.86	2951.06	3663.28	存货周转率	4.07	3.86	3.62	3.67
归属母公司股东权益	7991.12	8615.03	9286.22	9998.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.45%	—	—	—
少数股东权益	293.65	323.65	353.65	383.65	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>8284.77</b>	<b>8938.68</b>	<b>9639.88</b>	<b>10382.10</b>	资产负债率	59.74%	61.49%	59.34%	58.80%
负债和股东权益合计	20577.05	23213.19	23710.24	25200.39	带息债务/总负债	43.01%	36.82%	37.50%	35.88%
					流动比率	0.92	1.02	1.12	1.26
					速动比率	0.76	0.83	0.93	1.05
					股利支付率	29.34%	18.42%	30.00%	32.85%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1472.72	1879.12	2147.61	2305.08	每股收益	0.50	0.96	1.19	1.31
PE	40.82	21.25	17.09	15.45	每股净资产	10.27	11.08	11.95	12.87
PB	1.98	1.83	1.70	1.58	每股经营现金	1.34	1.58	2.17	2.75
PS	1.83	1.61	1.46	1.37	每股股利	0.15	0.18	0.36	0.43
EV/EBITDA	13.60	10.35	8.66	7.31					
股息率	0.72%	0.87%	1.76%	2.13%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn