

玻纤核心资产，21年电子布弹性可期

华泰研究

2021年2月04日 | 中国内地

动态点评

基础材料/建材

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

36.00

研究员

SAC No. S0570517080007
SFC No. BPW811

方晏荷

fangyanhe@htsc.com
+86-755-22660892

研究员

SAC No. S0570520070002

张艺露

zhangyilu@htsc.com

联系人

SAC No. S0570120090022

林晓龙

linxiaolong@htsc.com

玻纤头部企业再涨价，电子布21年弹性可期

2月初玻纤纱行业再迎涨价行情，根据卓创资讯，巨石（成都）各品种粗纱价格上调100-600元/吨不等，泰山玻纤、重庆国际等头部玻纤企业针对各粗纱价格上调200-300元/吨，同时电子纱主流价格上调2000元/吨至13000元/吨，电子布每米均价上调1元至6.3-6.5元，我们认为主要原因系各企业库存持续紧缩叠加春节赶工需求增加，21年整体供需格局仍将进一步向好，年后价格或仍将继续推涨。我们上调巨石21/22年归母净利润预测至42.1/47.7亿元，目标价36.00元，维持“买入”评级。

20Q4电子纱/电子布迎高景气，预计21年上半年仍存涨价可能

根据卓创资讯，电子纱自20年Q4进入传统旺季以来，价格已累计上调5次，累计涨幅达5100元/吨，其中21年至今连续上调2次，涨幅3200元/吨，目前价格同比高4600元/吨（约55%），下游7628电子布市场价涨至6.3-6.5元/米，同比高近3元/米，其中21年以来价格累计涨幅近2元。我们认为此次行情主要系下游PCB厂商扩产导致电子布供给缺口，叠加春节赶工，我们预计21年上半年行业基本没有新增产能，且因外企冷修产能仍可能减少，电子布价格有望突破7元/米，但下半年随着新增产能投放，价格或有所回落，预计全年均价或将维持在6元/米，同比高约2.3元/米。

21年供需格局仍将继续向好，海外需求恢复或催生新一轮涨价行情

截至20年底，中国巨石电子纱/电子布产能分别为10.5万吨/3.5亿米，且公司预计21年新增产能6万吨+3亿米，我们测算公司电子纱及电子布市占率约15%-20%，有望充分受益于此轮涨价行情。粗纱方面，根据卓创资讯，1月底重点企业库存环比进一步收缩，反映市场供需仍较为紧俏，我们认为21年行业新增产能约50万吨，且产能点火时点较为分散，供给端影响有限，需求端，热塑纱需求或继续增长，风电纱有望受益于海上及海外装机需求支撑，我们认为21年供需格局将继续向好，目前各企业库存较低，海外需求明显恢复后粗纱或再次供不应求，有望催生行业新一轮涨价。

上调盈利预测，维持“买入”评级

我们认为公司21年有望受益于电子布价格弹性及海外需求恢复，考虑到电子布涨价将进一步增厚公司业绩，我们上调公司21-22年归母净利润预测至42.1/47.7亿元（前值：37.2/44.1亿元）。当前可比公司对应21年Wind一致预期平均19.7xPE，考虑到公司龙头地位，且成本优势明显，我们认可给予公司21年30xPE，目标价36.00元（前值：24.38元），维持“买入”评级。

风险提示：下游需求增长不及预期，行业产能增加超预期。

经营预测指标与估值

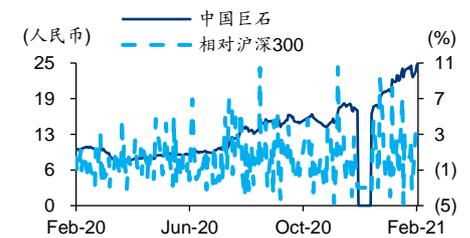
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币百万)	10,032	10,493	11,719	15,423	16,575
+/-%	15.96	4.59	11.68	31.60	7.47
归属母公司净利润(人民币百万)	2,374	2,129	2,194	4,208	4,768
+/-%	10.43	(10.32)	3.07	91.76	13.31
EPS(人民币,最新摊薄)	0.68	0.61	0.63	1.20	1.36
ROE(%)	17.79	14.25	13.37	22.24	21.29
PE(倍)	36.71	40.94	39.71	20.71	18.28
PB(倍)	6.12	5.57	5.08	4.21	3.61
EV EBITDA(倍)	22.82	25.26	24.73	14.63	12.76

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(人民币)	36.00
收盘价(人民币 截至2月3日)	24.88
市值(人民币百万)	87,137
6个月平均日成交额(人民币百万)	850.46
52周价格范围(人民币)	7.61-24.88
BVPS(人民币)	4.69

股价走势图



资料来源：Wind

图表1: 可比公司估值表 (2021/2/3)

公司名称	股票代码	收盘价 (元)	每股收益 (元/股)			P/E (x)			每股净资产 (元/股)			P/B (x)		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
中材科技	002080 CH	24.42	0.82	1.21	1.40	29.8	20.2	17.4	6.33	7.71	8.88	3.9	3.2	2.8
长海股份	300196 CH	20.71	0.70	0.76	1.02	29.6	27.3	20.3	6.45	7.24	8.05	3.2	2.9	2.6
再升科技	603601 CH	12.37	0.24	0.53	0.58	51.5	23.3	21.3	2.00	2.43	2.85	6.2	5.1	4.3
平均值						37.0	23.6	19.7				4.4	3.7	3.2
中国巨石	600176 CH	24.88	0.61	0.63	1.20	40.9	39.7	20.7	4.47	4.90	5.90	5.6	5.1	4.2

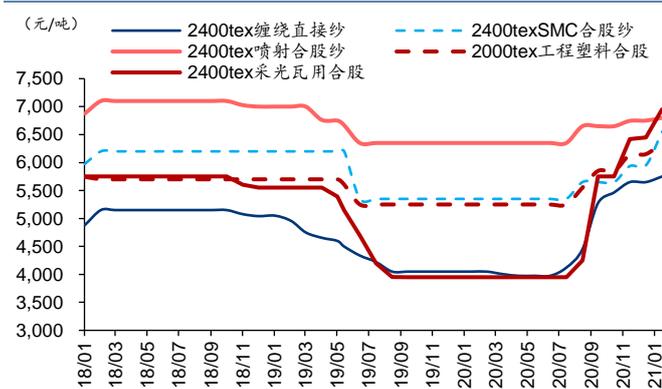
注: 除中国巨石外, 盈利预测均来自 Wind 一致预期
资料来源: Wind、Bloomberg、华泰研究预测

图表2: 盈利预测调整表

项目	原预测		现预测		调整幅度	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
收入增速 (%)	21.4%	7.8%	31.6%	7.5%	10.2	-0.4
毛利率 (%)	42.9%	45.5%	43.2%	45.8%	0.3	0.2
净利率 (%)	26.0%	28.6%	27.3%	28.8%	1.3	0.2
归母净利润 (百万元)	3,716	4,408	4,208	4,768	13.2%	8.2%
EPS (元)	1.06	1.26	1.20	1.36	13.2%	8.2%

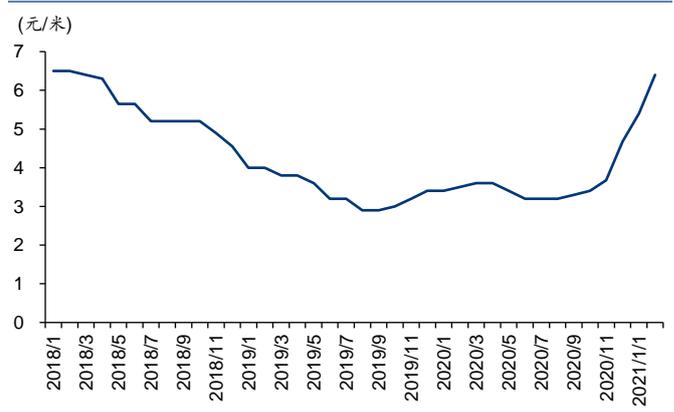
资料来源: Wind、华泰研究预测

图表3: 巨石玻璃纤维纱月度价格



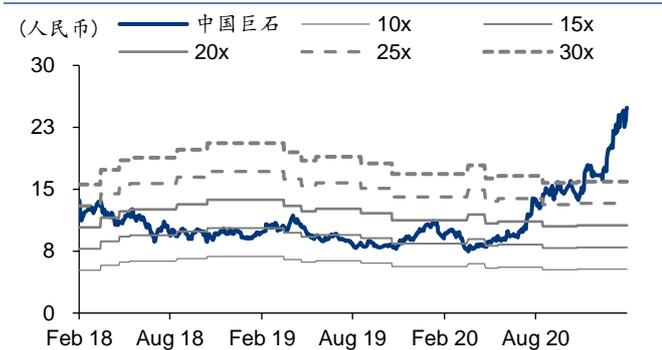
资料来源: 卓创资讯、华泰研究

图表4: 电子布价格 (截至 2021.2.3)



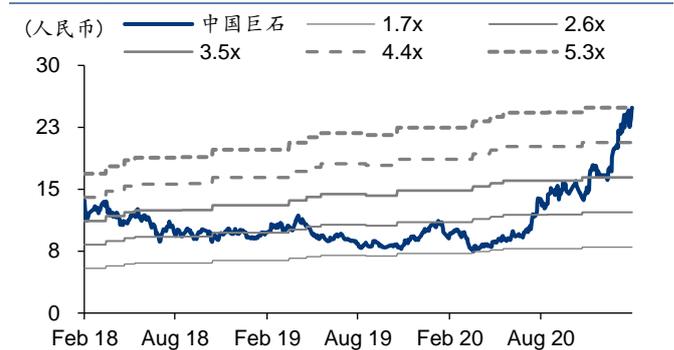
资料来源: 卓创资讯、华泰研究

图表5: 中国巨石 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表6: 中国巨石 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	7,276	9,150	10,026	13,297	14,024
现金	1,504	1,446	1,186	2,313	2,379
应收账款	1,247	1,361	1,670	2,197	2,361
其他应收账款	138.65	135.41	151.23	199.02	213.89
预付账款	130.30	127.97	150.11	165.50	169.89
存货	1,675	2,070	2,428	2,677	2,748
其他流动资产	2,581	4,010	4,441	5,746	6,152
非流动资产	23,094	24,454	25,488	27,177	28,957
长期投资	1,209	1,231	1,231	1,231	1,231
固定投资	16,419	19,597	20,906	22,048	23,428
无形资产	599.00	803.15	1,003	1,199	1,391
其他非流动资产	4,867	2,823	2,348	2,698	2,907
资产总计	30,370	33,604	35,515	40,474	42,981
流动负债	12,336	11,666	12,545	13,431	12,522
短期借款	4,931	6,611	7,031	7,711	6,630
应付账款	1,940	1,272	1,492	1,645	1,689
其他流动负债	5,464	3,783	4,022	4,075	4,204
非流动负债	3,454	5,858	5,387	5,979	5,998
长期借款	2,653	3,149	1,875	2,468	2,486
其他非流动负债	800.82	2,709	3,512	3,512	3,512
负债合计	15,790	17,524	17,932	19,411	18,520
少数股东权益	342.13	433.91	418.03	387.58	353.08
股本	3,502	3,502	3,502	3,502	3,502
资本公积	3,438	3,439	3,439	3,439	3,439
留存公积	7,238	8,582	10,224	13,735	17,166
归属母公司股东权益	14,238	15,647	17,165	20,676	24,107
负债和股东权益	30,370	33,604	35,515	40,474	42,981

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	3,862	2,769	3,212	4,507	6,227
净利润	2,374	2,129	2,194	4,208	4,768
折旧摊销	993.02	1,102	1,266	1,397	1,535
财务费用	341.23	515.24	515.78	539.35	509.96
投资损失	(75.57)	(64.24)	(70.66)	(67.13)	(63.77)
营运资金变动	38.61	(788.31)	(677.89)	(1,540)	(487.85)
其他经营现金	190.74	(125.26)	(15.88)	(30.45)	(34.50)
投资活动现金	(5,517)	(4,778)	(2,274)	(3,018)	(3,252)
资本支出	6,054	5,109	2,344	3,085	3,315
长期投资	(478.04)	(77.60)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(59.06)	(253.43)	(69.87)	(66.34)	(62.98)
筹资活动现金	1,163	2,029	(1,242)	(361.68)	(2,909)
短期借款	438.40	1,679	420.76	679.95	(1,081)
长期借款	28.94	495.34	(1,274)	592.59	18.60
普通股增加	583.72	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(583.72)	0.26	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	695.66	(145.22)	(389.13)	(1,634)	(1,846)
现金净增加额	(492.09)	19.92	(304.36)	1,127	66.04

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,032	10,493	11,719	15,423	16,575
营业成本	5,507	6,773	7,945	8,759	8,991
营业税金及附加	85.54	61.35	68.51	90.16	96.90
营业费用	385.69	88.31	117.19	138.80	149.17
管理费用	826.88	860.64	960.61	1,249	1,326
财务费用	341.23	515.24	515.78	539.35	509.96
资产减值损失	(108.97)	(51.31)	(57.30)	(75.41)	(81.05)
公允价值变动收益	31.47	(41.48)	20.00	0.00	0.00
投资净收益	75.57	64.24	70.66	67.13	63.77
营业利润	2,837	2,524	2,568	4,936	5,594
营业外收入	20.06	28.30	28.30	28.30	28.30
营业外支出	32.88	14.83	14.83	14.83	14.83
利润总额	2,824	2,537	2,581	4,949	5,608
所得税	439.19	423.52	402.64	772.08	874.83
净利润	2,385	2,113	2,178	4,177	4,733
少数股东损益	10.86	(15.41)	(15.88)	(30.45)	(34.50)
归属母公司净利润	2,374	2,129	2,194	4,208	4,768
EBITDA	4,220	3,812	3,894	6,583	7,547
EPS (人民币, 基本)	0.68	0.61	0.63	1.20	1.36

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	15.96	4.59	11.68	31.60	7.47
营业利润	13.78	(11.04)	1.74	92.24	13.35
归属母公司净利润	10.43	(10.32)	3.07	91.76	13.31
获利能力 (%)					
毛利率	45.11	35.46	32.21	43.21	45.75
净利率	23.66	20.29	18.72	27.28	28.76
ROE	17.79	14.25	13.37	22.24	21.29
ROIC	14.49	10.15	8.96	16.28	17.09
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.99	52.15	50.49	47.96	43.09
净负债比率 (%)	67.88	57.96	51.89	52.44	49.22
流动比率	0.59	0.78	0.80	0.99	1.12
流动比率	0.45	0.61	0.61	0.79	0.90
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.33	0.34	0.41	0.40
应收账款周转率	8.09	8.05	7.73	7.98	7.27
应付账款周转率	3.68	4.22	5.75	5.58	5.39
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.61	0.63	1.20	1.36
每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	0.79	0.92	1.29	1.78
每股净资产(最新摊薄)	4.07	4.47	4.90	5.90	6.88
估值比率					
PE (倍)	36.71	40.94	39.71	20.71	18.28
PB (倍)	6.12	5.57	5.08	4.21	3.61
EV EBITDA (倍)	22.82	25.26	24.73	14.63	12.76

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、张艺露，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、张艺露本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司