

20 年韧性凸显，21 年彰显弹性

——年报点评

核心观点

- **业绩好于预期，21 年盈利弹性凸显。**20 年公司实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 116.7/24.2/19.4 亿，YoY+11.2%/13.5%/4.6%，业绩好于预期，一是由于下游需求强劲导致销量较快增长，20 年公司粗纱销量 208.6 万吨，YoY+19.2%；二是由于成都基地搬迁，在 20 年确认资产处置收益 3.5 亿。
- **行业景气拐点已现，量/价/库存均有明显改善。**我们测算 20 年玻纤产品吨均价/成本为 5592/3703 元，相比 19 年下跌 404/167 元/吨，YoY-6.7%/-4.3%。均价下降主要由于 20 年前三季度玻纤市场价格一直处于下行，成本下降得益于持续技改/智能制造生产线投产。公司 20 年粗纱产/销量分别达 201/209 万吨，电子布产/销量分别达 3.81/3.78 亿米。20 年 9 月份出现的景气拐点在产/销量，价格，库存多方面得到验证。测算 21 年国内玻纤总需求/供给分别达 603/592.4 万吨，供需维持紧平衡，粗纱高景气有望延续。目前电子布均价 7.2 元/米（较 20 年低点增长 125%），电子布业务 21 年盈利弹性可期。
- **产品结构不断优化，海外复苏是关键增量。**公司坚持创新引领战略，20 年高端产品占比达 73%。这意味着公司产能进一步优化，尽可能多供给单吨盈利更高的产品。3 月公司 6 万吨电子纱生产线实现点火，将带来 3 亿米新增电子布产能，电子纱业绩弹性是竞争对手所不具备的。海外收入 20 年下滑 15%，21 年的海外需求将成为公司乃至行业下半年景气度的重要风向标。
- **销量/吨盈利中枢提升，22 年盈利仍可期待。**21 年粗纱全年高景气无虞，展望 22 年，新增产能释放会缓解供不应求局面，不排除价格有所波动。但公司 15 万吨粗纱/3 亿米电子布产线已提前开工，销量有望保持较快增长，且公司产品结构改善/吨制造成本下降，吨盈利中枢有望提升，盈利仍可期待。

财务预测与投资建议

- 上调 21-23 年 EPS 至 1.38/1.65/1.86 元（原 21/22 年 EPS 1.09/1.22 元），考虑到 21 年电子布价格上涨，调增 21/22 年电子布均价假设。公司是全球玻纤龙头，竞争优势明显，盈利弹性凸显。公司过去 6 年平均 PE 为 22XPE，我们认可给予 21 年 22XPE，对应目标价 30.36 元，维持“买入”评级。

风险提示：需求恢复不及预期；行业大幅扩产价格走低；电子布价格波动风险。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,493	11,666	15,377	18,122	19,929
同比增长(%)	4.6%	11.2%	31.8%	17.9%	10.0%
营业利润(百万元)	2,524	2,871	5,768	6,875	7,764
同比增长(%)	-11.0%	13.8%	100.9%	19.2%	12.9%
归属母公司净利润(百万元)	2,129	2,416	4,832	5,763	6,511
同比增长(%)	-10.3%	13.5%	100.0%	19.3%	13.0%
每股收益(元)	0.61	0.69	1.38	1.65	1.86
毛利率(%)	35.5%	33.8%	46.1%	48.1%	49.2%
净利率(%)	20.3%	20.7%	31.4%	31.8%	32.7%
净资产收益率(%)	14.2%	14.6%	24.7%	24.2%	22.9%
市盈率	36.2	31.9	15.9	13.4	11.8
市净率	4.9	4.4	3.5	3.0	2.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月19日)	22元
目标价格	30.36元
52周最高价/最低价	28.74/7.37元
总股本/流通A股(万股)	350,231/350,231
A股市值(百万元)	77,051
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年03月21日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.1	-14.13	26.65	180.22
相对表现	0.23	-8.73	17.24	153.1
沪深300	0.87	-5.4	9.41	27.12



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 黄骥
021-63325888*6074
huangji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520030001

证券分析师 江剑
021-63325888*7275
jiangjian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520090001

联系人 聂磊
021-63325888*7504
nielei@orientsec.com.cn

相关报告

重组终止，仍是玻纤景气最大受益者：—— 2020-12-17
公告点评
经营拐点已现，盈利弹性可期 2020-10-27
业绩底部已现，迎来景气向上 2020-08-19

投资建议

预测公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.38/1.65/1.86 元（原 21/22 年 EPS 为 1.09/1.22 元）。盈利预测有所调整，考虑到公司粗纱生产线提前动工，调增 21/22 年粗纱销量至 220/235 万吨（原 220/228 万吨）；考虑到 21 年粗纱高景气延续，调增 21/22 年粗纱吨均价至 5247/5247 元（原 5206/5131 元）；考虑到公司电子纱生产线提前动工，调增 21/22 年电子布销量至 5/8 亿米（原 5/6.5）；考虑到年初电子布均价大幅提升，调增 21/22 年电子布均价至 6.3/6.3 元/米（原 5.5/5 元/米）。考虑到玻纤行业景气向上，公司对联营公司投资收益保持高位，调增 21/22 年投资净收益；考虑到职工薪酬/仓储租赁费上升，调增 21/22 年销售费用率；考虑到公司加强管控，调减 21/22 年管理费用率；考虑到公司加大研发力度，调增 21/22 年研发费用率。

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
核心假设						
粗纱销量（万吨）	200	220	228	209	220	235
变动幅度（%）				4.3%	0.0%	3.1%
粗纱均价（元/吨）	4956	5206	5131	4697	5247	5247
变动幅度（%）				-5.2%	0.8%	2.3%
电子布销量（亿米）	3.5	5	6.5	3.8	5	8
变动幅度（%）				8.0%	0.0%	23.1%
电子布均价（元/米）	4	5.5	5	3.3	6.3	6.3
变动幅度（%）				-17.5%	14.5%	26.0%
投资净收益	74.2	76.0	71.5	190	180	185
变化幅度（%）				156.0%	136.8%	158.8%
销售费用率	0.8%	0.8%	0.8%	1.2%	0.9%	1.0%
变化幅度（pct）				0.3	0.1	0.2
管理费用率	5.3%	5.2%	5.2%	4.8%	4.0%	4.3%
变化幅度（pct）				-0.5	-1.2	-0.9
研发费用率	2.7%	2.7%	2.7%	2.9%	2.8%	3.0%
变化幅度（pct）				0.2	0.1	0.3
分产品盈利预测						
玻纤及制品						
销售收入（百万元）	11312.0	14203.2	14947.7	11045.7	14694.2	17371.3
变化幅度（%）				-2.4%	3.5%	16.2%
毛利率	34.6%	43.6%	45.4%	35.1%	47.8%	49.8%
变化幅度（pct）				0.6	4.1	4.4
其他业务						
销售收入（百万元）	560.0	565.0	570.0	620.5	682.6	750.9
变化幅度（%）				10.8%	20.8%	31.7%

毛利率	10.5%	10.5%	10.5%	9.7%	9.7%	9.7%
变化幅度 (pct)				-0.8	-0.8	-0.8
销售收入合计 (百万元)	11872.0	14768.2	15517.7	11666.2	15376.8	18122.2
变化幅度 (%)				-1.7%	4.1%	16.8%
综合毛利率	33.4%	42.3%	44.1%	33.8%	46.1%	48.1%
变化幅度 (pct)				0.3	3.7	4.0

数据来源：东方证券研究所

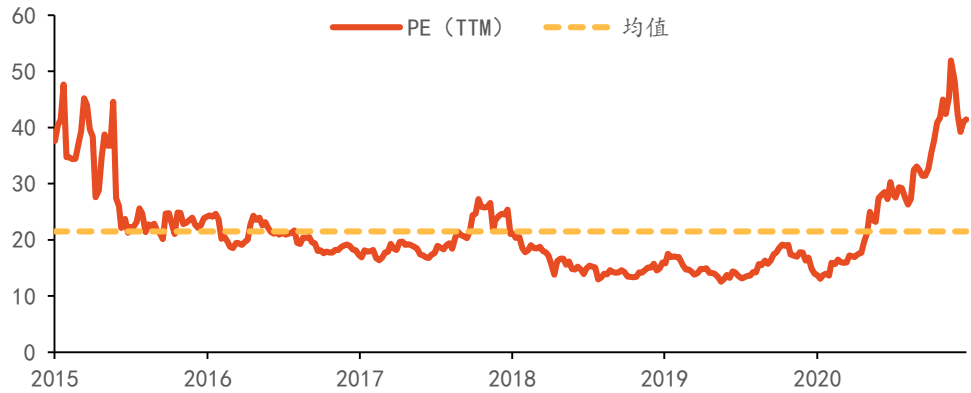
表 2：主要财务数据变动分析表

	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
营业收入 (百万)	11872.0	14768.2	15517.7	11666.2	15376.8	18122.2
变动幅度 (%)				-1.7%	4.1%	16.8%
营业利润 (百万)	2522.3	4521.9	5058.5	2871.0	5768.3	6875.2
变动幅度 (%)				13.8%	27.6%	35.9%
归属母公司净利润 (百万)	2121.0	3807.7	4256.1	2416.1	4832.2	5763.1
变动幅度 (%)				13.9%	26.9%	35.4%
每股收益 (元)	0.61	1.09	1.22	0.69	1.38	1.65
变动幅度 (%)				13.9%	26.9%	35.4%
毛利率 (%)	33.4%	42.3%	44.1%	33.8%	46.1%	48.1%
变动幅度 (pct)				0.3	3.7	4.0
净利率 (%)	17.9%	25.8%	27.4%	20.7%	31.4%	31.8%
变动幅度 (pct)				2.8	5.6	4.4

数据来源：东方证券研究所

我们采用历史估值法进行估值。玻纤行业受短期产能集中投产以及全球需求经济波动影响，呈现出较为明显的周期性，采用绝对估值法会产生较大误差。而同业比较中，可比公司较少，且业务重合度有限，因此我们选用公司历史估值法进行估值。

参考公司过去 6 年 PE (TTM) 的估值中枢，认可给与公司 21 年 22XPE，对应 21 年目标价 30.36 元。公司是玻纤行业龙头，产能持续扩张，份额持续提升。公司高端产品占比提升，成本有望继续下降，竞争优势有望与同业继续拉大。我们选取过去 6 年 (15/3/22-21/3/20) PE (TTM) 进行估值，主要考虑到玻纤行业呈现 3-4 年的产能周期波动，公司在过去 6 年中至少经历一轮完整周期。参考公司过去 6 年 (15/3/22-21/3/20) PE (TTM) 估值中枢 22X，我们认可给与公司 21 年 22XPE，对应目标价 30.36 元，维持“买入”评级。

图 1：公司过去 6 年（15/3/22-21/3/20）PE-Band


数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

需求恢复不及预期：玻纤下游分散，需求和全球经济相关，如果由于疫情反复，会导致经济正常恢复的节奏放缓，玻纤需求恢复不及预期。

行业短期大幅扩产导致价格走低风险：由于玻纤行业仍属于成长性行业，因此目前行业现有玩家及潜在进入者均有扩产冲动。而随着玻纤池窑逐渐大型化，少数几家的扩产即可满足行业新增需求。若随着需求恢复，行业内厂商集中规划新建产能，或造成短期产能过剩，行业价格走低。

电子布价格波动风险：电子布价格波动，对收入/毛利率影响较大，导致盈利波动较大。测算公司电子布全年均价变动 1 元（变动 15.9%），对 21 年公司净利润影响约 4.25 亿（变动 8.8%）。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,446	1,870	2,076	2,603	4,614	营业收入	10,493	11,666	15,377	18,122	19,929
应收票据及应收账款	5,057	6,206	8,717	10,228	11,146	营业成本	6,773	7,725	8,294	9,403	10,125
预付账款	128	106	175	197	208	营业税金及附加	61	102	134	158	174
存货	2,070	1,580	2,251	2,450	2,486	营业费用	88	134	138	181	199
其他	450	1,341	925	1,202	1,533	管理费用及研发费用	861	899	1,046	1,323	1,455
流动资产合计	9,150	11,102	14,144	16,681	19,987	财务费用	515	485	566	633	659
长期股权投资	1,231	1,369	1,369	1,369	1,369	资产减值损失	51	195	23	23	31
固定资产	19,553	20,815	23,482	26,104	28,681	公允价值变动收益	41	(8)	10	12	14
在建工程	2,188	1,941	2,444	2,554	2,666	投资净收益	64	185	190	180	185
无形资产	803	783	754	724	686	其他	274	567	393	282	279
其他	679	727	576	576	575	营业利润	2,524	2,871	5,768	6,875	7,764
非流动资产合计	24,454	25,635	28,625	31,326	33,977	营业外收入	28	28	28	29	30
资产总计	33,604	36,737	42,769	48,007	53,964	营业外支出	15	45	45	45	45
短期借款	6,611	4,201	5,108	4,201	4,201	利润总额	2,537	2,854	5,751	6,859	7,749
应付票据及应付账款	2,411	2,175	2,335	2,647	2,850	所得税	424	444	895	1,067	1,206
其他	2,644	5,170	4,909	5,045	5,139	净利润	2,113	2,410	4,856	5,792	6,544
流动负债合计	11,666	11,546	12,353	11,893	12,191	少数股东损益	(15)	(6)	24	29	33
长期借款	3,149	4,430	6,180	7,730	8,660	归属于母公司净利润	2,129	2,416	4,832	5,763	6,511
应付债券	2,197	1,833	1,500	1,300	1,200	每股收益(元)	0.61	0.69	1.38	1.65	1.86
其他	512	582	95	100	115						
非流动负债合计	5,858	6,845	7,775	9,130	9,975						
负债合计	17,524	18,391	20,128	21,023	22,166						
少数股东权益	434	910	934	963	996	主要财务比率					
股本	3,502	3,502	3,502	3,502	3,502						
资本公积	3,439	3,726	3,726	3,726	3,726	成长能力					
留存收益	8,582	10,322	14,479	18,792	23,574	营业收入	4.6%	11.2%	31.8%	17.9%	10.0%
其他	123	(114)	0	0	0	营业利润	-11.0%	13.8%	100.9%	19.2%	12.9%
股东权益合计	16,081	18,346	22,641	26,983	31,798	归属于母公司净利润	-10.3%	13.5%	100.0%	19.3%	13.0%
负债和股东权益总计	33,604	36,737	42,769	48,007	53,964	获利能力					
						毛利率	35.5%	33.8%	46.1%	48.1%	49.2%
						净利率	20.3%	20.7%	31.4%	31.8%	32.7%
						ROE	14.2%	14.6%	24.7%	24.2%	22.9%
						ROIC	9.4%	9.8%	16.4%	16.5%	16.3%
						偿债能力					
						资产负债率	52.1%	50.1%	47.1%	43.8%	41.1%
						净负债率	67.8%	50.2%	49.6%	41.5%	31.4%
						流动比率	0.78	0.96	1.15	1.40	1.64
						速动比率	0.61	0.82	0.96	1.19	1.43
						营运能力					
						应收账款周转率	8.0	9.4	10.5	9.4	9.4
						存货周转率	3.6	4.2	4.3	4.0	4.1
						总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
						每股指标(元)					
						每股收益	0.61	0.69	1.38	1.65	1.86
						每股经营现金流	0.79	0.59	0.70	1.44	1.86
						每股净资产	4.47	4.98	6.20	7.43	8.79
						估值比率					
						市盈率	36.2	31.9	15.9	13.4	11.8
						市净率	4.9	4.4	3.5	3.0	2.5
						EV/EBITDA	22.9	22.1	12.9	10.9	9.7
						EV/EBIT	28.4	25.7	13.6	11.5	10.2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn