

产能加速扩张，全产业链均衡布局

——2020 年年报&一季报预告点评

核心观点

- 汇兑损失拖累 20 年业绩，21 年有望迎来高增长。20 年营业收入/归母净利润 20.4/2.7 亿，YoY-7.6%/-6.5%。业绩略低于预期，主要受汇兑损失影响，20 年公司汇兑损失 2877 万，而 19 年为汇兑收益 31.7 万。公司公告 21Q1 实现归母净利润 0.9-1.14 亿，YoY+60.5-103.3%，得益于玻纤价格的上涨。
- 扩产和高景气，玻纤业务量价齐升，化工业务产能利用率有望不断提升。20 年玻纤及制品销量 19.6 万吨，YoY+1.4%，吨均价/成本为 6786/4505 元，YoY-4.7%/-3.1%。20 年前三季度玻纤纱价格单边下行。公司 10 万吨玻纤纱募投产能在 6 月投产，考虑到玻纤行业价格拐点已现，预计 21 年销量/均价将达 24 万吨/7564 元/吨，YoY+22.3%/11.5%。20 年化工业务吨均价/成本为 6792/5052 元，相较 19 年下降 2209/2196 元，YoY-24.5%/-30.3%。成本下降主要由于原油价格下滑带动原材料价格下降，均价下跌主要由于公司采用成本加成法定价。20 年化工制品销量 9 万吨，YoY+11.2%，树脂产能扩张 7.5 万吨（预计 21 年 6 月投产），预计 21 年销量有望达 11 万吨。
- 持续新建玻纤产能，确定性成长可期。预计 21-23 年玻纤纱产能新增 10/15/15 万吨，从 20 万吨增至 60 万吨。由于原料供应量的增加，盈利能力最好的湿法薄毡产能将从 5.5 亿平增至 10 亿平，短切毡将进行产线更新，降低成本，织物产能将从当前 3.5 万吨增至 8 万吨左右。我们认为，销量的增加将抵销价格带来的行业波动性，是行业中难得的确定性成长标的。
- 差异化竞争，制品产能同步扩张。由于玻纤纱绝对产能远小于中国巨石/泰山玻纤等行业龙头公司，公司在制品上的先发优势是其较高盈利能力的保障，而制品产能的同步扩张将保证其在某些细分领域上的龙头地位更加稳固。

财务预测与投资建议

- 下调 21-23 年 EPS 至 1.11/1.47/1.86 元（原 21/22 年 EPS 1.13/1.47 元），考虑到湿法薄毡投产进度略低于预期，调减薄毡销量假设。公司产能扩张规划较确定，成长性强。据历史估值法，行业上一轮周期起点至今公司平均 PE 为 20X，我们认可给予 21 年 20XPE，目标价 22.20 元，维持“买入”评级。

风险提示：海外疫情扩大影响终端需求；产能如期投产风险；汇率大幅波动。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,210	2,043	2,768	3,894	5,071
同比增长(%)	0.5%	-7.6%	35.5%	40.7%	30.2%
营业利润(百万元)	330	310	521	686	870
同比增长(%)	8.7%	-6.1%	68.2%	31.6%	26.9%
归属母公司净利润(百万元)	289	271	456	600	761
同比增长(%)	10.0%	-6.5%	68.3%	31.7%	26.9%
每股收益(元)	0.71	0.66	1.11	1.47	1.86
毛利率(%)	29.1%	30.9%	33.7%	32.7%	32.3%
净利率(%)	13.1%	13.3%	16.5%	15.4%	15.0%
净资产收益率(%)	11.2%	9.6%	14.6%	17.1%	18.8%
市盈率	23.7	25.3	15.1	11.4	9.0
市净率	2.6	2.3	2.1	1.8	1.6

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，

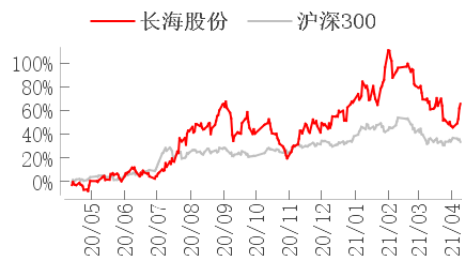


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月09日)	16.78 元
目标价格	22.20 元
52周最高价/最低价	21.86/8.99 元
总股本/流通A股(万股)	40,870/24,583
A股市值(百万元)	6,858
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年04月10日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	13.75	-0.53	-10.12	65.82
相对表现	14.58	0.19	-13.06	47.72
沪深300	-0.83	-0.72	2.94	18.1



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

可转债发行，产能扩张规模超预期	2020-12-23
汇兑损失拖累业绩，产能扩张稳步推进	2020-10-29
产能大幅扩张，重回高增长之路	2020-09-21

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。

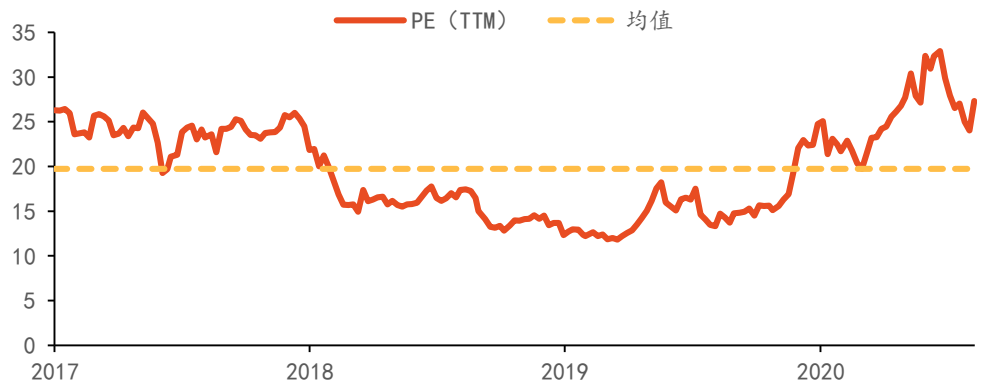
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

行业上一轮周期起点至今（17/09/01-21/04/10）公司 PE（TTM）的估值中枢 20X。由于上一轮完整周期（2017.9-2020.9）历时 3 年，为涵盖玻纤行业一轮完整周期，我们选取上一轮周期的起点作为计算估值中枢区间的起点。

我们预计公司 21-23 年 EPS 为 1.11/1.47/1.86 元（原 21/22 年 EPS 为 1.13/1.47 元）。盈利预测有所调整，主要考虑到公司湿法薄毡投产进度略低于预期，调减湿法薄毡销量假设。公司是玻纤复合材料细分领域龙头，玻纤纱/制品/化工业务产能同步扩张，进入新一轮成长期。公司玻纤业务与化工业务相互协同，盈利能力有望稳步提升。参考行业上一轮周期起点至今（17/09/01-21/04/10）公司 PE（TTM）估值中枢 20X，我们认可给予公司 21 年 20XPE，对应目标价 22.20 元，维持“买入”评级。

图 1：行业上一轮周期起点至今（17/09/01-21/04/10）公司 PE-Band



数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

海外疫情扩大影响终端需求风险：玻纤及制品需求和全球经济相关，海外疫情扩大或使海外玻纤及制品需求萎缩。

产能投放进度不及预期风险：如果国内疫情反复，公司产能建设进度可能受到影响，导致玻纤产能投放进度可能不及预期。

汇率大幅波动风险：公司海外收入占比约 20%，主要是玻纤及制品出口。出口产品结算货币为美元与欧元，汇率大幅波动会影响当期汇兑损益进而影响当期业绩。

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	624	1,244	692	779	761	营业收入	2,210	2,043	2,768	3,894	5,071
应收票据及应收账款	578	597	784	1,106	1,451	营业成本	1,566	1,411	1,835	2,619	3,435
预付账款	14	11	19	25	32	营业税金及附加	19	17	23	33	43
存货	185	166	223	312	410	营业费用	125	131	174	257	320
其他	157	116	116	118	121	管理费用及研发费用	182	168	214	300	399
流动资产合计	1,559	2,134	1,834	2,339	2,773	财务费用	(3)	22	12	12	21
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	11	3	11	11	10
固定资产	1,386	1,462	1,806	2,155	2,460	公允价值变动收益	(0)	2	2	2	2
在建工程	39	87	125	159	194	投资净收益	7	8	8	9	9
无形资产	164	159	155	151	147	其他	13	10	13	13	15
其他	38	36	8	0	0	营业利润	330	310	521	686	870
非流动资产合计	1,627	1,744	2,093	2,464	2,800	营业外收入	1	0	0	1	1
资产总计	3,186	3,878	3,927	4,803	5,573	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	71	27	190	437	463	利润总额	329	309	521	686	870
应付票据及应付账款	250	242	310	432	553	所得税	39	39	65	86	109
其他	86	165	171	193	206	净利润	290	270	455	599	761
流动负债合计	407	433	672	1,062	1,222	少数股东损益	1	(0)	(0)	(1)	(1)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	289	271	456	600	761
应付债券	0	444	0	0	0	每股收益(元)	0.71	0.66	1.11	1.47	1.86
其他	47	40	0	0	0						
非流动负债合计	47	484	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	454	917	672	1,062	1,222		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	53	(2)	(2)	(3)	(4)	成长能力					
股本	415	409	402	402	402	营业收入	0.5%	-7.6%	35.5%	40.7%	30.2%
资本公积	824	806	813	813	813	营业利润	8.7%	-6.1%	68.2%	31.6%	26.9%
留存收益	1,439	1,649	2,043	2,529	3,140	归属于母公司净利润	10.0%	-6.5%	68.3%	31.7%	26.9%
其他	0	99	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,732	2,961	3,255	3,741	4,352	毛利率	29.1%	30.9%	33.7%	32.7%	32.3%
负债和股东权益总计	3,186	3,878	3,927	4,803	5,573	净利率	13.1%	13.3%	16.5%	15.4%	15.0%
						ROE	11.2%	9.6%	14.6%	17.1%	18.8%
						ROIC	10.5%	9.3%	13.6%	16.0%	17.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	290	270	455	599	761	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	137	142	159	202	240	流动比率	3.83	4.93	2.73	2.20	2.27
财务费用	(3)	22	12	12	21	速动比率	3.37	4.55	2.40	1.91	1.93
投资损失	(7)	(8)	(8)	(9)	(9)	营运能力					
营运资金变动	90	76	(176)	(276)	(319)	应收账款周转率	6.3	5.9	7.0	7.2	6.9
其它	(129)	(70)	(12)	9	8	存货周转率	7.9	8.0	9.4	9.7	9.5
经营活动现金流	379	433	429	539	701	总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.9	1.0
资本支出	(71)	(244)	(538)	(584)	(585)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.71	0.66	1.11	1.47	1.86
其他	(14)	42	(89)	11	11	每股经营现金流	0.91	1.06	1.07	1.34	1.74
投资活动现金流	(85)	(202)	(627)	(573)	(574)	每股净资产	6.55	7.25	7.97	9.16	10.66
债权融资	(12)	444	(444)	(0)	(0)	估值比率					
股权融资	(3)	(24)	0	0	0	市盈率	23.7	25.3	15.1	11.4	9.0
其他	(192)	(1)	90	121	(145)	市净率	2.6	2.3	2.1	1.8	1.6
筹资活动现金流	(207)	418	(354)	121	(145)	EV/EBITDA	12.9	12.6	8.6	6.6	5.3
汇率变动影响	0	(29)	-0	-0	-0	EV/EBIT	18.3	18.0	11.2	8.6	6.7
现金净增加额	87	621	(552)	87	(18)						

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