

# 山东玻纤 (605006)

证券研究报告

2021年07月07日

## 21h1 业绩基本符合预期，继续看好公司成长性

公司发布 21h1 业绩预告，报告期公司收入预计 13.7-15.2 亿，yoy +53%~69%，中值 14.5 亿，yoy +61%；归母净利 3.1-3.5 亿，yoy +406%~459%，中值 3.3 亿，yoy+432%；扣非归母净利 3.1-3.4 亿，yoy+459%~518%，中值 3.2 亿，yoy+489%。我们测算 21q2 公司收入 6.4-7.8 亿，qoq -14%~6%，中值 7.1 亿，qoq -4%；归母净利 1.6-1.9 亿，qoq +6%~27%，中值 1.8 亿，qoq +16%；扣非归母净利 1.6-1.9 亿，qoq +8%~30%，中值 1.8 亿，qoq +19%。**业绩基本符合我们前期预期。**

公告提到业绩同比高增几点原因：1) 需求边际向好，玻纤纱量价齐升；2) 前期投产生产线贡献产能增量；3) 产品结构改善、单位生产成本持续下降。

**21q2 销量环比或小幅减少，吨净利或继续改善，看好行业高景气持续性**  
考虑到玻纤纱市场价格变化 (21q2 玻纤纱价格总体高位稳定，部分产品价格有小幅上调，粗纱市场算术均价 q2 较 q1 提升 5%左右)，公司 21q2 玻纤纱销量或有环比小幅下降，在产产能没有变化，或主因库存变化扰动。我们测算 21q2 公司玻纤纱产品吨净利 1,500 元左右，环比或有+300 元幅度改善，因均价向上及单位生产成本减少。公司 21q2 亮眼业绩佐证行业景气继续向上。行业层面，我们预计 21/22 年玻纤纱新增产能相对有限，且对需求保持乐观，延续我们前期观点，看好行业高景气持续性。

### 重视公司产能扩张及较大降本空间带来的成长性

公司现阶段产能国内第四、全球第七，行业内影响力已不容忽视。但公司产能较巨石、泰玻等仍有较大差距，通过技改及新建稳步提升产能料有一定持续性。另一方面，公司玻纤纱生产成本较巨石等龙头仍有较大差距，结合公司更优的电力成本 (自供)、矿石原料布局逐步完善等，我们对公司后续成本下降空间保持乐观 (通过技改等，如近期公司沂水 3 线 6 万吨产能已放水冷修，拟技改升级至 10 万吨)。成本提升及生产成本稳步下降或为公司带来较优成长性，值得重视。

### 上调公司盈利预测，维持“买入”评级

21h1 业绩佐证我们前期对行业高景气延续性及公司降本空间的判断，我们小幅上调公司 21-23 年盈利预测，预计公司 21-23 年归母净利 5.4/6.9/8.4 亿 (前值 5.0/6.4/7.8 亿)，yoy +213%/28%/21%。参考 Wind 一致预期，当前可比公司 21 年 PE 均值及中位数分别为 16、16 倍，综合考虑公司行业地位及后续潜在成长性，认可给予公司 21 年 16 倍 PE，对应目标价 17.28 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**需求低于预期、行业供给增量超预期、公司新产能投放节奏低于预期；预告数据为初步测算结果，具体数据以 2021 年半年报为准。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,811.28	1,995.85	2,617.48	2,796.12	3,207.37
增长率(%)	0.44	10.19	31.15	6.82	14.71
EBITDA(百万元)	623.53	730.43	959.39	1,110.86	1,273.65
净利润(百万元)	146.28	172.37	539.56	689.59	835.87
增长率(%)	(13.35)	17.83	213.02	27.81	21.21
EPS(元/股)	0.29	0.34	1.08	1.38	1.67
市盈率(P/E)	43.34	36.78	11.75	9.19	7.58
市净率(P/B)	4.67	3.56	3.04	2.56	2.15
市销率(P/S)	3.50	3.18	2.42	2.27	1.98
EV/EBITDA	0.00	7.56	7.34	6.23	4.62

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	12.68 元
目标价格	17.28 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	500.00
流通 A 股股本(百万股)	100.00
A 股总市值(百万元)	6,340.00
流通 A 股市值(百万元)	1,268.00
每股净资产(元)	3.87
资产负债率(%)	59.90
一年内最高/最低(元)	15.25/4.61

### 作者

**武慧东** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521050002  
wuhuidong@tfzq.com

**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

### 股价走势



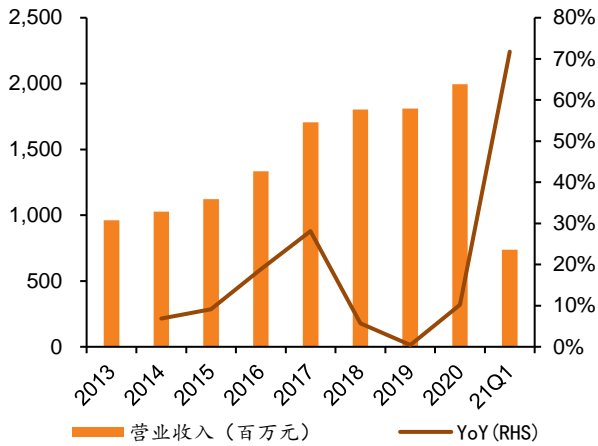
资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《山东玻纤-季报点评:21Q1 业绩符合预期，重视公司成长性》 2021-04-27
- 2 《山东玻纤-公司点评:成长性值得关注，受益行业高景气》 2021-03-11
- 3 《山东玻纤-首次覆盖报告:二梯队玻纤供应商，受益行业景气上行及产能扩张》 2021-02-22

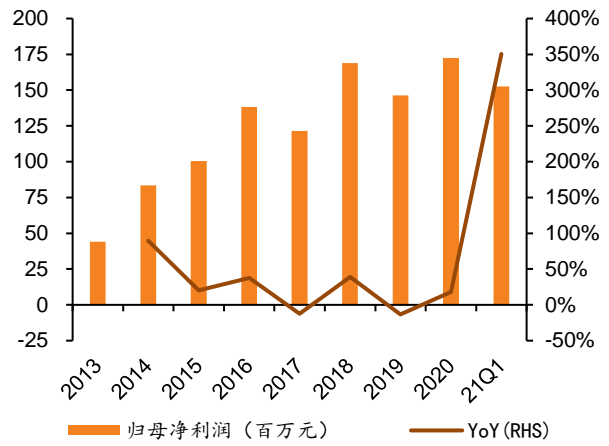
## 公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司近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：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			P/E		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
600176.SH	中国巨石	583.7	15.04	0.60	1.16	1.32	24.9	12.9	11.4
300196.SZ	长海股份	68.6	17.32	0.66	1.17	1.46	26.2	14.8	11.8
002080.SZ	中材科技	422.6	27.70	1.22	1.70	2.00	22.7	16.3	13.9
603601.SH	再升科技	80.8	11.62	0.50	0.56	0.70	23.3	20.8	16.6
<b>平均值</b>							<b>24.3</b>	<b>16.2</b>	<b>13.4</b>
<b>中位数</b>							<b>24.1</b>	<b>15.5</b>	<b>12.9</b>
605006.SH	山东玻纤	63.4	12.68	0.34	1.08	1.38	36.8	11.8	9.2

注：股价时间 2021/07/06；除山东玻纤外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	148.71	379.64	943.98	690.81	1,733.56
应收票据及应收账款	107.35	67.87	161.92	164.58	147.98
预付账款	2.83	3.20	2.05	3.84	2.81
存货	133.18	139.41	126.59	155.97	161.83
其他	505.54	537.81	639.93	738.59	839.00
<b>流动资产合计</b>	<b>897.61</b>	<b>1,127.92</b>	<b>1,874.47</b>	<b>1,753.79</b>	<b>2,885.17</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,913.42	3,221.58	3,102.91	3,002.42	2,899.84
在建工程	86.75	11.06	42.64	73.58	74.15
无形资产	145.33	138.95	131.73	124.52	117.30
其他	37.91	35.41	39.65	29.09	26.35
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,183.41</b>	<b>3,407.00</b>	<b>3,316.93</b>	<b>3,229.61</b>	<b>3,117.64</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,081.02</b>	<b>4,534.92</b>	<b>5,191.40</b>	<b>4,983.39</b>	<b>6,002.81</b>
短期借款	802.21	817.73	717.73	517.73	517.73
应付票据及应付账款	282.01	289.62	461.21	268.42	522.34
其他	732.41	682.47	962.58	807.81	1,001.12
<b>流动负债合计</b>	<b>1,816.63</b>	<b>1,789.81</b>	<b>2,141.51</b>	<b>1,593.95</b>	<b>2,041.19</b>
长期借款	403.22	651.82	551.82	401.82	401.82
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	503.61	311.82	411.82	511.82	611.82
<b>非流动负债合计</b>	<b>906.83</b>	<b>963.64</b>	<b>963.64</b>	<b>913.64</b>	<b>1,013.64</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,723.46</b>	<b>2,753.46</b>	<b>3,105.15</b>	<b>2,507.60</b>	<b>3,054.84</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	400.00	500.00	500.00	500.00	500.00
资本公积	351.46	585.98	585.98	585.98	585.98
留存收益	957.57	1,281.46	1,586.25	1,975.80	2,447.97
其他	(351.46)	(585.98)	(585.98)	(585.98)	(585.98)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,357.57</b>	<b>1,781.46</b>	<b>2,086.25</b>	<b>2,475.80</b>	<b>2,947.97</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,081.02</b>	<b>4,534.92</b>	<b>5,191.40</b>	<b>4,983.39</b>	<b>6,002.81</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	146.28	172.37	539.56	689.59	835.87
折旧摊销	282.66	299.18	154.31	156.76	159.23
财务费用	141.68	140.99	168.41	143.16	131.39
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(890.44)	(272.08)	289.95	(357.38)	478.38
其它	278.68	110.02	2.11	15.25	(10.87)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(41.14)</b>	<b>450.49</b>	<b>1,154.33</b>	<b>647.38</b>	<b>1,593.99</b>
资本支出	486.14	712.26	(40.00)	(20.00)	(50.00)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(646.12)	(1,002.39)	(24.22)	(57.19)	(0.47)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(159.98)</b>	<b>(290.13)</b>	<b>(64.22)</b>	<b>(77.19)</b>	<b>(50.47)</b>
债权融资	1,608.46	1,808.27	1,685.67	1,305.51	1,299.82
股权融资	(134.62)	191.71	(168.41)	(143.16)	(131.39)
其他	(1,264.16)	(1,988.82)	(2,043.03)	(1,985.72)	(1,669.20)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>209.69</b>	<b>11.15</b>	<b>(525.77)</b>	<b>(823.37)</b>	<b>(500.78)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>8.57</b>	<b>171.51</b>	<b>564.35</b>	<b>(253.18)</b>	<b>1,042.75</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,811.28</b>	<b>1,995.85</b>	<b>2,617.48</b>	<b>2,796.12</b>	<b>3,207.37</b>
营业成本	1,297.51	1,438.70	1,548.33	1,589.70	1,768.75
营业税金及附加	18.81	17.43	22.86	24.42	28.01
营业费用	71.47	18.83	24.70	26.39	30.27
管理费用	79.34	90.68	118.92	118.65	139.30
研发费用	64.36	76.02	99.70	98.12	115.75
财务费用	134.62	142.82	168.41	143.16	131.39
资产减值损失	(1.54)	(5.84)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(0.12)	0.00	2.11	15.25	(10.87)
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(23.79)	5.15	(4.22)	(30.50)	21.74
<b>营业利润</b>	<b>170.62</b>	<b>212.06</b>	<b>636.68</b>	<b>810.95</b>	<b>983.03</b>
营业外收入	1.50	0.92	0.92	0.92	0.92
营业外支出	0.71	0.58	0.58	0.58	0.58
<b>利润总额</b>	<b>171.42</b>	<b>212.40</b>	<b>637.02</b>	<b>811.29</b>	<b>983.37</b>
所得税	25.13	40.03	97.46	121.69	147.51
<b>净利润</b>	<b>146.28</b>	<b>172.37</b>	<b>539.56</b>	<b>689.59</b>	<b>835.87</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>146.28</b>	<b>172.37</b>	<b>539.56</b>	<b>689.59</b>	<b>835.87</b>
每股收益(元)	0.29	0.34	1.08	1.38	1.67

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	0.44%	10.19%	31.15%	6.82%	14.71%
营业利润	-19.26%	24.29%	200.24%	27.37%	21.22%
归属于母公司净利润	-13.35%	17.83%	213.02%	27.81%	21.21%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.36%	27.92%	40.85%	43.15%	44.85%
净利率	8.08%	8.64%	20.61%	24.66%	26.06%
ROE	10.78%	9.68%	25.86%	27.85%	28.35%
ROIC	10.92%	10.36%	21.48%	29.11%	30.95%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	66.73%	60.72%	59.81%	50.32%	50.89%
净负债率	107.53%	80.19%	35.55%	24.83%	-14.71%
流动比率	0.49	0.63	0.88	1.10	1.41
速动比率	0.42	0.55	0.82	1.00	1.33
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	11.45	22.78	22.78	17.13	20.52
存货周转率	16.24	14.64	19.68	19.79	20.19
总资产周转率	0.46	0.46	0.54	0.55	0.58
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.29	0.34	1.08	1.38	1.67
每股经营现金流	-0.08	0.90	2.31	1.29	3.19
每股净资产	2.72	3.56	4.17	4.95	5.90
<b>估值比率</b>					
市盈率	43.34	36.78	11.75	9.19	7.58
市净率	4.67	3.56	3.04	2.56	2.15
EV/EBITDA	0.00	7.56	7.34	6.23	4.62
EV/EBIT	0.00	12.67	8.74	7.26	5.28

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com