

行业高景气有望延续，经营质量不断提升

——2021年中报点评

核心观点

- 行业景气度高位，盈利创历史新高。21H1 公司收入/归母净利润 85.6/26.0 亿，YoY+75.0%/240.7%。Q2 单季度实现收入/归母净利润 45.6/15.3 亿，YoY+86.3%/238.7%。业绩大幅提升，主要得益于主要玻纤产品量价齐升，21H1 公司粗纱/电子布销量 110.2 万吨/2.22 亿米，YoY+20%/60%，估算粗纱/电子布均价 6398 元/吨/6.7 元/米，同比上涨 1472 元/吨/3.4 元/米。估算 21H1 粗纱单吨净利润约 1780 元，电子布单米净利润约 2.9 元。
- 21H2 国内稳价稳量，海外量价齐升。预计行业 21 年新增产能 73 万吨，但由于国内需求保持高位/海外需求向好，价格冲击有限。在海外需求加快恢复的判断下，海外价格有望继续提升。相较于同业，公司海外在产设计产能最大，21H1 达 30 万吨，并计划在埃及新建 12 万吨产能。由于国内海运价格大涨，集装箱短缺，在海外布局，公司比同行更能享受海外复苏红利。
- 十四五规划三个第一，成本持续下降，高端产能加快扩张。制造成本持续降低，智能制造生产线优势体现，智能线人均产量达 480 吨/年，21H1 人均效率同比提升 10%，未来成本仍有下降空间。公司抢抓行业高景气机遇，预计桐乡第四条年产 15 万吨热塑生产线有望提前至 21Q3 投产，“十四五”末公司有望实现热固粗纱/热塑短切/电子薄布均为全球第一的目标。公司不断优化产品结构，21H1 高端产品（热塑/风电/电子布）占比持续超 70%。
- 超额利润分享一方面激励核心骨干，另一方面彰显对未来 3 年业绩信心。公司首次提出超额利润分享方案（21-23 年），将业绩增长作为提取超额的关键门槛，激发团队积极性。此外，产能扩张/持续降本增效/产品结构优化，使得公司业绩增长确定性增加，估值中枢有望上升。

财务预测与投资建议

- 上调公司 21-23 年 EPS 至 1.38/1.56/1.71 元（由于股本变动，追溯调整后原 EPS 1.21/1.44/1.63 元）。盈利预测调整，主要调增电子布均价假设。作为玻纤行业龙头，未来 3 年成长属性较为确定。参考公司过去 6 年 PE 的估值中枢，认可给予公司 21 年 20XPE，目标价 27.60 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	17,067	19,340	20,959
同比增长(%)	4.6%	11.2%	46.3%	13.3%	8.4%
营业利润(百万元)	2,524	2,871	6,691	7,560	8,263
同比增长(%)	-11.0%	13.8%	133.0%	13.1%	9.4%
归属母公司净利润(百万元)	2,129	2,416	5,607	6,338	6,930
同比增长(%)	-10.3%	13.5%	132.1%	13.1%	9.4%
每股收益(元)	0.53	0.60	1.38	1.56	1.71
毛利率(%)	35.5%	33.8%	48.6%	49.4%	49.8%
净利率(%)	20.3%	20.7%	32.9%	32.8%	33.1%
净资产收益率(%)	14.2%	14.6%	28.1%	25.3%	23.2%
市盈率	31.4	27.7	12.1	10.7	9.8
市净率	4.3	3.8	3.0	2.5	2.1

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08月18日)	17.9 元
目标价格	27.60 元
52周最高价/最低价	24.82/11.3 元
总股本/流通A股(万股)	400,314/400,314
A股市值(百万元)	71,656
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年08月19日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.28	7.38	10.46	56.99
相对表现	3.71	15.45	20.42	55.5
沪深300	-3.43	-8.07	-9.96	1.49



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

20 年韧性凸显，21 年彰显弹性：——年报	2021-03-21
点评	
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

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。

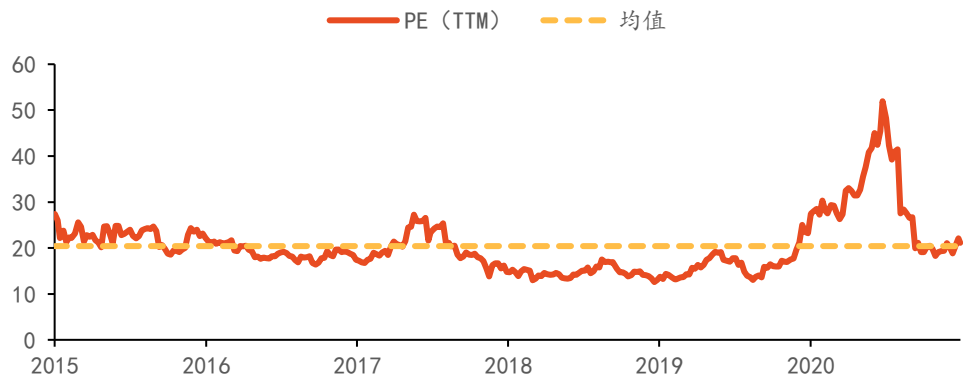
首次实施超额利润分享激励机制，促使增长更加稳健。公司公告超额利润分享方案，以 3 年为周期核定整体目标利润，年度目标利润原则上不低于以下四者中最高者：1.公司净利润考核目标；2.按照公司上一年净资产收益率计算的利润水平；3.企业近三年平均净利润；4.按照行业平均净资产收益率计算的利润水平。对超额利润分享提取比例，按年度净利润较上一年度净利润同比增长（0-10%）/（10%-20%）/（20%以上），分别按照超额利润的 15%/20%/30%计提。公司年度超额利润分享额一般不超过超额利润的 30%，每年实际行权或激励兑现的激励总额不得高于当年税后净利润的 10%。其激励人数不超过公司在岗员工总人数的 30%。我们认为作为国企改革三年行动方案的具体行动，公司首次实施超额利润分享的中长期激励机制，将业绩增长作为提取超额利润分享的关键门槛，有望激发团队积极性，促使增长更加稳健。

投资建议

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，认可给予公司 21 年 20XPE。我们选取过去 6 年（15/8/18-21/8/18）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（15/8/18-21/8/18）PE (TTM) 估值中枢 20X，我们认可给予公司 21 年 20XPE。

图 1：公司过去 6 年（15/8/18-21/8/18）PE-Band



数据来源：Wind，东方证券研究所

上调公司 21-23 年 EPS 至 1.38/1.56/1.71 元（由于股本变动，追溯调整后原 EPS 为 1.21/1.44/1.63 元）。盈利预测有所调整，主要考虑到电子布价格持续上涨，调增电子布均价假设。公司是玻纤行业龙头，产能持续扩张，成长性有望凸显。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。我们认可给予公司 21 年 20XPE，对应目标价 27.60 元，维持“买入”评级。

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 14.3%），对 21 年公司净利润影响约 4.2 亿（变动 7.8%）。

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	2,304	2,977	5,353	营业收入	10,493	11,666	17,067	19,340	20,959
应收票据及应收账款	5,057	6,206	9,675	10,915	11,722	营业成本	6,773	7,725	8,771	9,779	10,525
预付账款	128	106	195	211	219	营业税金及附加	61	102	149	169	183
存货	2,070	1,580	2,381	2,548	2,584	营业费用	88	134	171	193	210
其他	450	1,341	993	1,263	1,597	管理费用及研发费用	861	899	1,280	1,450	1,572
流动资产合计	9,150	11,102	15,548	17,913	21,475	财务费用	515	485	575	639	653
长期股权投资	1,231	1,369	1,369	1,369	1,369	资产减值损失	51	195	24	24	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	6,691	7,560	8,263
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	44,172	49,239	55,452	营业外支出	15	45	45	45	45
短期借款	6,611	4,201	5,591	4,201	4,201	利润总额	2,537	2,854	6,674	7,544	8,248
应付票据及应付账款	2,411	2,175	2,469	2,753	2,963	所得税	424	444	1,038	1,174	1,283
其他	2,644	5,170	4,917	5,047	5,141	净利润	2,113	2,410	5,635	6,370	6,965
流动负债合计	11,666	11,546	12,977	12,001	12,306	少数股东损益	(15)	(6)	28	32	35
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	5,607	6,338	6,930
应付债券	2,197	1,833	1,500	1,300	1,200	每股收益(元)	0.53	0.60	1.38	1.56	1.71
其他	512	582	95	100	115						
非流动负债合计	5,858	6,845	7,775	9,130	9,975	主要财务比率					
负债合计	17,524	18,391	20,753	21,131	22,281		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	434	910	938	970	1,004	成长能力					
股本	3,502	3,502	4,003	4,003	4,003	营业收入	4.6%	11.2%	46.3%	13.3%	8.4%
资本公积	3,439	3,726	3,225	3,225	3,225	营业利润	-11.0%	13.8%	133.0%	13.1%	9.4%
留存收益	8,582	10,322	15,254	19,910	24,938	归属于母公司净利润	-10.3%	13.5%	132.1%	13.1%	9.4%
其他	123	(114)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	16,081	18,346	23,420	28,108	33,171	毛利率	35.5%	33.8%	48.6%	49.4%	49.8%
负债和股东权益总计	33,604	36,737	44,172	49,239	55,452	净利率	20.3%	20.7%	32.9%	32.8%	33.1%
						ROE	14.2%	14.6%	28.1%	25.3%	23.2%
						ROIC	9.4%	9.8%	18.4%	17.5%	16.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	52.1%	50.1%	47.2%	43.1%	40.4%
净利润	2,113	2,410	5,635	6,370	6,965	净负债率	67.8%	50.2%	49.0%	38.5%	27.9%
折旧摊销	719	537	358	403	448	流动比率	0.78	0.96	1.19	1.48	1.73
财务费用	515	485	575	639	653	速动比率	0.61	0.82	1.01	1.28	1.53
投资损失	(64)	(185)	(190)	(180)	(185)	营运能力					
营运资金变动	(1,561)	633	(3,869)	(1,342)	(862)	应收账款周转率	8.0	9.4	10.9	9.2	9.3
其它	1,046	(1,829)	(298)	12	17	存货周转率	3.6	4.2	4.4	3.9	4.1
经营活动现金流	2,769	2,052	2,211	5,902	7,037	总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
资本支出	(2,117)	(1,695)	(3,515)	(3,119)	(3,123)	每股指标(元)					
长期投资	(22)	(138)	0	0	0	每股收益	0.53	0.60	1.38	1.56	1.71
其他	(2,639)	304	200	192	199	每股经营现金流	0.79	0.59	0.55	1.47	1.76
投资活动现金流	(4,778)	(1,528)	(3,315)	(2,927)	(2,924)	每股净资产	3.91	4.36	5.60	6.75	7.99
债权融资	(482)	1,073	1,399	1,409	818	估值比率					
股权融资	0	287	0	0	0	市盈率	31.4	27.7	12.1	10.7	9.8
其他	2,511	(1,452)	139	(3,711)	(2,555)	市净率	4.3	3.8	3.0	2.5	2.1
筹资活动现金流	2,029	(91)	1,538	(2,302)	(1,737)	EV/EBITDA	20.2	19.5	10.0	8.8	8.1
汇率变动影响	(62)	(11)	-0	-0	-0	EV/EBIT	25.0	22.7	10.5	9.3	8.5
现金净增加额	(43)	421	434	673	2,376						

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