

山东玻纤 (605006)

证券研究报告

2021年08月26日

重视公司成长潜力，看好 21h2 高景气及持续性

公司公告 21 年半年报，21h1 公司收入 14.5 亿，yoy +61%；归母净利 3.31 亿（前期业绩预告中值 3.30 亿），yoy+433%；扣非归母净利 3.23 亿（前期业绩预告中值 3.22 亿），yoy+490%。单 21q2 收入 7.1 亿，yoy+51%，qoq-4%；归母净利 1.78 亿，yoy+533%，qoq+17%；扣非归母净利 1.76 亿，yoy +557%，qoq+20%。21h1 收入、归母净利及扣非归母净利略超前期业绩预告中值，基本符合市场及我们预期。

均价提升、产品组合优化、成本继续下降致 21q2 净利环比快速增长

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，21h1 公司在产产能没有变化（沂水三线 6 万吨产能于 21 年 7 月初放水冷修，预计停产约 1 年，年产能拟提升至 10 万吨），21q2 收入环比减少推测主要因库存变动带来的销量环比减少。21q2 归母净利环比快速增长推测主要源于：1) 主要产品市场价格提升；2) 产品组合优化，高盈利产品销量占比提升（公司明确推动“市场需求和生产能力”协同平衡，根据市场动态及时调整销售变量）；3) 持续挖掘提升生产效率及强化费用管控。21h1 公司整体毛利率及归母净利率分别为 38.4%、22.6%，其中 21q2 整体毛利率及归母净利率分别为 42.0%、25.1%，qoq 分别+7.2、+4.4pct；我们测算公司 21q2 公司玻纤纱产品吨净利 1,500 元左右，环比或有约+300 元幅度改善。

量增及成本优化蕴含成长潜力，看好 21h2 行业高景气及后续持续性

公司现阶段产能国内第四、全球第七，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（产线技改、费用管控等）。产能提升及成本稳步下降或为公司带来较优成长性，值得重视。21/22 年行业供给增量有限；21h1 出口在海运资源紧张的背景下仍表现较好，同时风电需求韧性，短期看好出口及风电需求对行业景气度边际提振，长期需求有成长性；我们看好行业 21h2 高景气及后续持续性

上调 21-23 年盈利预测至 6.0/7.5/8.7 亿，维持“买入”评级

我们认为行业 21h2 景气度或好于市场前期预期，21h1 业绩佐证公司成本管控能力，我们上调公司 21-23 年归母净利预测至 6.0/7.5/8.7 亿（前值 5.4/6.9/8.4 亿），yoy +248%/26%/16%，综合考虑公司行业地位及后续潜在成长性，我们认可给予公司 16x 21 年目标 PE，上调目标价至 19.19 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、生产效率提升及费用优化效果低于预期

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	15.6 元
目标价格	19.19 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)	7,800.00
流通 A 股市值(百万元)	1,560.00
每股净资产(元)	4.07
资产负债率(%)	56.76
一年内最高/最低(元)	16.68/4.61

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
wangtaoa@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

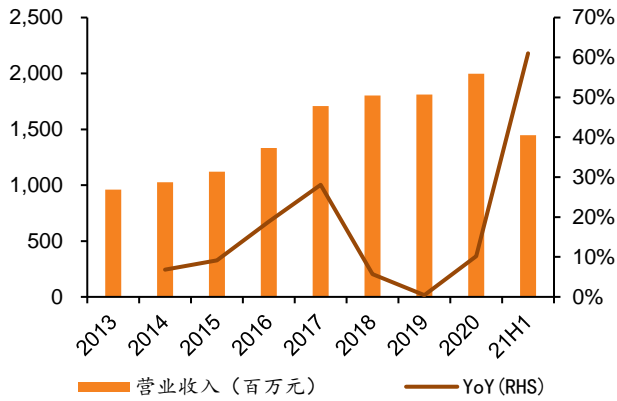
- 《山东玻纤-公司点评:21h1 业绩基本符合预期，继续看好公司成长性》 2021-07-07
- 《山东玻纤-季报点评:21Q1 业绩符合预期，重视公司成长性》 2021-04-27
- 《山东玻纤-公司点评:成长性值得关注，受益行业高景气》 2021-03-11

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	2,686.96	2,992.83	3,284.36
增长率(%)	0.44	10.19	34.63	11.38	9.74
EBITDA(百万元)	623.53	730.43	1,030.11	1,186.58	1,306.67
净利润(百万元)	146.28	172.37	599.59	754.43	873.08
增长率(%)	(13.35)	17.83	247.85	25.82	15.73
EPS(元/股)	0.29	0.34	1.20	1.51	1.75
市盈率(P/E)	53.32	45.25	13.01	10.34	8.93
市净率(P/B)	5.75	4.38	3.68	3.06	2.57
市销率(P/S)	4.31	3.91	2.90	2.61	2.37
EV/EBITDA	0.00	7.56	8.21	6.99	5.55

资料来源：wind，天风证券研究所

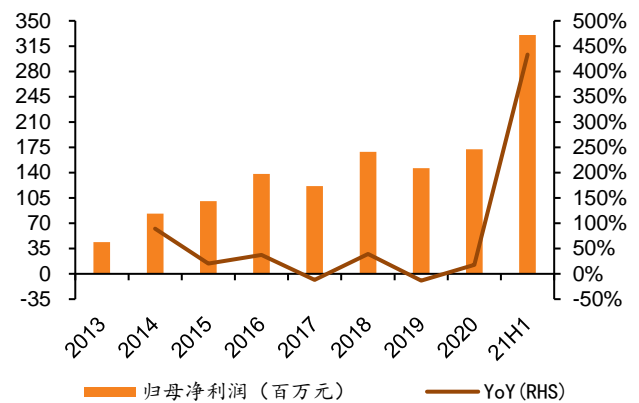
公司历年经营情况及可比公司估值表

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		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
600176.SH	中国巨石	725.4	18.12	0.60	1.26	1.40	30.0	14.4	12.9
300196.SZ	长海股份	86.4	21.15	0.66	1.25	1.55	31.9	16.9	13.7
002080.SZ	中材科技	506.5	30.18	1.22	2.03	2.23	24.7	14.9	13.5
603601.SH	再升科技	101.3	14.02	0.50	0.55	0.69	28.2	25.6	20.4
平均值							28.7	17.9	15.1
中位数							29.1	15.9	13.6
605006.SH	山东玻纤	78.0	15.60	0.34	1.20	1.51	45.3	13.0	10.3

注：股价时间 2021/08/25；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	982.36	783.17	1,821.41
应收票据及应收账款	107.35	67.87	168.02	181.45	138.61
预付账款	2.83	3.20	2.11	4.25	2.69
存货	133.18	139.41	129.78	175.19	156.23
其他	505.54	537.81	639.96	738.65	838.97
流动资产合计	897.61	1,127.92	1,922.24	1,882.71	2,957.91
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
非流动资产合计	3,183.41	3,407.00	3,316.93	3,229.61	3,117.64
资产总计	4,081.02	4,534.92	5,239.17	5,112.32	6,075.55
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	470.22	317.29	507.39
其他	732.41	682.47	967.43	817.32	997.27
流动负债合计	1,816.63	1,789.81	2,155.37	1,652.34	2,022.38
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
非流动负债合计	906.83	963.64	963.64	913.64	1,013.64
负债合计	2,723.46	2,753.46	3,119.01	2,565.98	3,036.02
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	1,620.16	2,046.33	2,539.53
其他	(351.46)	(585.98)	(585.98)	(585.98)	(585.98)
股东权益合计	1,357.57	1,781.46	2,120.16	2,546.33	3,039.53
负债和股东权益总计	4,081.02	4,534.92	5,239.17	5,112.32	6,075.55

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	146.28	172.37	599.59	754.43	873.08
折旧摊销	282.66	299.18	154.31	156.76	159.23
财务费用	141.68	140.99	168.24	142.60	120.62
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(890.44)	(272.08)	294.42	(340.03)	452.85
其它	278.68	110.02	2.11	15.25	(10.87)
经营活动现金流	(41.14)	450.49	1,218.67	729.01	1,594.91
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)
投资活动现金流	(159.98)	(290.13)	(64.22)	(77.19)	(50.47)
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	(168.24)	(142.60)	(120.62)
其他	(1,264.16)	(1,988.82)	(2,069.15)	(2,013.93)	(1,685.39)
筹资活动现金流	209.69	11.15	(551.72)	(851.02)	(506.20)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	8.57	171.51	602.73	(199.20)	1,038.24

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,811.28	1,995.85	2,686.96	2,992.83	3,284.36
营业成本	1,297.51	1,438.70	1,566.90	1,715.82	1,844.62
营业税金及附加	18.81	17.43	23.46	26.13	28.68
营业费用	71.47	18.83	25.36	28.24	30.99
管理费用	79.34	90.68	95.20	103.05	106.52
研发费用	64.36	76.02	102.35	105.02	115.25
财务费用	134.62	142.82	168.24	142.60	120.62
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
营业利润	170.62	212.06	707.56	887.22	1,026.81
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
利润总额	171.42	212.40	707.90	887.56	1,027.15
所得税	25.13	40.03	108.31	133.13	154.07
净利润	146.28	172.37	599.59	754.43	873.08
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	146.28	172.37	599.59	754.43	873.08
每股收益(元)	0.29	0.34	1.20	1.51	1.75

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	0.44%	10.19%	34.63%	11.38%	9.74%
营业利润	-19.26%	24.29%	233.66%	25.39%	15.73%
归属于母公司净利润	-13.35%	17.83%	247.85%	25.82%	15.73%
获利能力					
毛利率	28.36%	27.92%	41.68%	42.67%	43.84%
净利率	8.08%	8.64%	22.31%	25.21%	26.58%
ROE	10.78%	9.68%	28.28%	29.63%	28.72%
ROIC	10.92%	10.36%	23.37%	31.47%	32.09%
偿债能力					
资产负债率	66.73%	60.72%	59.53%	50.19%	49.97%
净负债率	107.53%	80.19%	33.17%	20.51%	-17.16%
流动比率	0.49	0.63	0.89	1.14	1.46
速动比率	0.42	0.55	0.83	1.03	1.39
营运能力					
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	19.96	19.63	19.82
总资产周转率	0.46	0.46	0.55	0.58	0.59
每股指标(元)					
每股收益	0.29	0.34	1.20	1.51	1.75
每股经营现金流	-0.08	0.90	2.44	1.46	3.19
每股净资产	2.72	3.56	4.24	5.09	6.08
估值比率					
市盈率	53.32	45.25	13.01	10.34	8.93
市净率	5.75	4.38	3.68	3.06	2.57
EV/EBITDA	0.00	7.56	8.21	6.99	5.55
EV/EBIT	0.00	12.67	9.66	8.05	6.32

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