

山东玻纤（605006.SH）/建材

证券研究报告/公司点评

2021年12月03日

评级：买入（维持）

市场价格：14.76

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

联系人：朱晋潇

Email: zhujx@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	18.11	19.96	28.22	30.61	34.13
增长率 yoy%	0.44%	10.19%	41.38%	8.49%	11.49%
净利润(亿元)	1.46	1.72	6.08	6.75	7.54
增长率 yoy%	-13.35%	17.83%	252.73%	11.02%	11.69%
每股收益(元)	0.29	0.34	1.22	1.35	1.51
每股现金流量	-0.31	-0.05	2.62	1.33	(0.26)
净资产收益率	10.8%	9.7%	26.1%	23.2%	21.3%
P/E	50.45	42.81	12.14	10.93	9.79
P/B	5.44	4.14	3.17	2.53	2.09

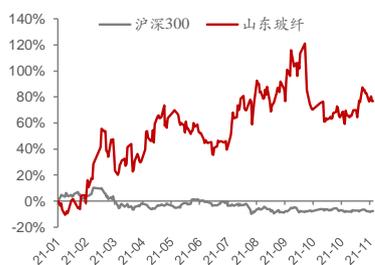
备注：股价取自2021年12月3日收盘价

投资要点

- 事件：**12月3日山东玻纤发布项目公告，公司拟对全资子公司天炬节能一条年产6万吨的玻璃纤维池窑拉丝生产线进行冷修技术改造，技术改造完成后，该生产线产能将提升至17万吨。项目总投资14.54亿元，该投资未构成关联交易。
- 投资主体：**天炬节能全称临沂天炬节能材料科技有限公司，为山东玻纤全资子公司，成立于2013年6月19日，注册资本为17000万元，其主营业务包括玻璃纤维及制品、高性能纤维及复合材料与玻璃纤维增强塑料制品制造与销售等。天炬节能最近一年及一期财务数据如下表所示，净利率由2020年6.96%提升至2021年1-9月18.25%，财务基本面较好，盈利能力提升明显，发展势头强劲。
- 投资项目：**项目名为“年产17万吨ECER玻纤生产线数字化升级技改项目”。建设地点在天炬节能厂区内，建设周期一年，将于2023年1月份达到设计使用寿命，项目概算总投资14.54亿元，项目资金来源为自筹资金及银行贷款。
- 投资影响：**通过对生产线进行技术改造，采用先进的工艺技术，智能化、数字化技术，利用现有条件进行数字化升级改造，可将设计年产能提升11万吨至17万吨，符合政策导向、市场需求及自身发展。有利于进一步降低生产成本，提升经济效益和产品竞争力，进一步提升公司市场话语权。
- 玻纤行业：**景气有望延续，产品结构继续优化。我们预计21Q4到22年行业新增产能有限，粗纱/电子纱分别约26/15万吨。在“能耗双控”下，行业新增产能难度增加，且落地不确定性提升。在需求端继续向好的判断下，行业景气有望延续。
- 公司产能规模、低成本、客户资源等优势凸显综合实力。**
 - 1) 产能规模国内第四且通过冷修技改持续扩大：**据公司公告，后续仍有产线冷修技改计划，预计到2025年实现国内产能达到62万吨左右。
 - 2) 低成本优势：**公司规模化、智能化、自有热电等综合优势明显，单位成本呈下降趋势。沂水厂区数字化生产基地建设的快速进展，使得公司工时效率，能耗强度等关键指标将看齐行业一流水平，叠加产能规模扩大及冷修技改推进，成本下降仍有空间。
 - 3) 客户资源优势：**OC为公司第一大客户，OC亦会给予公司一定的技术（浸润剂）、管理支持。
 - 4) 员工持股优势：**公司中层及以上管理、技术人员在公司持股平台持有股份，管理团队稳定，彰显发展决心与信心。
- 投资建议：**核心推荐逻辑是玻纤行业beta叠加公司冷修技改，带来量、价、利齐升，成本不断下降，业绩弹性大，估值更具性价比。我们预测公司2021-2022年实现归母

基本状况

总股本(百万股)	500
流通股本(百万股)	236
市价(元)	14.76
市值(亿元)	74
流通市值(亿元)	35

股价与行业-市场走势对比

相关报告

【公司点评】盈利高增，看好行业景气延续和公司成长性 20211030

【公司点评】业绩继续高增，受益于行业景气和降本增效 20211010

【公司点评】业绩高增，受益于行业高景气和提质降本增效 20210826

【公司点评】一季报超预期，量价齐升业绩弹性大 20210406

【公司深度】山东玻纤深度：进击的玻纤龙头，顺周期蓄势待发 20210203

净利润 6.1、6.8 亿元，当前股价对应 PE 分别为 12、11 倍。维持“买入”评级。

- **风险提示：**宏观需求不及预期；供给增加超预期；新生产线建设延迟风险；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 1: 天炬节能最近一年及一期数据 (万元)

	总资产	净资产	营业收入	净利润
2020	58,874.18	25,540.52	63,277.30	4,404.49
2021年1-9月	70,751.90	30,399.60	59,490.91	10,859.09

资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 2: 公司财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	18.1	20.0	28.2	30.6	34.1	成长性					
减:营业成本	13.0	14.4	17.3	18.3	20.4	营业收入增长率	0.4%	10.2%	41.4%	8.5%	11.5%
营业税费	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	营业利润增长率	-19.3%	24.3%	225.6%	15.4%	11.6%
销售费用	0.7	0.2	0.3	0.3	0.3	净利润增长率	-13.3%	17.8%	252.7%	11.0%	11.7%
管理费用	0.8	0.9	1.2	1.3	1.4	EBITDA增长率	0.7%	17.1%	69.7%	14.6%	11.8%
财务费用	1.3	1.4	1.4	1.5	1.7	EBIT增长率	-9.4%	26.2%	110.1%	14.7%	11.5%
资产减值损失	-0.0	-0.1	0.0	-0.0	-0.0	NOPLAT增长率	-4.4%	10.6%	145.4%	14.3%	11.6%
加:公允价值变动收益	-0.0	-	-	-	-	投资资本增长率	16.5%	14.2%	26.1%	-7.2%	15.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	12.1%	31.2%	30.7%	25.1%	21.3%
营业利润	1.7	2.1	6.9	8.0	8.9	利润率					
加:营业外净收支	0.0	0.0	0.2	-0.0	-0.0	毛利率	28.4%	27.9%	38.8%	40.2%	40.2%
利润总额	1.7	2.1	7.2	7.9	8.9	营业利润率	9.4%	10.6%	24.5%	26.0%	26.1%
减:所得税	0.3	0.4	1.1	1.2	1.3	净利润率	8.1%	8.6%	21.5%	22.1%	22.1%
归母净利润	1.5	1.7	6.1	6.8	7.5	EBITDA/营业收入	34.4%	36.6%	43.9%	46.4%	46.5%
资产负债表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	EBIT/营业收入	19.1%	21.8%	32.5%	34.3%	34.3%
货币资金	1.5	3.8	16.2	21.9	19.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	521	553	421	405	374
应收账款	1.1	0.7	1.8	0.9	2.1	流动营业资本周转天数	9	23	56	65	63
应收票据	-	0.0	3.8	0.4	4.3	流动资产周转天数	158	183	254	344	331
预付账款	0.0	0.0	0.8	0.1	0.9	应收账款周转天数	21	16	16	16	16
存货	1.3	1.4	0.5	1.5	0.7	存货周转天数	22	25	12	12	12
其他流动资产	5.1	5.4	5.4	5.4	5.4	总资产周转天数	781	777	700	775	729
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	513	537	458	454	422
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	0.8	1.6	2.4	ROE	10.8%	9.7%	26.1%	23.2%	21.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.6%	3.8%	9.4%	10.0%	10.7%
固定资产	29.1	32.2	33.7	35.1	35.9	ROIC	10.9%	10.4%	22.3%	20.2%	24.3%
在建工程	0.9	0.1	0.4	0.5	0.5	费用率					
无形资产	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2	销售费用率	3.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
其他非流动资产	0.4	0.4	-0.3	-1.1	-1.9	管理费用率	4.4%	4.5%	4.4%	4.1%	4.1%
资产总额	40.8	45.3	64.4	67.4	70.8	财务费用率	7.4%	7.2%	5.0%	5.0%	5.0%
短期债务	8.0	8.2	6.0	5.0	4.0	二费/营业收入	15.8%	16.5%	14.2%	13.8%	13.6%
应付账款	2.6	2.5	1.3	1.4	1.6	偿债能力					
应付票据	0.4	0.6	-	-	-	资产负债率	66.7%	60.7%	63.9%	56.7%	50.1%
其他流动负债	7.2	6.7	6.7	6.7	6.7	负债权益比	200.6%	154.6%	176.7%	131.2%	100.3%
长期借款	4.0	6.5	24.0	22.0	20.0	流动比率	0.49	0.63	2.03	2.29	2.65
其他非流动负债	5.0	3.1	3.1	3.1	3.1	速动比率	0.42	0.55	1.99	2.18	2.59
负债总额	27.2	27.5	41.1	38.2	35.5	利息保障倍数	2.57	3.05	6.49	6.86	6.86
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	4.0	5.0	5.0	5.0	5.0	DPS(元)	-	-	0.12	0.18	0.27
留存收益	9.6	12.8	18.3	24.1	30.3	分红比率	0.0%	0.0%	10.0%	13.3%	17.8%
股东权益	13.6	17.8	23.3	29.1	35.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	1.2%	1.8%
现金流量表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	业绩和估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1.5	1.7	6.1	6.8	7.5	EPS(元)	0.29	0.34	1.22	1.35	1.51
加:折旧和摊销	2.8	3.0	3.2	3.7	4.2	BVPS(元)	2.72	3.56	4.66	5.83	7.07
资产减值准备	0.0	0.1	-	-	-	PE(X)	50.5	42.8	12.1	10.9	9.8
公允价值变动损失	0.0	-	-	-	-	PB(X)	5.4	4.1	3.2	2.5	2.1
财务费用	1.4	1.4	1.4	1.5	1.7	P/FCF	-47.4	-319.5	5.6	11.1	-56.9
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	4.1	3.7	2.6	2.4	2.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	7.6	7.3	5.8	5.1
营运资金的变动	-8.9	-2.7	-6.6	4.1	-5.0	CAGR(%)	66.5%	63.5%	53.3%	66.5%	63.5%
经营活动产生现金流	-0.4	4.5	4.1	16.1	8.4	PEG	0.8	0.7	0.2	0.2	0.2
投资活动产生现金流	-1.6	-2.9	-5.0	-5.0	-5.0	ROIC/WACC	1.3	1.2	2.6	2.4	2.9
融资活动产生现金流	2.1	0.1	13.3	-5.4	-6.0	REP	-	1.4	0.9	0.9	0.7

资料来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。