

山东玻纤（605006.SH）/建材

证券研究报告/公司点评

2022年3月30日

评级：买入（维持）

市场价格：12.22

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

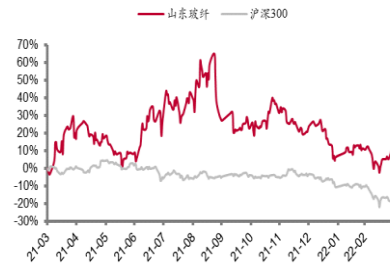
公司盈利预测及估值

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	19.96	27.49	30.69	33.58	37.61
增长率 yoy%	10.19%	37.72%	11.64%	9.43%	12.00%
净利润（亿元）	1.72	5.46	6.56	7.21	8.35
增长率 yoy%	17.83%	216.78%	20.07%	10.01%	15.74%
每股收益（元）	0.34	1.09	1.31	1.44	1.67
每股现金流量	-0.05	0.59	3.95	1.40	0.04
净资产收益率	9.7%	23.2%	23.9%	22.3%	21.8%
P/E	35.45	11.19	9.32	8.47	7.32
P/B	3.43	2.59	2.22	1.89	1.60

备注：股价取自 2022 年 3 月 29 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	500
流通股本(百万股)	500
市价(元)	12.22
市值(亿元)	61
流通市值(亿元)	61

股价与行业-市场走势对比

相关报告

【公司点评】山东玻纤点评：盈利保持快速增长，看好公司进一步降本增效 20220113

【公司点评】冷修技改持续推进，看好公司进一步降本增效 20211203

【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

投资要点

- 事件：**公司发布 2021 年年度报告，公司实现营业收入 27.49 亿元，同比增长 37.72%；归母净利润 5.46 亿元，同比增长 216.78%；基本每股收益 1.09 元。公司发布 2022 年一季度业绩预告，公司预计 2022 年第一季度实现归母净利润为 1.77 亿元至 1.96 亿元，同比增长 16%至 28%。公司业绩符合预期。
- 2021 玻纤主业量价齐升推动业绩高增。**
 玻纤行业自 2020Q4 迎来拐点之后，行业景气度不断上升，据卓创资讯，2021 年无碱玻纤粗纱均价 6607 元/吨，同比增加 36.51%。
吨价：公司作为粗纱产能排名全国第四的二线龙头企业，直接受益于行业景气度上行，2021 年玻纤业务均价 6020.85 元/吨，同比大幅提升 35.35%。
销量：2021 年公司实现玻纤销量 39.33 万吨，同比增长 4.4%，判断主要是 2020 年 5 月产能为 8 万吨的淄博卓意特种纤维线点火后在 2021 年完整贡献产能。
吨成本：2021 年公司玻纤吨成本 3544.37 元/吨，同比增加 11.05%，判断主要是能源与原材料涨价推动。
综合来看，量价齐升下公司 2021 年玻纤业务营收同比增长 41.36%，毛利率大幅提升 12.88 个点，主营业务玻纤量价齐升推动公司业绩高增。
- 2022 看玻纤景气延续和热电业务盈利改善。**
玻纤业务：21Q4 产能释放压力期已过，能耗双控助推行业周期弱化。从粗纱的季度边际新增有效产能来看，仅 21Q4 边际新增有效产能较多，达 5.8 万吨/季，进入 22 年后边际新增有效产能有所放缓，我们预计 22 年 Q1-Q4 边际新增有效产能分别为 1.7/1.7/3.3/1.3 万吨/季。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，高价格有望得到保持，量的方面，公司沂水三线 2021 年 10 月投产，将在 2022 年贡献完整年度产量增量。从公司发布的 2022Q1 业绩预告情况来看，玻纤业务继续延续同比增长的态势。
热电业务：2021 年公司热电业务收入增长 12.45%，下半年煤价出现大幅极端上涨，对热电业务成本造成较大冲击，全年毛利率为-1.05%，出现亏损。2022 年 Q1 以来，在保供稳价的大背景下，煤炭价格高位稳定，不会出现去年 10 月的大幅极端上涨，公司热电业务受益于此盈利料将逐步恢复。
- 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，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

升业绩弹性大 20210406

术改造完成后，该生产线产能将提升至 17 万吨。后续仍有产线冷修技改计划，预计到 2025 年国内产能达到 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，保持较高盈利状态，估值更具性价比。由于近期我们观察到玻纤行业新产能投产加快，供给端压力来临或快于预期，我们小幅下调公司盈利预测，预测公司 2022-2023 年实现归母净利润 6.56、7.21 亿元（前值 6.67、7.49 亿元），当前股价对应 PE 分别为 9、8 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: 公司财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	20.0	27.5	30.7	33.6	37.6	成长性					
减:营业成本	14.4	17.4	18.9	20.4	22.6	营业收入增长率	10.2%	37.7%	11.6%	9.4%	12.0%
营业税费	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	营业利润增长率	24.3%	211.8%	16.3%	12.2%	15.7%
销售费用	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	净利润增长率	17.8%	216.8%	20.1%	10.0%	15.7%
管理费用	0.9	1.1	1.4	1.4	1.5	EBITDA增长率	17.1%	60.4%	14.5%	13.2%	13.8%
财务费用	1.4	1.1	1.4	1.7	1.9	EBIT增长率	26.2%	96.3%	15.9%	13.2%	14.5%
资产减值损失	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	NOPLAT增长率	10.6%	124.6%	15.7%	15.5%	15.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	14.2%	9.8%	24.0%	-6.5%	12.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	31.2%	32.4%	16.5%	17.7%	18.3%
营业利润	2.1	6.6	7.7	8.6	10.0	利润率					
加:营业外净收支	0.0	-0.1	0.3	-0.0	-0.0	毛利率	27.9%	36.7%	38.3%	39.1%	39.9%
利润总额	2.1	6.5	7.9	8.6	10.0	营业利润率	10.6%	24.1%	25.1%	25.7%	26.6%
减:所得税	0.4	1.0	1.4	1.4	1.6	净利率	8.6%	19.9%	21.4%	21.5%	22.2%
归母净利润	1.7	5.5	6.6	7.2	8.3	EBITDA/营业收入	36.6%	42.6%	43.7%	45.2%	46.0%
资产负债表	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EBIT/营业收入	21.8%	31.1%	32.3%	33.5%	34.2%
货币资金	3.8	7.1	24.1	28.7	26.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	553	435	407	384	351
应收账款	0.7	0.5	0.8	0.6	1.0	流动营业资本周转天数	23	21	64	75	71
应收票据	0.0	-	4.2	0.4	4.8	流动资产周转天数	183	172	301	395	369
预付账款	0.0	0.0	0.8	0.1	0.9	应收账款周转天数	16	7	7	7	7
存货	1.4	1.5	0.6	1.7	0.8	存货周转天数	25	19	12	12	12
其他流动资产	5.4	5.9	5.9	5.9	5.9	总资产周转天数	777	630	731	802	740
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	537	436	458	448	412
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	9.7%	23.2%	23.9%	22.3%	21.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.8%	10.7%	8.9%	9.5%	10.6%
固定资产	32.2	34.1	35.3	36.3	37.0	ROIC	10.4%	20.4%	21.5%	20.0%	24.6%
在建工程	0.1	0.0	0.4	0.5	0.5	费用率					
无形资产	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1	销售费用率	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
其他非流动资产	0.4	0.3	-0.4	-1.2	-2.0	管理费用率	4.5%	4.1%	4.4%	4.1%	4.1%
资产总额	45.3	50.8	73.8	75.8	79.9	财务费用率	7.2%	4.0%	4.5%	5.0%	5.0%
短期债务	8.2	2.1	6.0	5.0	4.0	三费/营业收入	12.6%	12.6%	13.7%	13.8%	13.6%
应付账款	2.5	3.9	1.4	1.6	1.7	偿债能力					
应付票据	0.6	0.0	-	-	-	资产负债率	60.7%	53.6%	62.8%	57.4%	51.5%
其他流动负债	6.7	7.3	7.3	7.3	7.3	资产负债比	154.6%	115.5%	168.5%	134.6%	106.2%
长期借款	6.5	6.4	24.0	22.0	20.0	流动比率	0.63	1.13	2.47	2.68	3.06
其他非流动负债	3.1	7.6	7.6	7.6	7.6	速动比率	0.55	1.02	2.43	2.56	3.00
负债总额	27.5	27.2	46.3	43.5	40.6	利息保障倍数	3.05	7.84	7.18	6.69	6.84
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	DPS(元)	0.15	0.15	0.32	0.47	0.49
留存收益	12.8	17.5	22.5	27.3	33.2	分红比率	43.5%	13.7%	24.5%	32.7%	29.1%
股东权益	17.8	23.6	27.5	32.3	38.2	股息收益率	1.2%	1.2%	2.6%	3.9%	4.0%
现金流量表	2020	2021	2022E	2023E	2024E	业绩和估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1.7	5.5	6.6	7.2	8.3	EPS(元)	0.34	1.09	1.31	1.44	1.67
加:折旧和摊销	3.0	3.2	3.5	4.0	4.4	BVPS(元)	3.56	4.72	5.49	6.47	7.65
资产减值准备	0.1	0.1	-	-	-	PE(X)	35.4	11.2	9.3	8.5	7.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.4	2.6	2.2	1.9	1.6
财务费用	1.4	1.1	1.4	1.7	1.9	P/FCF	-264.6	20.8	3.1	8.7	324.5
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	3.1	2.2	2.0	1.8	1.6
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	7.6	6.9	5.7	4.6	4.0
营运资金的变动	-2.7	-4.4	-6.9	3.8	-4.5	CAGR(%)	61.1%	15.2%	64.9%	61.1%	15.2%
经营活动产生现金流	4.5	7.9	4.5	16.7	10.1	PEG	0.6	0.7	0.1	0.1	0.5
投资活动产生现金流	-2.9	-2.2	-5.0	-5.0	-5.0	ROIC/WACC	1.3	2.6	2.7	2.5	3.1
融资活动产生现金流	0.1	-1.6	17.5	-7.0	-7.3	REP	1.3	0.9	0.7	0.7	0.5

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。