

山东玻纤（605006.SH）/建材

证券研究报告/公司点评

2022年6月23日

评级：买入（维持）

市场价格：10.62

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

分析师：韩宇

执业证书编号：S0740522040003

Email: hanyu@zts.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)	0.29	0.91	1.31	1.44	1.67
每股现金流量	-0.04	0.49	3.95	1.40	0.04
净资产收益率	9.7%	23.2%	23.9%	22.3%	21.8%
P/E	36.97	11.67	8.10	7.36	6.36
P/B	3.58	2.70	1.93	1.64	1.39

备注：股价取自 2022 年 6 月 23 日收盘价

投资要点

- 事件 1：公司发布 2022 年限制性股权激励计划草案，拟授予限制性股票数量 1394.7 万股，约占总股本 2.3%，首次授予约占股本总额 1.9%。计划首次授予股票价格为 5.26 元/股，预计总摊销费用为 5980.5 万元。解除限售分三期进行，业绩条件为：以 19-21 年净利润均值为基数，23-25 年净利润增长率不低于 98%/103%/118%，每股收益不低于 1.07/1.09/1.18 元/股，且不低于同行业平均水平。**
- 事件 2：公司发布战略规划纲要，战略规划“十四五”末和“十五五”末玻纤及制品总设计产能规模分别达到 115 万吨/151 万吨。**
- 推出行业首份股权激励计划，管理经营活力再提升。**公司推出的股权激励计划属行业首份，充分彰显与员工共享发展成果的经营理念，叠加之前公司中层及以上管理、技术人员在持股平台持有股份，公司经营管理层的工作积极性和人员稳定性将再次得到提高，根据草案，2023-2025 年净利润完成目标分别为 5.70/5.85/6.28 亿，也彰显出公司长期稳健发展的决心和信心。
- 玻纤产能规模剑指百万，布局高端化和产业链延伸。**截止 2021 年末，公司玻纤纱设计产能 41 万吨，位居全国第四、全球第六。根据公司战略规划纲要，2025 年末公司设计产能目标 115 万吨，远期 2030 年则计划达到 151 万吨，相较于目前产能规模在未来 5-10 年实现翻倍式增长。同时公司积极协同股东山东能源集团在新能源新材料领域的布局以及在煤炭开采等矿业上的优势，找准定位开发风电等高端玻纤纱市场，同时发展新能源应用领域的高性能复合材料和矿用复合材料产品，延长产品链增加附加值。产能扩展雄心+股权激励激发管理经营层活力+协调股东资源协同高效发展，我们看好公司未来综合实力的不断提升。
- 2022 看玻纤景气持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 月点火，年末达产，将在 2022 年贡献完整年度产量增量。

热电业务：2021 年公司因煤价上涨出现亏损。2022 年 Q1 以来，在保供稳价的大背景下，煤炭价格高位稳定，公司也签订长协锁定煤炭成本端，且对上网电价有上调，

基本状况

总股本(百万股)	600
流通股本(百万股)	284
市价(元)	10.62
市值(百万元)	6,372
流通市值(百万元)	3,011

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：玻纤海外高景气，热电业务盈利改善
20220429

【公司点评】山东玻纤点评：行业高景气业绩高弹性，看好综合实力不断提升
20220330

【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，量价齐升业绩弹性大 20210406

热电业务仍处于盈利改善的通道。

- 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将持续扩大: 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，技术改造完成后，该生产线产能将提升至17万吨。根据公司战略规划，预计到2025年设计产能达到115万吨左右。

2) 低成本优势: 公司规模化的、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，公司最新发布行业首份股权激励计划，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叠加公司冷修技改和扩产，带来量、价、利齐升，保持较高盈利状态，估值更具性价比。公司股权激励方案和战略规划彰显发展决心和信心，维持预测公司2022-2024年实现归母净利润6.56、7.21、8.35亿元，当前股价对应PE分别为8、7、6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: 公司股权激励计划首次授予对象情况

姓名	职务	获授的权益数量 (万股)	占授予总量的比例	占股本总额的比例
高贵恒	董事、总经理	46	3.30%	0.08%
杜纪山	副总经理	34	2.44%	0.06%
郭照恒	副总经理	34	2.44%	0.06%
李金保	副总经理、总工程师	34	2.44%	0.06%
李钊	副总经理、财务总监	34	2.44%	0.06%
王传秋	副总经理、董事会秘	34	2.44%	0.06%
崔宝山	副总经理	34	2.44%	0.06%
其他人员合计 (不超过238人)		865.76	62.07%	1.44%
首次授予合计		1,115.76	80.00%	1.86%
预留		278.94	20.00%	0.46%
合计		1,394.70	100.00%	2.32%

资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 2: 公司股权激励计划业绩考核条件及解除限售比例

解除限售期	业绩考核条件	解除限售比例
第一个解除限售期	1、以2019-2021年净利润均值为基数，2023年度净利润增长率不低于98%，且不低于同行业平均水平； 2、2023年度每股收益不低于1.07元/股，且不低于同行业平均水平。	33%
第二个解除限售期	1、以2019-2021年净利润均值为基数，2024年度净利润增长率不低于103%，且不低于同行业平均水平； 2、2024年度每股收益不低于1.09元/股，且不低于同行业平均水平。	33%
第三个解除限售期	1、以2019-2021年净利润均值为基数，2025年度净利润增长率不低于118%，且不低于同行业平均水平； 2、2025年度每股收益不低于1.18元/股，且不低于同行业平均水平。	34%

资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 3: 公司股权激励计划激励成本情况

激励成本 (万元)	2022年 (万元)	2023年 (万元)	2024年 (万元)	2025年 (万元)	2026年 (万元)
5,980.47	897.07	2,152.97	1,741.81	892.09	296.53

资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 4: 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	净利润率	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	78.9	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	负债权益比	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)	0.13	0.13	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%	3.0%	4.4%	4.6%
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)	0.29	0.91	1.31	1.44	1.67
加:折旧和摊销	3.0	3.2	3.5	4.0	4.4	BVPS(元)	2.97	3.93	5.49	6.47	7.65
资产减值准备	0.1	0.1	-	-	-	PE(X)	37.0	11.7	8.1	7.4	6.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.6	2.7	1.9	1.6	1.4
财务费用	1.4	1.1	1.4	1.7	1.9	P/FCF	-275.9	21.7	2.7	7.6	282.0
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	3.2	2.3	1.7	1.6	1.4
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	7.6	6.9	5.1	4.0	3.5
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	4.5	7.9	4.5	16.7	10.1	PEG	0.6	0.8	0.1	0.1	0.4
投资活动产生现金	-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	0.1	-1.6	17.5	-7.0	-7.3	REP	1.3	0.9	0.6	0.6	0.4

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。