

**投资评级 优于大市 维持**

## 盈利承压，静待景气上行

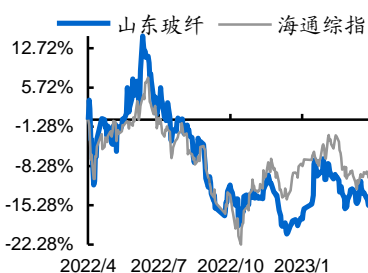
### 股票数据

04月17日收盘价(元)	8.67
52周股价波动(元)	8.09-12.93
总股本/流通A股(百万股)	600/284
总市值/流通市值(百万元)	5202/2458

### 相关研究

《2022H1 玻纤高景气，盈利高位持稳》  
 2022.08.23  
 《二线玻纤龙头，利润大幅增长》2022.03.30

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.9	-4.9	3.2
相对涨幅(%)	-5.7	-7.8	2.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:冯晨阳

Tel:(021)23212081

Email:fcy10886@haitong.com

证书:S0850516060004

分析师:申浩

Tel:(021)23154114

Email:sh12219@haitong.com

证书:S0850519060001

分析师:潘莹练

Tel:(021)23154122

Email:pyl10297@haitong.com

证书:S0850517070010

### 投资要点:

- **事件:** 公司发布2022年报, 2022年公司实现营业收入约28亿元、同比增长约1.19%, 实现归母净利润约5.4亿元、同比下降1.88%, 扣非归母净利润约3.8亿元、同比下降约28.7%。

单四季度实现收入6.3亿元、归母净利润约1亿元、扣非归母净利润亏损2526万元。

### 点评:

- **量增价跌, 单吨毛利下降。** 公司2022年玻纤销量45万吨、同比增长14.3%, 上市以来产能扩张初见成效; 受玻纤景气下行影响, 单吨收入同比下降706元/吨至5314元/吨, 成本同比上涨51元/吨(我们预计与2022年能源价格高企有关), 单吨毛利同比下降757元/吨至1719元/吨。
- **费用控制较好, 吨费用下滑显著, 处置贵金属增厚利润。** 2022年公司四项吨费用均有所下行, 销售、管理、研发、财务吨费用同比下降21、50、21、121元/吨, 四项吨费用合计下降213元/吨至666元/吨, 费用控制较好。公司处置贵金属, 2022年实现固定资产处置收益近1.6亿元, 增厚公司净利润, 公司单吨扣非净利润下滑405元/吨至837元/吨。
- **新产能有望打开降本空间, 静待行业景气上行。** 新建产能、冷修技改是大幅降低成本的主要路径, 上市后公司融资渠道大幅拓宽, 对重资产行业企业极为重要, 我们认为公司有望借助资本市场平台**新建新产能、改造老产能, 未来有望实现总产能规模提升、现代化生产线比例提升, 做到“质”“量”双升。我们判断玻纤行业景气度已然见底, 需求逐步回暖后或见库存拐点, 静待景气上行。**
- **维持“优于大市”评级:** 公司激励方案获批, 作为重资产企业上市后融资通道得到拓广, 迈入发展快车道。随着新产能投产, 公司产能规模将扩张、产品结构望升级、成本望持续下降, 盈利能力提升。我们预计公司2023~2025年归母净利润分别为5.60、7.99、11.29亿元, 对应EPS分别约0.93、1.33、1.88元/股, 我们给予公司2023年PE至11~13倍, 合理价值区间10.23~12.09元, 维持“优于大市”评级。
- **风险提示。** 玻纤产能超预期投放, 需求大幅下滑。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2749	2781	3028	3913	5017
(+/-)YoY(%)	37.7%	1.2%	8.9%	29.2%	28.2%
净利润(百万元)	546	536	560	799	1129
(+/-)YoY(%)	216.8%	-1.9%	4.5%	42.8%	41.3%
全面摊薄EPS(元)	0.91	0.89	0.93	1.33	1.88
毛利率(%)	36.7%	28.6%	28.8%	33.8%	36.0%
净资产收益率(%)	23.2%	18.9%	16.7%	19.6%	22.1%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**表 1 分项收支预测**

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
玻纤	销量: 万吨	39	45	50	65	85
	价格: 元/吨	6021	5314	5200	5300	5300
	成本: 元/吨	3545	3596	3500	3300	3200
	收入: 万元	236791	238989	260000	344500	450500
	毛利率	41.1%	32.3%	32.7%	37.7%	39.6%
热电	收入: 万元	34003	36544	40198	44218	48640
	毛利率	-1.0%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

**表 2 A 股同类可比上市公司估值**

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元/股) 一致预期			PE (倍)			PB (倍)
		2023/4/17	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	(按最新每股净资产计算)
600176.SH	中国巨石	15.60	1.65	1.47	1.74	9.4	10.6	8.9	2.2
002080.SZ	中材科技	25.40	2.09	2.12	2.58	12.1	12.0	9.8	2.3
300196.SZ	长海股份	16.12	2.00	1.64	2.15	8.1	9.8	7.5	1.6
<b>平均值</b>						<b>9.9</b>	<b>10.8</b>	<b>8.8</b>	<b>2.0</b>

资料来源: Wind, 海通证券研究所。注: 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>2781</b>	<b>3028</b>	<b>3913</b>	<b>5017</b>
每股收益	0.89	0.93	1.33	1.88	营业成本	1985	2155	2590	3209
每股净资产	4.73	5.58	6.80	8.51	毛利率%	28.6%	28.8%	33.8%	36.0%
每股经营现金流	1.09	1.60	1.48	2.69	营业税金及附加	21	23	30	38
每股股利	0.27	0.28	0.32	0.40	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	21	23	30	38
P/E	9.71	9.29	6.51	4.61	营业费用率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
P/B	1.83	1.55	1.28	1.02	管理费用	106	116	149	192
P/S	1.87	1.72	1.33	1.04	管理费用率%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
EV/EBITDA	10.21	6.69	4.78	3.41	EBIT	557	636	1017	1415
股息率%	<b>3.1%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.7%</b>	<b>4.6%</b>	财务费用	70	41	46	51
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	2.5%	1.3%	1.2%	1.0%
毛利率	28.6%	28.8%	33.8%	36.0%	资产减值损失	-23	-20	-20	-20
净利率	19.3%	18.5%	20.4%	22.5%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	18.9%	16.7%	19.6%	22.1%	<b>营业利润</b>	<b>635</b>	<b>666</b>	<b>951</b>	<b>1344</b>
资产回报率	10.6%	9.9%	11.9%	14.2%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	10.9%	11.0%	14.8%	17.5%	<b>利润总额</b>	<b>635</b>	<b>666</b>	<b>951</b>	<b>1344</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	569	909	1345	1787
营业收入增长率	1.2%	8.9%	29.2%	28.2%	所得税	99	107	152	215
EBIT 增长率	-28.9%	14.1%	59.8%	39.2%	有效所得税率%	15.6%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润增长率	-1.9%	4.5%	42.8%	41.3%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>536</b>	<b>560</b>	<b>799</b>	<b>1129</b>
资产负债率	43.7%	40.9%	39.2%	35.8%					
流动比率	1.35	1.23	1.16	1.30	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	1.12	1.05	0.93	1.11	货币资金	577	617	465	805
现金比率	0.51	0.50	0.30	0.45	应收账款及应收票据	103	60	151	120
<b>经营效率指标</b>					存货	234	185	319	306
应收账款周转天数	9.71	9.71	9.71	9.71	其它流动资产	609	661	847	1080
存货周转天数	35.03	35.03	35.03	35.03	流动资产合计	1524	1522	1783	2310
总资产周转率	0.55	0.57	0.63	0.68	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	0.82	0.84	0.94	1.04	固定资产	3369	3823	4495	5165
					在建工程	1	181	288	353
					无形资产	128	121	115	109
					非流动资产合计	3522	4150	4922	5651
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>5046</b>	<b>5672</b>	<b>6705</b>	<b>7961</b>
净利润	536	560	799	1129	短期借款	325	325	525	525
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	335	432	490	652
非现金支出	365	293	348	392	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-63	-48	48	53	其它流动负债	465	482	528	593
营运资金变动	-185	155	-308	40	流动负债合计	1125	1239	1543	1771
<b>经营活动现金流</b>	<b>653</b>	<b>961</b>	<b>888</b>	<b>1614</b>	长期借款	396	396	396	396
资产	-180	-809	-1100	-1100	其它长期负债	686	686	686	686
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	1082	1082	1082	1082
其他	0	0	0	0	<b>负债总计</b>	<b>2207</b>	<b>2321</b>	<b>2625</b>	<b>2852</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-180</b>	<b>-809</b>	<b>-1100</b>	<b>-1100</b>	实收资本	600	600	600	600
债权募资	-251	0	200	0	归属于母公司所有者权益	2839	3351	4080	5109
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-388	-112	-139	-174	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>5046</b>	<b>5672</b>	<b>6705</b>	<b>7961</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-639</b>	<b>-112</b>	<b>61</b>	<b>-174</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-166</b>	<b>40</b>	<b>-152</b>	<b>340</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 17 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

冯晨阳 建筑建材行业  
申浩 建筑建材行业  
潘莹练 建筑建材行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 鲁阳节能,天山股份,凯盛新能,中国巨石,东鹏控股,帝欧家居,松霖科技,华瓷股份,南玻 A,华新水泥,三棵树,雨中情,马可波罗,皇派家居,伟星新材,兔宝宝,冀东水泥,科顺股份,亚士创能,玉马遮阳,海螺水泥,长海股份,中材科技,东方雨虹,再升科技,山东玻纤,惠达卫浴,垒知集团,北新建材,上峰水泥

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。