

投资评级 优于大市 维持

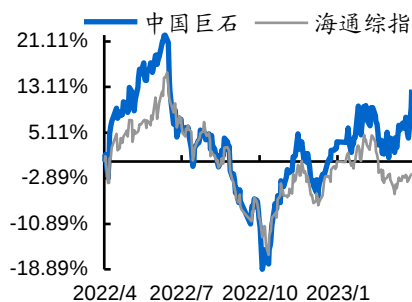
股票数据

04 月 20 日收盘价(元)	15.54
52 周股价波动(元)	11.44-17.78
总股本/流通 A 股(百万股)	4003/4003
总市值/流通市值(百万元)	62209/62209

相关研究

《景气探底，静待拐点》2023.03.21
《景气已至底部，静待改善信号》2022.10.23
《静待粗纱景气探底，公司产能继续扩张》
2022.08.23

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.7	-0.6	5.4
相对涨幅(%)	-0.8	-0.1	7.0

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

景气底已现，积极信号逐步出现

投资要点:

事件: 近日公司公布 2023 年 1 季报, 公司 23Q1 收入 37 亿元、同比-28.5%; 归母净利润 9.2 亿元、同比-49.8%; 扣非归母净利润 4.9 亿元、同比-65.7%。

点评:

● 23Q1 玻纤景气继续保持低位运行，库存水平环比基本稳定。

根据卓创咨询数据, 23Q1 玻纤粗纱仍处于景气低位; 23Q1 电子布均价 4.0 元/米, 22Q4 为 4.1 元/米, 环比变化不大。我们预计 2023 年开始公司部分产品长期合约执行新一年价格, 亦对产品均价有一定影响, 公司 23Q1 综合毛利率分别为 29.9%、分别同比-14.7pct、环比-3.2pct, 毛利率水平已接近 2020 年景气底部时期。库存方面, 23Q1 公司存货金额为 43 亿元、环比+4%, 考虑到公司埃及 12 万吨新线于 2022 年 12 月点火(新产能约占 2022 年销量 6%), 我们预计公司库存天数环比变化不大。

● 资产处置收益增厚盈利。1) 受收入同比下降影响, 各项费用率同比有所提升, 23Q1 公司期间费用率同比+3.5pct、环比-0.8pct。2) 23Q1 我们预计公司继续通过出售部分贵金属, 实现资产处置收益 4.4 亿元, 显著增厚当季公司盈利。3) 公司 23Q1 扣非归母净利润/收入比重同比-14.6pct。

● 公司实际控制人中建材集团为央企改革试点单位, 我们预计旗下同类资产存在合作可能。2022 年 12 月份公布关于公司控股股东及实际控制人避免同业竞争承诺延期履行的公告, 再次延期 2 年。作为央企改革试点单位, 公司后续激励机制、集团内部资源整合等方面动作值得期待, 集团旗下玻纤、风电叶片同类资产合计国内市占率均接近 50%, 我们预计后续公司和中材科技两者合作有望大幅改善行业竞争格局。

● 维持“优于大市”评级。我们认为随着景气回落至底部, 行业供给增量有望通过市场调节机制放缓, 近期部分企业库存有所下降, 此外 4 月 12 日振石集团华智研究院获得全球首张光伏组件用复合材料边框证书, 我们认为当前低位的玻纤价格有利于新领域应用扩张, 光伏边框应用拓展有望新增成为玻纤行业新的大型应用领域, 积极信号正逐个出现。我们预计公司 2023~2025 年 EPS 分别为 1.15、1.76、2.06 元, 给予 2023 年 PE 14~16 倍, 合理价值区间 16.10~18.40 元/股。

● 风险提示。玻纤价格下滑, 海外项目进度低于预期, 国企改革低于预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19707	20192	19146	23696	26496
(+/-)YoY(%)	68.9%	2.5%	-5.2%	23.8%	11.8%
净利润(百万元)	6028	6610	4587	7063	8252
(+/-)YoY(%)	149.5%	9.6%	-30.6%	54.0%	16.8%
全面摊薄 EPS(元)	1.51	1.65	1.15	1.76	2.06
毛利率(%)	45.3%	35.6%	35.3%	43.0%	44.9%
净资产收益率(%)	26.7%	24.0%	14.3%	18.3%	18.0%

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

● 智能制造内部复刻、技改周期开启，公司新一轮成本下行期开启，三地五洲布局增强对抗贸易摩擦灵活性。

1) 国内方面，巨石成都年产 15 万吨短切原丝生产线 2022 年 5 月底成功点火投产；桐乡总部智能制造基地年产 10 万吨细纱配套 3 亿米电子布生产线于 2022 年 6 月点火，桐乡智能制造基地全面收官。公司分别于 2022 年 3 月、4 月公告新建九江 40 万吨生产线（2022Q4 工程进度 50%）、桐乡 12 万吨技改扩建至 20 万、3 万吨电子纱配套 1 亿米电子布技改扩建至 5 万吨电子纱配套 1.6 亿米电子布，公司 2022 年 12 月公告将于江苏淮安新建 40 万吨玻纤产能，继续加码国内产能扩张，23Q1 在建工程 35 亿元，在建工程/固定资产比重为 11%。

2) 国外方面，公司通过三地五洲国际化交叉贸易（美国 9.6 万吨线已于 2019Q2 投产，2021 年实现扭亏为盈，2022 年盈利 1.3 亿元）减轻局部区域反补贴、反倾销的影响。公司公布巨石埃及一线 8 万吨冷修扩产至 12 万吨计划。自 2021 年初以来欧洲、中东、美国等海外市场需求恢复迅速，巨石埃及现有的生产能力已无法满足市场需求，公司于 2021 年 8 月公布巨石埃及 12 万吨玻纤池窑建设，该生产线已于 2022 年 12 月点火。

表 1 A 股同类可比上市公司估值

代码	简称	收盘价（元）	EPS（元人民币/股）一致预期				PE（倍）			PB（倍）
		2023-4-20	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	（按最新每股净资产计算）	
603601.SH	再升科技	5.06	0.20	0.28	0.35	24.7	18.1	14.4	2.5	
002080.SZ	中材科技	22.32	2.09	2.12	2.58	10.7	10.5	8.6	2.1	
002271.SZ	东方雨虹	30.97	0.84	1.54	2.03	36.8	20.1	15.2	2.9	
平均值						24.1	16.2	12.8	2.5	

资料来源：WIND，海通证券研究所。注：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
每股指标（元）					营业总收入	20192	19146	23696	26496
每股收益	1.65	1.15	1.76	2.06	营业成本	13004	12379	13495	14598
每股净资产	6.89	8.04	9.63	11.45	毛利率%	35.6%	35.3%	43.0%	44.9%
每股经营现金流	1.03	1.41	1.84	2.18	营业税金及附加	170	153	190	212
每股股利	0.48	0.40	0.62	0.72	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估（倍）					营业费用	158	153	190	212
P/E	9.41	13.56	8.81	7.54	营业费用率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
P/B	2.25	1.93	1.61	1.36	管理费用	685	574	711	795
P/S	3.08	3.25	2.63	2.35	管理费用率%	3.4%	3.0%	3.0%	3.0%
EV/EBITDA	8.76	11.57	7.49	6.18	EBIT	5598	5312	8400	9884
股息率%	3.1%	2.6%	4.0%	4.6%	财务费用	266	301	301	302
盈利能力指标（%）					财务费用率%	1.3%	1.6%	1.3%	1.1%
毛利率	35.6%	35.3%	43.0%	44.9%	资产减值损失	-35	-96	-118	-132
净利率	32.7%	24.0%	29.8%	31.1%	投资收益	-32	50	50	50
净资产收益率	24.0%	14.3%	18.3%	18.0%	营业利润	8124	5665	8730	10200
资产回报率	13.6%	8.7%	12.1%	12.7%	营业外收支	-85	19	24	26
投资回报率	11.6%	9.9%	14.0%	14.8%	利润总额	8039	5684	8754	10226
盈利增长（%）					EBITDA	7332	6112	9200	10684
营业收入增长率	2.5%	-5.2%	23.8%	11.8%	所得税	1219	907	1396	1631
EBIT 增长率	-17.0%	-5.1%	58.1%	17.7%	有效所得税率%	15.2%	15.9%	15.9%	15.9%
净利润增长率	9.6%	-30.6%	54.0%	16.8%	少数股东损益	210	191	294	344
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	6610	4587	7063	8252
资产负债率	40.8%	36.0%	31.2%	26.0%					
流动比率	0.93	0.99	1.23	1.63	资产负债表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.61	0.65	0.82	1.12	货币资金	2636	2859	3429	4421
现金比率	0.21	0.25	0.32	0.48	应收账款及应收票据	1875	1560	1931	2159
经营效率指标					存货	4129	3930	4285	4635
应收帐款周转天数	28.74	28.74	28.74	28.74	其它流动资产	3277	3200	3527	3729
存货周转天数	115.88	115.88	115.88	115.88	流动资产合计	11917	11549	13171	14944
总资产周转率	0.42	0.36	0.41	0.41	长期股权投资	1419	1419	1419	1419
固定资产周转率	0.70	0.59	0.65	0.65	固定资产	28903	32608	36462	40466
					在建工程	4514	5014	5514	6014
					无形资产	945	945	945	945
					非流动资产合计	36717	40921	45275	49780
现金流量表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	48634	52471	58446	64724
净利润	6610	4587	7063	8252	短期借款	4360	3501	2072	0
少数股东损益	210	191	294	344	应付票据及应付账款	3676	3500	3815	4127
非现金支出	1740	896	918	932	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-2114	-333	-407	-514	其它流动负债	4731	4632	4863	5058
营运资金变动	-2322	314	-505	-275	流动负债合计	12767	11632	10750	9184
经营活动现金流	4124	5654	7365	8739	长期借款	4309	4509	4709	4909
资产	-2301	-2981	-2976	-2974	其它长期负债	2760	2760	2760	2760
投资	1132	0	0	0	非流动负债合计	7069	7269	7469	7669
其他	-78	50	50	50	负债总计	19836	18901	18219	16853
投资活动现金流	-1247	-2931	-2926	-2924	实收资本	4003	4003	4003	4003
债权募资	12114	-659	-1229	-1872	归属于母公司所有者权益	27598	32179	38542	45842
股权募资	10	0	0	0	少数股东权益	1200	1391	1685	2029
其他	-14591	-1841	-2640	-2951	负债和所有者权益合计	48634	52471	58446	64724
融资活动现金流	-2467	-2500	-3869	-4823					
现金净流量	403	223	570	993					

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 20 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

1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 2. 市场基准指数的比较标准： 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。	类 别	评 级	说 明
	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。
	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。