

➤ **公司披露 2022 年年报：**全年实现营收 27.81 亿元，同比+1.19%，归母净利 5.36 亿元，同比-1.88%，扣非净利 3.76 亿元，同比-28.7%。其中，22Q4 实现营收 6.28 亿元，同比-9.17%，归母净利 0.95 亿元，同比-0.88%，扣非净利-0.25 亿元，21Q4 为 0.86 亿元。全年毛利率 28.62%，同比-8.04pct，净利率 19.26%，同比-0.6pct。**收入结构方面**，玻纤业务占比 85.9%，降低 0.2pct，热电业务占比 13.1%，提升 0.8pct。

➤ **全年粗纱价格同比回落，Q4 盈利承压：**

量方面：2022 年公司玻纤销量 44.97 万吨，同比+5.64 万吨（对应比例+14.3%），实现营收 23.9 亿元。2022 年公司无新增产能，同比增量预计主要来自于山玻 3 号线 6 改 10（2021 年 10 月点火）贡献。

价方面：玻纤吨价格 5314 元，同比-706 元。下降主因玻纤行业起伏较大，22H2 受行业新增产能释放+需求下滑因素影响，玻纤价格加快下滑。

成本方面：玻纤吨成本 3596 元，同比+51 元，其中吨直接材料成本 1615 元，同比+273 元。我们预计天然气价格上涨对公司单位成本影响较大。

盈利能力：我们测算全年吨毛利 1719 元，同比-757 元。其中，单四季度扣非净利转负，22Q4 毛利率 11.37%，同比-21.66pct、环比-14.08pct，预计主因 22H2 玻纤价格加速下滑。

➤ **资产负债率继续优化，财务费用明显下降：**报告期内公司期间费用率合计 10.77%，同比-1.81pct。其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.76%、3.82%、3.67%、2.52%，同比分别-0.21、-0.27、+0.12、-1.44pct。期末资产负债率为 43.73%，同比下降 9.87pct，期末长期借款 3.96 亿元，2021 年末为 6.41 亿元。

➤ **2023 年粗纱需求端复苏趋势确定性强、供给端存预期差**

展望 2023 年，粗纱顺周期共振向上。①**需求端：**23 年风电纱需求增长预期较强，除风电外，其他应用领域与宏观经济均有较强关联性，粗纱需求跟随经济复苏趋势确定性强。节奏方面，23H1 或以内需回暖对冲外需为主，23H2 重点关注风电+国内宏观经济复苏。②**供给端：**粗纱供给存在较大预期差，头部 3 家企业提前关停产能、推迟新建产能投放进度，调节供需关系，我们判断最近 3 年中（22-24 年），23 年供给释放最少，且 23H2 供给压力小于 23H1。**综合供需格局判断，23 年粗纱基本面逐季好转**，23Q4 受风电需求拉动有望出现供不应求情况，23Q1 玻纤公司业绩因高基数普遍有同比压力。

➤ **股权激励配套中长期战略纲要，玻纤产能加速扩张+布局新能源赛道：**

2022 年 6 月 23 日，公司发布 2022 年限制性股票激励计划（草案）及战略规划纲要，拟向 245 名激励对象授予 1394.7 万股限制性股票，占股本总额 2.32%。**战略纲要规划构建“1+2+3”产业发展新格局**，①玻纤产能规模达到百万吨，进入行业第一梯队，规划 2025 年末公司产能达 115 万吨，2030 年末达 151 万吨，2021 年公司设计产能为 41 万吨；②拓展两个业务增长点，发展新能源应用领域的高性能玻纤产品、高性能复合材料和矿用复合材料产品；③努力尝试种子业务，包括建筑节能保温材料、汽车轻量化与碳纤维。

➤ **投资建议：**继续关注①玻纤行业底部复苏趋势明确，②中长期战略纲要落地，公司具备产能弹性，③冷修技改降本、产品结构升级。我们预计 2023-2025 年归母净利为 4.17、5.69、7.23 亿，现价对应 PE 分别为 12X、9X、7X，维持“推荐”评级。

风险提示：宏观经济下行；行业产能投放节奏不及预期；燃料价格大幅波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2781	2888	3466	3996
增长率 (%)	1.2	3.8	20.0	15.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	536	417	569	723
增长率 (%)	-1.9	-22.2	36.6	27.1
每股收益 (元)	0.89	0.69	0.95	1.21
PE	10	12	9	7
PB	1.8	1.6	1.5	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 18 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

8.59 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyanyang_yj@mszq.com

研究助理 赵铭

执业证书：S0100122070043

邮箱：zhaoming_yj@mszq.com

相关研究

1.山东玻纤 (605006.SH) 2022 年一季报点评：受益出口高景气，价涨量提贡献增长-2022/05/02

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2781	2888	3466	3996
营业成本	1985	2235	2589	2898
营业税金及附加	21	21	26	30
销售费用	21	23	28	32
管理费用	106	110	132	152
研发费用	102	107	128	148
EBIT	557	426	605	785
财务费用	70	63	61	58
资产减值损失	-23	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	635	493	674	857
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	635	494	674	857
所得税	99	77	105	134
净利润	536	417	569	723
归属于母公司净利润	536	417	569	723
EBITDA	569	734	945	1154

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	577	799	1176	1581
应收账款及票据	103	84	96	125
预付款项	9	7	9	11
存货	234	225	264	310
其他流动资产	599	595	699	823
流动资产合计	1524	1710	2245	2850
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3369	3362	3334	3303
无形资产	128	127	127	126
非流动资产合计	3522	3514	3482	3453
资产合计	5046	5224	5727	6303
短期借款	325	325	325	325
应付账款及票据	335	435	498	537
其他流动负债	465	249	288	314
流动负债合计	1125	1009	1111	1176
长期借款	396	396	396	396
其他长期负债	686	686	686	686
非流动负债合计	1082	1082	1082	1082
负债合计	2207	2091	2192	2258
股本	600	600	600	600
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2839	3133	3535	4045
负债和股东权益合计	5046	5224	5727	6303

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	1.19	3.83	20.01	15.29
EBIT 增长率	-28.95	-23.53	41.97	29.69
净利润增长率	-1.88	-22.24	36.60	27.09
盈利能力 (%)				
毛利率	28.62	22.60	25.30	27.48
净利润率	19.26	14.43	16.42	18.10
总资产收益率 ROA	10.62	7.98	9.94	11.48
净资产收益率 ROE	18.87	13.30	16.10	17.88
偿债能力				
流动比率	1.35	1.69	2.02	2.42
速动比率	1.12	1.44	1.76	2.13
现金比率	0.51	0.79	1.06	1.34
资产负债率 (%)	43.73	40.03	38.28	35.83
经营效率				
应收账款周转天数	13.58	10.59	10.12	11.43
存货周转天数	43.08	36.78	37.25	39.04
总资产周转率	0.55	0.56	0.63	0.66
每股指标 (元)				
每股收益	0.89	0.69	0.95	1.21
每股净资产	4.73	5.22	5.89	6.74
每股经营现金流	1.09	1.40	1.32	1.49
每股股利	0.27	0.28	0.35	0.35
估值分析				
PE	10	12	9	7
PB	1.8	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	10.67	7.62	5.52	4.17
股息收益率 (%)	3.12	3.25	4.13	4.13

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	536	417	569	723
折旧和摊销	290	308	340	369
营运资金变动	-185	181	-56	-135
经营活动现金流	653	842	790	894
资本开支	-180	-169	-177	-209
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-180	-169	-177	-209
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-251	-261	0	0
筹资活动现金流	-639	-451	-235	-281
现金净流量	-166	222	377	405

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026