

山东玻纤 (605006.SH)

收入、利润保持稳定，未来增长动能强劲

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,749	2,781	2,885	3,402	4,019
增长率 yoy (%)	37.7	1.2	3.7	17.9	18.2
归母净利润(百万元)	546	536	438	588	750
增长率 yoy (%)	216.8	-1.9	-18.3	34.3	27.6
ROE (%)	23.2	18.9	14.0	16.2	17.5
EPS最新摊薄(元)	0.91	0.89	0.73	0.98	1.25
P/E(倍)	9.5	9.7	11.9	8.8	6.9
P/B(倍)	2.3	1.9	1.7	1.5	1.2

资料来源：长城证券产业金融研究院注：股价为 2023 年 4 月 18 日收盘价

事件：公司披露 2022 年年报，全年实现营业收入 27.81 亿元，同比增长 1.19%；归母净利润 5.36 亿元，同比下降 1.88%；扣非净利润 3.76 亿元，同比下降 28.7%，对此点评如下：

营收、净利润保持稳定，出售贵金属平滑周期。单四季度，公司营业收入同比下降 9.17%至 6.28 亿元，归母净利润同比下降 0.88%至 0.95 亿元，扣非净利润同比下降 129.29%至-0.25 亿元。**1) 产品销量持续增长，营收保持稳定；**2022 年公司玻纤产品实现主营收入 23.90 亿元，占全部主营业务收入的比例为 86.74%，同比上升 0.93%；电力及热力产品实现主营收入 3.65 亿元，同比增长 7.47%；公司主营业务销售中，国内销售占 85.54%，销售收入同比上升 0.08%，国外营业收入同比上升 12.91%。2022 年公司玻纤纱产量/销量/库存分别为 47.84/44.97/3.94 万吨，同比分别增长 18.74/14.34/109.57%。2022 年在玻纤价格下降的情况下，公司通过不断扩大市场份额、不断巩固优质市场、不断提升新市场增量，使得玻纤产品销量持续增长。**2) 价跌本升致毛利率下滑，资产处置提升利润；**2022 年公司毛利率/净利率同比分别下降 8.04/0.60pct 至 28.62%/19.26%，主要系价格下降、营业成本上升所致，其中玻纤产品/电力及热力产品毛利率同比变动-8.78/+0.73pct 至 32.34%/-0.32%。2022 年公司资产处置收益为 1.57 亿元，主要系出售贵金属资产所致。**3) 费用率有所下降，经营活动净现金流维持较好水平。**2022 年公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动-0.23/-0.26/+0.14/-1.45pct 至 0.76%/3.81%/3.67%/2.52%，主要系销售人员薪酬减少、折旧、修理费等费用减少、利息费用减少，研发人员职工薪酬、材料领用增加所致；公司经营活动净现金流为 6.53 亿元，同比减少 17%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少以及支付的各项税费增加所致，但仍维持在较好水平。

限制性股票激励计划获股东批复，未来增长动力十足。公司于 4 月 17 日公告收到山东能源集团有限公司《关于山东玻纤集团股份有限公司实施 2022 年限制性股票激励计划的批复》，同意公司实施 2022 年 A 股限制性股票激励计划。该计划的业绩考核条件以 2019-2021 年扣非净利润均值为基数，2023-2025 年度净利润增长率不低于 98%/103%/118%，且不低于同行业平均水平，彰显公司对于未来发展的信心。

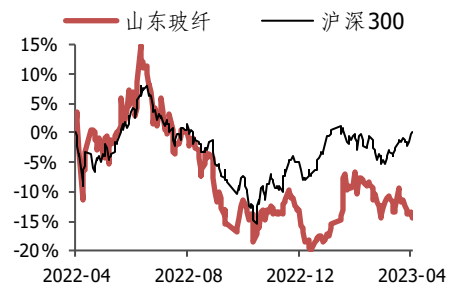
拟建设 30 万吨高性能(超高模)玻纤智造项目，产能快速增长。截至 2021 年底，公司玻纤纱产能 41 万吨。2022 年 2 月 1 日，公司公告全资子公司临沂天炬节能拟建设 30 万吨高性能(超高模)玻纤智造项目，项目概算总投资 37 亿元。该项目共建设三条池窑拉丝生产线，包括一条超高模量 3 万吨生产线，一条高模量 12 万吨生产线，一条 15 万吨 ECER 生产线。30 万吨高性能(超高模)玻纤智造项目建成后，公司产能将进一步提高，产品结构进

增持(首次评级)

股票信息

行业	建材
2023 年 4 月 18 日收盘价(元)	8.59
总市值(百万元)	5,154.05
流通市值(百万元)	2,435.81
总股本(百万股)	600.01
流通股本(百万股)	283.56
近 3 月日均成交额(百万元)	26.78

股价走势



作者

分析师 花江月
 执业证书编号：S1070522100002
 邮箱：huajiangyue@cgws.com

相关研究

进一步优化，能够有效提升玻纤产品竞争力，抢占高端玻纤产品市场，助推企业高质量发展。根据公司十四五规划，预计 2025 年公司玻纤及制品产量达到 100 万吨，营业收入达到 70 亿元，利润总额达到 20 亿元，资产负债率控制在 60%以下，资产总额超过 110 亿元。

公司控股股东变更为山能新材料，产业整合及政策支持有望加强。2023 年 2 月 10 日，公司收到山能新材料转来的中国证券登记结算有限责任公司出具的《过户登记确认书》，获悉国有股权无偿划转事项已于 2023 年 2 月 9 日完成证券过户登记手续，股份性质为限售流通股。本次国有股权无偿划转完成后，临矿集团不再持有公司股份，山能新材料持有公司约 3.16 亿股股份，占公司总股本的 52.74%；公司直接控股股东由临矿集团变更为山能新材料，间接控股股东仍为山能集团。本次国有股权无偿划转事项不会导致公司实际控制人发生变化，公司实际控制人仍为山东省国资委。本次国有股份划转主要是山东能源实施产业整合，将山东玻纤列入其“六大产业”之一的新材料产业，着力打造纤维及复合材料产业集群的战略决策。

投资建议：收入、利润保持稳定，未来增长动能强劲，首次给予增持评级。预计 2023~2025 年公司归母净利润分别达到 4.38、5.88、7.50 亿元，同比分别变动 -18%、+34%、+28%，对应 PE 估值 12、9、7 倍。玻纤行业景气度有望复苏，公司拟建设 30 万吨高性能(超高模)玻纤智造项目，产能快速增长；限制性股票激励计划获股东批复，未来增长动力十足；控股股东变更为山能新材料，产业整合及政策支持有望加强。

风险提示：玻纤价格低于预期；化工产品价格低于预期；行业竞争加剧；原材料成本超预期上升；在建拟建产能项目进度低于预期等

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1501	1524	1729	1812	2028
现金	708	577	905	772	1091
应收票据及应收账款	47	103	52	131	86
其他应收款	0	1	0	1	1
预付账款	4	9	4	12	7
存货	152	234	168	298	245
其他流动资产	590	599	599	599	599
非流动资产	3581	3522	3365	3755	4184
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3413	3377	3211	3597	4030
无形资产	134	128	114	102	89
其他非流动资产	34	17	39	56	65
资产总计	5082	5046	5094	5567	6212
流动负债	1324	1125	1111	1184	1297
短期借款	206	325	325	325	325
应付票据及应付账款	372	335	401	451	542
其他流动负债	746	465	385	408	429
非流动负债	1400	1082	867	754	638
长期借款	1130	908	693	581	464
其他非流动负债	269	173	173	173	173
负债合计	2724	2207	1977	1939	1934
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	500	600	600	600	600
资本公积	586	586	586	586	586
留存收益	1167	1547	1927	2410	3007
归属母公司股东权益	2358	2839	3116	3629	4278
负债和股东权益	5082	5046	5094	5567	6212

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	788	653	994	818	1379
净利润	546	536	438	588	750
折旧摊销	11	12	325	366	440
财务费用	109	70	94	90	86
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-214	-185	191	-155	200
其他经营现金流	336	220	-53	-71	-97
投资活动现金流	-215	-180	-118	-690	-778
资本支出	227	368	168	756	869
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	11	188	50	67	91
筹资活动现金流	-159	-639	-548	-261	-283
短期借款	-612	119	0	0	0
长期借款	479	-222	-215	-113	-117
普通股增加	0	100	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-26	-636	-334	-148	-166
现金净增加额	408	-166	328	-133	319

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2749	2781	2885	3402	4019
营业成本	1741	1985	2066	2392	2790
营业税金及附加	20	21	23	26	31
营业费用	27	21	26	30	34
管理费用	112	106	120	137	161
研发费用	97	102	106	123	147
财务费用	109	70	94	90	86
资产减值损失	-8	-23	0	0	0
其他收益	33	32	26	30	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-8	157	50	67	91
营业利润	661	635	530	706	898
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	13	1	5	6	4
利润总额	650	635	526	701	895
所得税	104	99	89	113	145
净利润	546	536	438	588	750
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	546	536	438	588	750
EBITDA	728	709	876	1084	1345
EPS (元/股)	0.91	0.89	0.73	0.98	1.25

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	37.7	1.2	3.7	17.9	18.2
营业利润 (%)	211.8	-4.0	-16.5	33.3	27.1
归属母公司净利润 (%)	216.8	-1.9	-18.3	34.3	27.6
获利能力					
毛利率 (%)	36.7	28.6	28.4	29.7	30.6
净利率 (%)	19.9	19.3	15.2	17.3	18.7
ROE (%)	23.2	18.9	14.0	16.2	17.5
ROIC (%)	13.4	13.2	10.3	12.3	14.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.6	43.7	38.8	34.8	31.1
净负债比率 (%)	59.7	37.2	13.9	13.0	1.3
流动比率	1.1	1.4	1.6	1.5	1.6
速动比率	0.9	1.1	1.4	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	49.0	37.1	37.1	37.1	37.1
应付账款周转率	5.8	6.1	6.1	6.1	6.1
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.91	0.89	0.73	0.98	1.25
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.31	1.09	1.66	1.36	2.30
每股净资产 (最新摊薄)	3.75	4.56	5.02	5.87	6.95
估值比率					
P/E	9.5	9.7	11.9	8.8	6.9
P/B	2.3	1.9	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA	9.1	8.8	6.4	5.2	3.9

资料来源: 长城证券产业金融研究院注: 股价为 2023 年 4 月 18 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层
邮编：100044
传真：86-10-88366686