

山东玻纤（605006）

增持（维持）

Q4 业绩承压，行业有望底部反转

2023年04月19日

市场数据

市场数据日期 2023-04-18

收盘价(元)	8.59
总股本(百万股)	600.01
流通股本(百万股)	283.56
净资产(百万元)	2839.15
总资产(百万元)	5046
每股净资产(元)	4.73

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证建材】山东玻纤 2022 年三季报点评: Q3 业绩短期承压, 长期需求向好》2022-10-25

《【兴证建材】山东玻纤 2022 年中报点评: Q2 业绩稳健增长, 长期成长路径清晰》2022-08-23

《【兴证建材】山东玻纤 2022 一季报点评: Q1 业绩亮眼, 关注降本空间+产能增量》2022-04-29

分析师:

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

S0190518070004

季贤东

jixiandong@xyzq.com.cn

S0190522100003

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

投资要点

- 公司披露 2022 年报。实现营收 27.81 亿元, 同比+1.19%, 实现归母净利 5.36 亿元, 同比-1.88%, 扣非后归母净利 3.76 亿元, 同比-28.70%。其中, 单四季度实现营收 6.28 亿元, 同比-9.17%, 归母净利 0.95 亿元, 同比-0.88%, 扣非后归母-0.25 亿元, 同比-129.29%, 主因报告期内玻纤价格持续下滑叠加成本上升所致。
- 公司 2022 年度实现综合毛利率 28.62%, 较上年同期-8.03pct。1) 分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现毛利率 36.46%、36.56%、25.45%、11.37%, 分别较上年同期变动+1.63、-5.46、-11.27、-21.66 个百分点; 2) 分产品来看, 公司的玻纤产品、电力及热力产品的毛利率分别为 32.34%、-0.32%, 分别同比变动-8.78pct、+0.73pct。
- 公司 2022 年期间费用占比为 10.77%, 较上年同期-1.81 个百分点。销售费用率 0.76%, 同比-0.21 个百分点; 2) 管理费用率 3.82%, 同比-0.27 个百分点; 3) 财务费用率为 2.53%, 同比-1.44 个百分点; 4) 研发费用率 3.67%, 同比+0.12 个百分点。
- 公司 2022 年度经营性现金流净额为 6.53 亿元, 较上年同期-1.35 亿; 每股经营性现金流净额为 1.09 元, 同比-0.23 元/股。1) 分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3、Q4 每股经营性现金流净额分别为 0.17 元、0.50 元、0.13 元、0.29 元, 分别较上年同期变动+0.13、+0.06、-0.25、-0.17 元/股; 2) 从收、付现比的角度来看, 公司 2022 年度收、付现比分别为 59.25%、41.99%, 分别较上年同期变动-8.80、-8.80 个百分点。3) 现金流方面, 经营活动产生的现金流量净额 6.53 亿元, 同比-17.16%; 投资活动产生的现金流量净额-1.80 亿元, 同比+16.38%; 筹资活动产生的现金流量净额-6.39 亿元, 同比-301.43%。
- 盈利预测: 我们预计 2023-2025 年归母净利分别为 4.65、6.16、7.13 亿元, EPS 分别为 0.78、1.03、1.19 元, 4 月 18 日股价对应动态 PE 分别为 11.2、8.4、7.3X, 维持“增持”评级。

风险提示: 原材料价格波动; 宏观经济波动; 市场竞争加剧; 玻纤需求不及预期; 投产进展不及预期; 汇率波动风险; 玻纤价格波动风险

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2781	2948	3390	4001
同比增长	1.2%	6.0%	15.0%	18.0%
归母净利润(百万元)	536	465	616	713
同比增长	-1.9%	-13.1%	32.3%	15.8%
毛利率	28.6%	31.5%	35.0%	35.0%
ROE	18.9%	15.1%	16.6%	16.1%
每股收益(元)	0.89	0.78	1.03	1.19
市盈率	9.7	11.2	8.4	7.3

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文

事件

- **公司披露 2022 年报。**实现营收 27.81 亿元，同比+1.19%，实现归母净利 5.36 亿元，同比-1.88%，扣非后归母净利 3.76 亿元，同比-28.70%。其中，单四季度实现营收 6.28 亿元，同比-9.17%，归母净利 0.95 亿元，同比-0.88%，扣非后归母-0.25 亿元，同比-129.29%，主因报告期内玻纤价格持续下滑叠加成本上升所致。

点评

- **公司披露 2022 年报，实现营收 27.81 亿元，同比+1.19%。**

1) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 8.33 亿元、7.62 亿元、5.58 亿元、6.28 亿元，分别较上年同期变动+13.00%、+7.44%、-8.60%、-9.17%；

2) 分产品来看，公司的玻纤产品，电力及热力产品分别实现营业收入 23.90、3.65 亿元。

玻纤产品实现销量 44.97 万吨，同比+14.34%；营业收入 23.90 亿元，同比+0.93%；营业成本 16.17 亿元，同比+15.98%；毛利率 32.34%，同比-8.78pct。单位售价 5314.41 元/吨，同比-706.20 元/吨；单位成本 3595.86 元/吨，同比+50.96 元/吨；单位毛利 1718.55 元/吨，同比-757.17 元/吨。

电力及热力产品实现销量 2746.13 万千瓦时，同比-80.44%；营业收入 3.65 亿元，同比+7.47%；营业成本 3.67 亿元，同比+6.70%；毛利率-0.32%，同比+0.73pct。单位售价 13.31 元/千瓦时，同比+10.89 元/千瓦时；单位成本 13.35 元/千瓦时，同比+10.90 元/千瓦时；单位毛利-0.04 元/千瓦时，同比-0.02 元/千瓦时。

- **公司 2022 年度实现综合毛利率 28.62%，较上年同期-8.03pct，主要系玻纤价格快速下滑所致。**

1) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现毛利率 36.46%、36.56%、25.45%、11.37%，分别较上年同期变动+1.63、-5.46、-11.27、-21.66 个百分点；

2) 分产品来看，公司的玻纤产品、电力及热力产品的毛利率分别为 32.34%、-0.32%，分别同比变动-8.78pct、+0.73pct。

- **公司 2022 年期间费用占比为 10.77%，较上年同期-1.81 个百分点。**

1) 销售费用率 0.76%，同比-0.21 个百分点；2) 管理费用率 3.82%，同比-0.27 个百分点；3) 财务费用率为 2.53%，同比-1.44 个百分点；4) 研发费用率 3.67%，

同比+0.12个百分点。

2) 公司期末资产负债率 43.73%，上年为 53.60%。长期借款 3.96 亿（21 年同期 6.41 亿）。

● 公司 2022 年度经营性现金流净额为 6.53 亿元，较上年同期-1.35 亿；每股经营性现金流净额为 1.09 元，同比-0.23 元/股。

1) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 每股经营性现金流净额分别为 0.17 元、0.50 元、0.13 元、0.29 元，分别较上年同期变动+0.13、+0.06、-0.25、-0.17 元/股；

2) 从收、付现比的角度来看，公司 2022 年度收、付现比分别为 59.25%、41.99%，分别较上年同期变动-8.80、-8.80 个百分点。

3) 现金流方面，经营活动产生的现金流量净额 6.53 亿元，同比-17.16%；投资活动产生的现金流量净额-1.80 亿元，同比+16.38%；筹资活动产生的现金流量净额-6.39 亿元，同比-301.43%。

成长路径清晰。公司规划“十四五”期间，通过技术改造和新建固定资产投资项目，至“十四五”末，玻纤及制品总设计产能规模达到 115 万吨，并计划 2025 年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。一是“十四五”期间，通过技术改造和新建固定资产投资项目，至“十四五”末，玻纤及制品总设计产能规模达到 115 万吨。二是“十五五”期间，通过新建投资项目，至“十五五”末，玻纤及制品总设计产能规模达到 151 万吨。

盈利预测：我们预计 2023-2025 年归母净利分别为 4.65、6.16、7.13 亿元，EPS 分别为 0.78、1.03、1.19 元，4 月 18 日股价对应动态 PE 分别为 11.2、8.4、7.3X，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动；宏观经济波动；市场竞争加剧；玻纤需求不及预期；投产进展不及预期；汇率波动风险；玻纤价格波动风险

附表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1524	2612	3306	4060
货币资金	577	1699	2375	3070
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	103	106	104	119
预付款项	9	6	7	8
存货	234	204	222	265
其他	599	597	598	597
非流动资产	3522	3335	3144	2955
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3369	3201	3033	2865
在建工程	1	1	0	0
无形资产	128	115	102	90
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	8	-0	-9	-18
其他	17	18	18	18
资产总计	5046	5947	6450	7015
流动负债	1125	1705	1592	1549
短期借款	325	538	472	385
应付票据及应付账款	335	439.03	448.82	522.48
其他	465	728	672	641
非流动负债	1082	1162	1153	1037
长期借款	396	372	364	292
其他	686	790	789	746
负债合计	2207	2866	2745	2587
股本	600	600	600	600
资本公积	586	586	586	586
未分配利润	1414	1691	2267	2938
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2839	3080	3705	4428
负债及权益合计	5046	5947	6450	7015
现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	536	465	616	713
折旧和摊销	12	180	180	180
资产减值准备	31	12	3	-1
资产处置损失	-157	0	0	0
公允价值变动损失	0	-1	-0	-0
财务费用	69	128	214	318
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-185	447	-87	-49
经营活动产生现金流量	653	1192	938	1174
投资活动产生现金流量	-180	2	1	1
融资活动产生现金流量	-639	-72	-264	-480
现金净变动	-166	1122	676	695
现金的期初余额	681	577	1699	2375
现金的期末余额	515	1699	2375	3070

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2781	2948	3390	4001
营业成本	1985	2020	2204	2600
税金及附加	21	21	21	21
销售费用	21	39	36	28
管理费用	106	108	108	108
研发费用	102	100	101	101
财务费用	70	128	214	318
其他收益	32	23	25	25
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0
信用减值损失	-7	0	0	0
资产减值损失	-23	0	0	0
资产处置收益	157	0	0	0
营业利润	635	556	733	849
营业外收入	1	3	2	2
营业外支出	1	6	4	5
利润总额	635	553	731	846
所得税	99	87	115	133
净利润	536	465	616	713
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	536	465	616	713
EPS(元)	0.89	0.78	1.03	1.19

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	1.2%	6.0%	15.0%	18.0%
营业利润增长率	-4.0%	-12.5%	32.0%	15.8%
归母净利润增长率	-1.9%	-13.1%	32.3%	15.8%
盈利能力				
毛利率	28.6%	31.5%	35.0%	35.0%
归母净利率	19.3%	15.8%	18.2%	17.8%
ROE	18.9%	15.1%	16.6%	16.1%
偿债能力				
资产负债率	43.7%	48.2%	42.6%	36.9%
流动比率	1.35	1.53	2.08	2.62
速动比率	1.15	1.41	1.94	2.45
营运能力				
资产周转率	54.9%	53.6%	54.7%	59.4%
应收账款周转率	3451.6%	2691.5%	2927.6%	3231.2%
存货周转率	1025.8%	916.1%	1022.9%	1059.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.89	0.78	1.03	1.19
每股经营现金	1.09	1.99	1.56	1.96
每股净资产	4.73	5.13	6.17	7.38
估值比率(倍)				
PE	9.7	11.2	8.4	7.3
PB	1.8	1.7	1.4	1.2

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn