

山东玻纤 (605006)

证券研究报告

2023年04月18日

22q4 单季扣非转亏，重视成长弹性

公司发布 22FY 年报，全年收入 27.8 亿，yoy+1%；归母净利 5.4 亿，yoy-2%；扣非归母净利 3.8 亿，yoy-29%。对应 22q4 公司收入 6.3 亿，yoy-9%，qoq +12%；归母净利 0.95 亿，yoy-1%，qoq+3%；扣非归母净利-0.25 亿，单季转亏。

公司亦公告，控股股东山东能源集团同意公司实施 2022 年 A 股限制性股票激励计划，该计划实施后续需要进一步获得股东大会审议批准。

22fy 扣非承压，22q4 单季亏损，资产负债表持续优化

22FY 公司玻纤销量 45.0 万吨，yoy+14.3%，基本反映公司有效产能变化（21 年公司完成沂水 3 线冷修并点火复产，产能规模有一定扩大）。22FY 公司玻纤产品 ASP 5,314 元，yoy-12%（据卓创资讯，22FY 行业粗纱吨均价 5,285 元，yoy-12%，2023/04/14 行业粗纱吨均价为 4,075 元）；公司 22FY 玻纤产品单位成本 3,596 元，yoy+1%。22h2 以来玻纤行业景气度快速下行（22q1/22q2/22q3/22q4/23q1 行业粗纱吨均价分别为 6,075/5,991/4,970/4,077/4,106 元），致公司效益压力逐季加大。22fy 公司综合毛利率 28.6%，yoy-8.0pct；其中 22q4 为 11.4%，yoy -21.7pct，qoq -14.1pct。22fy 公司扣非归母净利率 13.5%，yoy-5.7pct；其中 22q4 为-4.0%，单季亏损，yoy -16.5pct，qoq -15.0pct。22fy 热电业务效益仍有压力，22fy 热电产品毛利率-0.3%，yoy+0.7pct，推测该业务效益压力主要受高水平的煤炭价格影响；22fy 子公司沂水热电净利润 3,628 万元（vs 21 年为-1,363 万元），随着煤价逐步回归，我们预计 23fy 公司热电业务效益有改善空间。

22fy 末公司资产负债率 43.7%，yoy-9.9pct，负债率延续较快下降节奏；带息负债比率 67.7%，yoy-0.9pct，其中短期负债占比 21.8%，yoy +10.7pct，维持在较低水平。22fy 公司存货周转天数 29 天，yoy-1 天，库存水平相对合理。22fy 公司经营性现金流净流入 6.5 亿，为同期净利润之 1.2x。

粗纱行业景气持续筑底，23 年或有机会向上修复，重视公司成长弹性

往后展望，22h2 及 23q1 玻纤行业景气持续筑底，行业库存处于历史偏高位置，但已有积极变化，重点关注库存下降持续性及国内需求恢复节奏，我们认为 23 年玻纤行业景气有向上恢复机会。公司前期披露战略规划纲要，明确 2025 年公司玻纤及制品产量 100 万吨、收入 70 亿、利润总额达 20 亿等（vs 22 年分别为 48 万吨、27.8 亿、6.4 亿），公司前期公告拟投资 37.0 亿，建设 30 万吨高性能（超高模）玻纤智造项目，关注公司战略落地效果。公司视角，玻纤单位生产成本有较大优化空间，产能规模、稳态中枢单位效益或稳步提升，应重视公司成长弹性。

下调盈利预测，继续看好公司成长前景，维持“买入”评级

玻纤行业景气承压，下调公司 23/24 归母净利预测至 4.4/5.8 亿（前值 5.5/6.4 亿），新增 25 年归母净利预测为 8.1 亿，23-25 年 yoy 分别-18%/32%/40%。公司较可比公司有更优的成长弹性，给予公司 15x 23 年目标 PE，小幅下调目标价至 10.99 元，维持“买入”评级。

风险提示：需求低于预期、行业供给增量超预期、公司新产能投放节奏低于预期、成本优化执行力低于预期

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,748.63	2,781.35	2,881.54	3,352.59	3,905.04
增长率(%)	37.72	1.19	3.60	16.35	16.48
EBITDA(百万元)	1,171.38	677.62	858.07	1,062.56	1,365.86
净利润(百万元)	546.03	535.79	439.57	580.46	812.87
增长率(%)	216.78	(1.88)	(17.96)	32.05	40.04
EPS(元/股)	0.91	0.89	0.73	0.97	1.35
市盈率(P/E)	9.44	9.62	11.73	8.88	6.34
市净率(P/B)	2.19	1.82	1.57	1.34	1.10
市销率(P/S)	1.88	1.85	1.79	1.54	1.32
EV/EBITDA	6.90	8.53	6.14	4.45	2.61

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/玻璃玻纤
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.59 元
目标价格	10.99 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	600.01
流通 A 股股本(百万股)	283.56
A 股总市值(百万元)	5,154.05
流通 A 股市值(百万元)	2,435.81
每股净资产(元)	4.56
资产负债率(%)	43.73
一年内最高/最低(元)	12.93/8.09

作者

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

吴红艳 联系人
wuhongyan@tfzq.com

股价走势



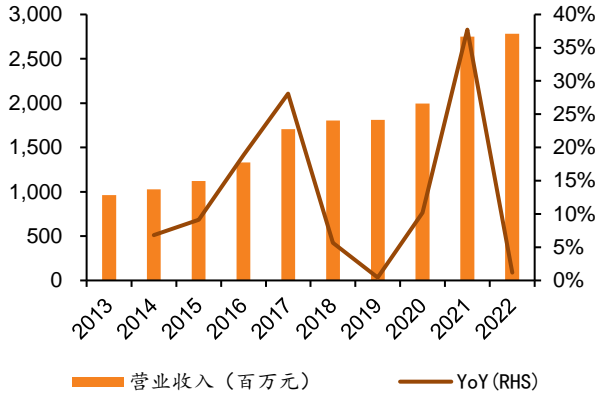
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《山东玻纤-季报点评:业绩承压，玻纤或周期筑底，关注内生成长节奏》2022-10-27
- 《山东玻纤-公司点评:推出股票激励计划草案，产能扩张目标及节奏超预期》2022-06-26
- 《山东玻纤-年报点评报告:22q1 好于预期，继续看好玻纤新贵成长前景》2022-03-30

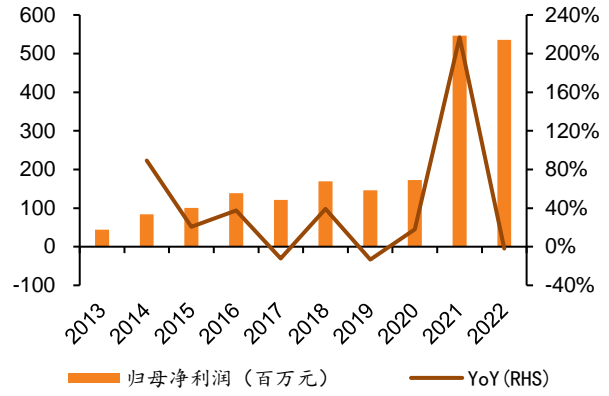
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS 元/股				P/E			
				21A	22A/E	23E	24E	21A	22A/E	23E	24E
600176.SH	中国巨石	624.5	16.06	1.51	1.65	1.47	1.74	10.7	9.7	10.9	9.2
300196.SZ	长海股份	65.9	16.56	1.40	2.00	1.64	2.15	11.8	8.3	10.1	7.7
002080.SZ	中材科技	426.2	25.23	2.01	2.09	2.12	2.58	12.6	12.1	11.9	9.8
603601.SH	再升科技	54.2	5.28	0.24	0.20	0.28	0.35	21.6	25.8	18.9	15.1
平均值								14.2	14.0	12.9	10.4
中位数								12.2	10.9	11.4	9.5
605006.SH	山东玻纤	52.0	8.59	0.91	0.89	0.73	0.97	9.5	9.7	11.8	9.0

注：股价时间 2023/04/18；除山东玻纤外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	707.53	577.15	1,350.61	1,893.23	3,061.15
应收票据及应收账款	46.65	103.45	52.06	128.87	81.88
预付账款	3.99	9.45	4.99	10.68	6.39
存货	152.06	234.36	180.73	269.71	221.02
其他	590.69	599.26	649.15	699.44	749.36
流动资产合计	1,500.93	1,523.67	2,237.54	3,001.92	4,119.80
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,413.44	3,369.03	3,121.49	2,888.68	2,668.41
在建工程	1.51	1.35	81.08	144.86	195.89
无形资产	133.80	127.54	120.73	113.92	107.12
其他	32.03	24.42	20.67	16.93	16.69
非流动资产合计	3,580.79	3,522.33	3,343.97	3,164.40	2,988.11
资产总计	5,081.71	5,046.00	5,581.51	6,166.32	7,107.91
短期借款	205.96	325.39	325.39	325.39	325.39
应付票据及应付账款	371.82	334.93	424.24	399.58	497.93
其他	610.86	338.28	483.15	512.15	538.61
流动负债合计	1,188.64	998.60	1,232.78	1,237.13	1,361.93
长期借款	641.00	395.55	395.55	395.55	395.55
应付债券	489.33	512.80	501.07	501.07	504.98
其他	269.22	173.40	173.40	173.40	173.40
非流动负债合计	1,399.55	1,081.75	1,070.01	1,070.01	1,073.93
负债合计	2,723.57	2,206.85	2,302.79	2,307.14	2,435.86
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	500.00	600.01	600.01	600.01	600.01
资本公积	585.98	586.05	586.04	586.04	586.04
留存收益	1,166.51	1,547.30	1,986.87	2,567.33	3,380.20
其他	105.66	105.80	105.80	105.80	105.80
股东权益合计	2,358.15	2,839.15	3,278.72	3,859.18	4,672.05
负债和股东权益总计	5,081.71	5,046.00	5,581.51	6,166.32	7,107.91

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	546.03	535.79	439.57	580.46	812.87
折旧摊销	320.33	11.63	230.20	231.41	231.64
财务费用	108.31	69.33	52.42	78.67	93.78
投资损失	0.00	0.00	(100.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	(469.22)	(289.67)	171.01	(213.67)	175.09
其它	282.48	325.63	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	787.93	652.70	793.20	626.87	1,263.38
资本支出	535.29	51.96	55.58	55.58	55.58
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(750.75)	(232.12)	(11.17)	(61.17)	(61.17)
投资活动现金流	(215.46)	(180.17)	44.42	(5.58)	(5.58)
债权融资	(49.33)	(443.74)	(64.16)	(78.67)	(89.87)
股权融资	50.66	100.21	(0.00)	0.00	0.00
其他	(160.50)	(295.44)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(159.17)	(638.97)	(64.16)	(78.67)	(89.87)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	413.30	(166.43)	773.46	542.62	1,167.92

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,748.63	2,781.35	2,881.54	3,352.59	3,905.04
营业成本	1,741.20	1,985.41	2,132.67	2,314.30	2,521.32
营业税金及附加	20.28	21.27	22.03	25.64	29.86
销售费用	26.80	21.17	21.93	25.52	29.72
管理费用	112.40	106.16	95.57	111.20	129.52
研发费用	97.35	101.94	105.61	122.87	143.12
财务费用	109.12	70.28	52.42	78.67	93.78
资产/信用减值损失	(5.74)	(30.10)	(31.18)	(37.31)	(45.20)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	100.00	50.00	50.00
其他	(14.06)	(129.46)	0.00	0.00	0.00
营业利润	661.29	634.69	520.12	687.09	962.51
营业外收入	1.64	0.81	0.81	0.81	0.81
营业外支出	12.50	0.54	0.00	0.00	0.00
利润总额	650.43	634.95	520.92	687.89	963.32
所得税	104.40	99.17	81.36	107.43	150.45
净利润	546.03	535.79	439.57	580.46	812.87
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	546.03	535.79	439.57	580.46	812.87
每股收益(元)	0.91	0.89	0.73	0.97	1.35

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	37.72%	1.19%	3.60%	16.35%	16.48%
营业利润	211.84%	-4.02%	-18.05%	32.10%	40.09%
归属于母公司净利润	216.78%	-1.88%	-17.96%	32.05%	40.04%
获利能力					
毛利率	36.65%	28.62%	25.99%	30.97%	35.43%
净利率	19.87%	19.26%	15.25%	17.31%	20.82%
ROE	23.16%	18.87%	13.41%	15.04%	17.40%
ROIC	20.37%	17.06%	12.94%	19.06%	25.97%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	53.60%	43.73%	41.26%	37.42%	34.27%
净负债率	49.21%	32.31%	4.03%	-10.63%	-33.70%
流动比率	1.13	1.35	1.82	2.43	3.02
速动比率	1.02	1.15	1.67	2.21	2.86

营运能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
应收账款周转率	48.00	37.06	37.06	37.06	37.06
存货周转率	18.86	14.40	13.88	14.89	15.92
总资产周转率	0.57	0.55	0.54	0.57	0.59

每股指标(元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益	0.91	0.89	0.73	0.97	1.35
每股经营现金流	1.31	1.09	1.32	1.04	2.11
每股净资产	3.93	4.73	5.46	6.43	7.79

估值比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
市盈率	9.44	9.62	11.73	8.88	6.34
市净率	2.19	1.82	1.57	1.34	1.10
EV/EBITDA	6.90	8.53	6.14	4.45	2.61
EV/EBIT	9.44	8.62	8.39	5.69	3.14

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com