

山东玻纤(605006.SH)/建材

拟发行可转债冷修技改，顺周期业绩弹性大

评级：买入（维持）

市场价格：9.93

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

电话：021-20315782

Email: sunying@r.qizq.com.cn

研究助理：朱晋潇

Email: zhujx@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	500
流通股本(百万股)	100
市价(元)	9.93
市值(亿元)	49.7
流通市值(亿元)	9.9

股价与行业-市场走势对比

相关报告

【公司深度】山东玻纤深度：进击的玻纤龙头，顺周期蓄势待发
20210203

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	18.03	18.11	21.00	25.61	28.21
增长率	5.67%	0.44%	15.92%	21.97%	10.15%
归母净利润(亿元)	1.69	1.46	1.74	4.24	5.60
增长率	39.03%	-13.35%	19.28%	143.14%	31.98%
每股收益(元)	0.34	0.29	0.35	0.85	1.12
每股自由现金流量	0.49	-0.31	(0.02)	0.90	(0.43)
净资产收益率	13.9%	10.8%	10.8%	21.4%	22.9%
P/E	29.41	33.94	28.45	11.70	8.87
P/B	4.10	3.66	3.08	2.50	2.03

备注：股价取自2021年2月8日收盘价

投资要点：

- **事件：2月8日晚公司发布公告，拟公开发行可转换公司债券不超过6亿元（含6亿元），用于年产10万吨玻璃纤维高端制造项目（项目总投资额6.21亿元，本次募集资金拟投入金额4.25亿元）、补充流动资金（项目总投资额1.75亿元，本次募集资金拟投入金额1.75亿元）。**
- **公司建设年产10万吨玻璃纤维高端制造项目，即在原有6万吨池窑生产线（现运行的三线6万吨池窑生产线，于2012年1月正式投产运行，目前已经运行9年）基础上，进行技术升级改造，年产10万吨玻璃纤维高端制造项目，具有优越的建设条件。该项目建设期为12个月，税后投资内部收益率为12.33%，税前含建设期投资回收期为7.20年，税后含建设期投资回收期为7.97年，预期经济效益良好。该项目可以充分利用其管理优势，提高生产效率，降低固定成本摊销和管理成本摊销，优化公司产品结构，提高公司核心竞争力。**
- **山东玻纤观点重申：**
- **核心推荐逻辑是玻纤行业beta叠加公司冷修技改，带来量、价、利齐升，成本不断下降，业绩弹性大，估值更具性价比。**
- **玻纤行业正处在景气上行周期，供需格局改善将推动顺周期延续。**
我们判断行业处于景气上行周期，背后驱动是需求复苏，供给偏紧亦是核心助力。**需求端：**海外制造业温和复苏、国内需求整体平稳，结构上看好汽车、美国地产、家电、电子等需求。**供给端：**21年全球产能新增预计不超过50万吨，且2021至2023年将进入行业冷修技改大周期，有效产能或将保持小个位数增长。当前库存处于历史较低水平。我们判断海外价格有望恢复，国内价格在当前高位基础上有进一步上行空间。
- **公司产能规模、低成本、客户资源等优势凸显综合实力。**
 - 1) **产能规模国内第四且持续扩大：**玻纤属于重资本行业，产能的扩张能提升规模效应，目前公司玻纤纱产能37万吨，位列国内第四，公司募投8万吨C-CR特种玻纤技改项目已投产，后续仍有产线冷修技改计划。
 - 2) **低成本优势：**公司规模化、智能化、自有热电等综合优势明显，单位成本呈下降趋势，随着产能规模扩大及冷修技改推进，成本下降仍有空间。
 - 3) **客户资源优势：**公司与全球玻纤龙头构建稳定合作关系，OC为公司第一大客户，2017年至2019年收入占比分别为12%/13%/15%。公司和OC合作共赢，OC亦会给予公司一定的技术（浸润剂）、管理支持。
 - 4) **员工持股优势：**公司实施员工持股计划，彰显发展决心与信心。

- **投资建议：** 预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 1.7、4.2、5.6 亿元，当前股价对应 PE 分别为 28、11、8 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：** 宏观需求不及预期；供给增加超预期；新生产线建设延迟风险；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 1: 公司财务报表

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	18.0	18.1	21.0	25.6	28.2	成长性					
减:营业成本	12.6	13.0	15.1	16.4	17.2	营业收入增长率	5.7%	0.4%	15.9%	22.0%	10.1%
营业税费	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	营业利润增长率	43.5%	-19.3%	20.9%	142.9%	31.6%
销售费用	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9	净利润增长率	39.0%	-13.3%	19.3%	143.1%	32.0%
管理费用	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2	EBITDA增长率	24.7%	0.7%	15.5%	52.7%	21.1%
财务费用	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4	EBIT增长率	40.7%	-9.4%	14.4%	77.2%	22.6%
资产减值损失	0.1	-0.0	0.1	0.1	0.0	NOPLAT增长率	45.8%	-4.4%	13.1%	85.5%	24.4%
加:公允价值变动收益	0.1	-0.0	-	-	-	投资资本增长率	6.0%	16.5%	43.8%	10.9%	17.0%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	16.2%	12.1%	18.9%	22.8%	23.2%
营业利润	2.1	1.7	2.1	5.0	6.6	利润率					
加:营业外净收支	-0.1	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	毛利率	30.3%	28.4%	27.9%	36.1%	38.9%
利润总额	2.1	1.7	2.1	5.0	6.6	营业利润率	11.7%	9.4%	9.8%	19.6%	23.4%
减:所得税	0.4	0.3	0.3	0.7	1.0	净利率	9.4%	8.1%	8.3%	16.6%	19.9%
归母净利润	1.7	1.5	1.7	4.2	5.6	EBITDA/营业收入	34.3%	34.4%	34.3%	43.0%	47.2%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	21.1%	19.1%	18.8%	27.4%	30.4%
货币资金	2.7	1.5	2.1	6.0	2.8	运营效率					
交易性金融资产	0.1	-	-	-	-	固定资产周转天数	470	521	520	453	428
应收账款	1.0	1.1	1.4	1.6	1.7	流动营业资本周转天数	-33	9	70	84	80
应收票据	1.1	-	2.9	0.6	3.2	流动资产周转天数	127	158	183	192	184
预付账款	0.0	0.0	0.7	0.1	0.7	应收账款周转天数	18	21	21	21	21
存货	0.9	1.3	0.3	1.5	0.4	存货周转天数	19	22	14	13	12
其他流动资产	1.2	5.1	5.1	5.1	5.1	总资产周转天数	694	781	788	778	788
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	463	513	581	592	614
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	0.8	1.6	2.4	ROE	13.9%	10.8%	10.8%	21.4%	22.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.5%	3.6%	3.4%	7.1%	8.8%
固定资产	23.3	29.1	31.5	33.0	34.0	ROIC	12.1%	10.9%	10.6%	13.7%	15.3%
在建工程	5.3	0.9	0.6	0.5	0.5	费用率					
无形资产	1.5	1.5	6.2	10.7	14.9	销售费用率	3.3%	3.9%	3.6%	3.4%	3.2%
其他非流动资产	0.7	0.4	-0.3	-1.1	-1.8	管理费用率	4.2%	4.4%	4.1%	4.1%	4.1%
资产总额	37.8	40.8	51.1	59.6	64.0	财务费用率	6.7%	7.4%	6.7%	5.5%	5.0%
短期债务	5.2	8.0	10.5	5.0	6.8	三费/营业收入	14.2%	19.3%	17.7%	16.1%	15.2%
应付账款	2.7	2.6	1.2	1.3	1.3	偿债能力					
应付票据	1.1	0.4	-	-	-	资产负债率	67.9%	66.7%	68.4%	66.7%	61.8%
其他流动负债	6.0	7.2	6.4	6.4	6.4	负债权益比	211.8%	200.6%	216.5%	200.6%	161.9%
长期借款	4.9	4.0	11.8	22.0	20.0	流动比率	0.47	0.49	0.69	1.17	0.96
其他非流动负债	5.8	5.0	5.0	5.0	5.0	速动比率	0.40	0.42	0.67	1.05	0.93
负债总额	25.7	27.2	35.0	39.8	39.5	利息保障倍数	3.17	2.57	2.82	4.95	6.14
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	4.0	4.0	5.0	5.0	5.0	DPS(元)	-	-	0.03	0.11	0.20
留存收益	8.1	9.6	11.1	14.8	19.4	分红比率	0.0%	0.0%	10.0%	13.3%	17.8%
股东权益	12.1	13.6	16.1	19.8	24.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	1.1%	2.0%
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1.7	1.5	1.7	4.2	5.6	EPS(元)	0.34	0.29	0.35	0.85	1.12
加:折旧和摊销	2.4	2.8	3.2	4.0	4.7	BVPS(元)	2.42	2.72	3.23	3.96	4.89
资产减值准备	0.1	0.0	-	-	-	PE(X)	29.4	33.9	28.5	11.7	8.9
公允价值变动损失	-0.1	0.0	-	-	-	PB(X)	4.1	3.7	3.1	2.5	2.0
财务费用	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4	P/FCF	20.2	-31.9	-467.5	11.0	-23.2
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	2.8	2.7	2.4	1.9	1.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	10.2	6.7	5.8
营运资金的变动	3.7	-8.9	-5.5	1.6	-2.3	CAGR(%)	36.0%	56.4%	12.8%	36.0%	56.4%
经营活动产生现金流	4.0	-0.4	0.9	11.2	9.4	PEG	0.8	0.6	2.2	0.3	0.2
投资活动产生现金流	-5.3	-1.6	-10.0	-10.0	-10.0	ROIC/WACC	1.5	1.3	1.3	1.7	1.9
融资活动产生现金流	1.9	2.1	9.7	2.7	-2.6	REP	-	-	1.4	1.0	0.8

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。