

山东玻纤 (605006)

证券研究报告

2021年02月22日

二梯队玻纤供应商，受益行业景气上行及产能扩张

玻纤行业供需格局明显优化，本轮景气向上或更有持续性

需求角度，我们认为我国玻纤需求增速与 GDP 增速比例短期仍将维持在较高水平，中性情境假设下预计 21 年我国玻纤需求量 473 万吨，同增 21.6%。中观行业角度，主要领域（建筑、电子、交通）等渗透率均存在提升空间及动力，且对平价时代风电行业发展节奏不悲观，玻纤需求短期有支撑，长期有空间。供给角度，不考虑冷修/关停带来的产能减少，预计 21/22 年新增产能分别为 55/33 万吨，较 18-19 年供给投放节奏已有大幅放缓，且玻纤行业“十四五”规划有望带动行业产能中长期进入有序扩张时代。供需格局较前期有明显优化，判断本轮行业景气向上周期更有持续性。

稳居国内第二梯队，产能扩张驱公司成长

山东玻纤 20Q3 于上交所上市，公司主要业务包括玻纤纱及制品，另有热电产品。截止 20 年底，公司玻纤纱产能 37 万吨，国内第四、全球第七。其中最新一条 8 万吨 C-CR 特种纤维技改产线于 20 年 10 月投产，近期公司公告转债拟募资 6 亿元，主要用于年产 10 万吨玻璃纤维高端制造项目（沂水 3 线技改，产能由 6 万吨升级至 10 万吨），预计 22 年中完成技改，公司玻纤纱年产能有望突破 40 万吨。我们认为公司产能持续扩张有动力，且有助于提升公司竞争力，主要源于：1) 现阶段产能利用率较高；2) 新投产产能成本控制能力更优，有助于提升公司盈利能力；3) 产线迭代升级可更好应对下游需求变化。

单位生产成本仍有较大下降空间，外部合作+高强度投入助技术进步

玻纤纱生产成本控制能力是企业核心竞争力之一，19 年公司整体玻纤纱吨成本 3,261 元，较 18 年下降 312 元/8.6%，近年稳步下降。考虑到：1) 公司玻纤纱生产成本较行业龙头仍有较大差距，新投产能、管理提效等或驱动差距逐步缩窄；2) 公司电力成本更低（自供）、且矿石原料布局逐步完善，我们对公司后续成本下降空间保持乐观。公司发展壮大过程中，注重与 OC 等外部客户、机构等合作，同时自身研发投入维持较高强度，助力公司生产工艺持续进步，提升公司竞争力及更好应对需求变化。

成长性优于行业龙头，受益行业高景气，首次覆盖给予“买入”评级

公司作为国内二梯队玻纤供应商，产能基数较小，成本有较大下降空间，成长性优于巨石等行业龙头。20Q4 以来，行业景气提升，玻纤价格稳步向上，公司受益。我们预计公司 20-22 年收入分别为 20.7/26.8/28.6 亿元，YoY 分别为 14%/29%/7%，预计同期归母净利润为 1.8/5.0/6.5 亿元，YoY 分别为 21%/181%/30%，对应 21 年 PE 13x，结合可比公司估值水平，我们给予公司 21 年目标 PE 20x，对应目标价 20.00 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：需求低于预期、行业供给超预期、公司产能投放节奏低于预期，原材料价格上升超预期。

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,803.40 | 1,811.28 | 2,070.47 | 2,677.73 | 2,863.67 |
| 增长率(%) | 5.67 | 0.44 | 14.31 | 29.33 | 6.94 |
| EBITDA(百万元) | 619.02 | 623.53 | 486.75 | 821.83 | 951.75 |
| 净利润(百万元) | 168.82 | 146.28 | 177.46 | 499.26 | 647.55 |
| 增长率(%) | 39.03 | (13.35) | 21.31 | 181.34 | 29.70 |
| EPS(元/股) | 0.34 | 0.29 | 0.35 | 1.00 | 1.30 |
| 市盈率(P/E) | 38.95 | 44.95 | 37.05 | 13.17 | 10.15 |
| 市净率(P/B) | 5.43 | 4.84 | 4.02 | 3.08 | 2.36 |
| 市销率(P/S) | 3.65 | 3.63 | 3.18 | 2.46 | 2.30 |
| EV/EBITDA | 0.00 | 0.00 | 15.59 | 8.67 | 6.52 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|----------|
| 行业 | 化工/化学制品 |
| 6 个月评级 | 买入（首次评级） |
| 当前价格 | 13.15 元 |
| 目标价格 | 20 元 |

基本数据

| | |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股) | 500.00 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 100.00 |
| A 股总市值(百万元) | 6,575.00 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1,315.00 |
| 每股净资产(元) | 3.40 |
| 资产负债率(%) | 64.71 |
| 一年内最高/最低(元) | 13.15/4.61 |

作者

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1. 山东玻纤：稳居行业二梯队的玻纤供应商 | 4 |
| 2. 玻纤行供需格局优化，景气向上或更有持续性 | 6 |
| 2.1. 玻纤需求短期无虞，长期有空间 | 7 |
| 2.2. 玻纤供给短期增幅继续放缓，中长期或有序扩张 | 8 |
| 3. 玻纤行供需格局优化，景气向上或更有持续性 | 10 |
| 3.1. 玻纤纱产能持续扩张，提升公司竞争力 | 10 |
| 3.2. 成本稳步降低，后续仍有较大下降空间 | 11 |
| 3.3. 外部合作+高强度投入助力公司生产工艺技术跨越式进步 | 13 |
| 4. 盈利预测与投资建议 | 16 |
| 5. 风险提示 | 17 |

图表目录

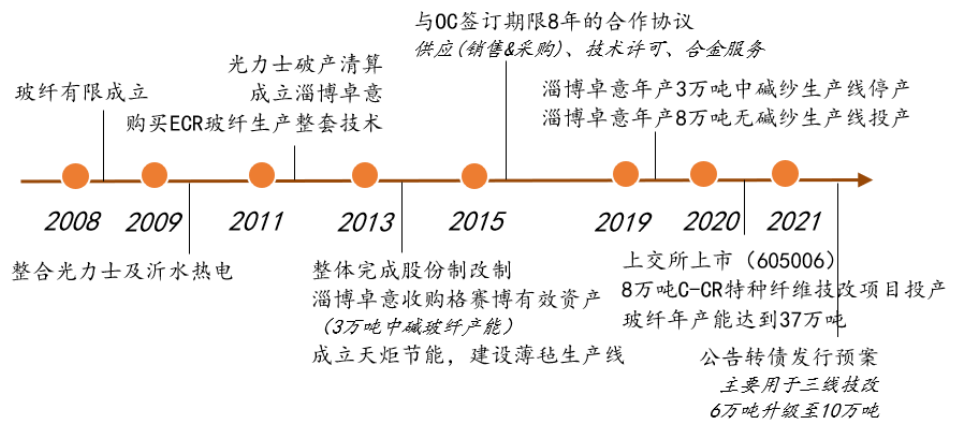
| | |
|--|----|
| 图 1：公司发展历程 | 4 |
| 图 2：公司股权结构 | 4 |
| 图 3：公司收入及增速 | 5 |
| 图 4：公司归母净利及增速 | 5 |
| 图 5：公司近年收入结构变化 | 5 |
| 图 6：公司分产品毛利率变化 | 5 |
| 图 7：玻璃纤维产业链简图 | 6 |
| 图 8：全球玻纤纱供给格局 | 6 |
| 图 9：国内玻纤纱供给格局 | 6 |
| 图 10：全球玻纤需求结构（2019 年） | 7 |
| 图 11：中国玻纤需求结构（2018 年） | 7 |
| 图 12：中国玻纤表观需求量 vs 中国 GDP 同比、工业增加值同比 | 8 |
| 图 13：全球玻纤消费量与全球 GDP、工业增加值变化关系紧密 | 8 |
| 图 14：公司玻纤纱有效产能及产量情况 | 10 |
| 图 15：公司玻纤纱产销情况 | 10 |
| 图 16：20 年行业内低端玻纤纱产能（万吨，横轴）及吨生产成本（元/吨，纵轴） | 11 |
| 图 17：山东玻纤及同业玻纤纱吨收入比较（单位：元/吨） | 11 |
| 图 18：山东玻纤及同业吨生产成本比较（单位：元/吨） | 12 |
| 图 19：山东玻纤及同业吨净利比较（单位：元/吨） | 12 |
| 图 20：山东玻纤吨成本拆分变化（单位：元/吨） | 12 |
| 图 21：人均玻纤纱产量变化（吨/人，山东玻纤 vs 中国巨石） | 12 |
| 图 22：山东玻纤单吨玻纤纱产量消耗铂铑合金漏板数量变化 | 13 |
| 图 23：单线平均产能比较（万吨） | 13 |
| 图 24：公司前五大客户收入占比及 OC 收入占比 | 14 |

| | |
|--|----|
| 图 25: 公司近来自 OC 的收入及向 OC 采购金额 | 14 |
| 图 26: 公司向 OC 销售毛利率与玻纤业务毛利率对比 | 14 |
| 图 27: 山东玻纤及同业研发费用率 | 14 |
| | |
| 表 1: 结合宏观经济指标对 20 年、21 年我国玻纤表观需求预测 | 7 |
| 表 2: “十四五” 规划征求意见稿与 “十三五” 规划比较 | 9 |
| 表 3: 公司现有玻纤纱产能及规划 | 10 |
| 表 4: 公司产线经济效益指标 | 11 |
| 表 5: 公司与 OC 合作内容 | 14 |
| 表 6: 公司主要产品的技术水平 | 15 |
| 表 7: 公司正在从事的研发项目及技术 | 15 |
| 表 8: 玻纤纱业务业绩核心假设 | 16 |
| 表 9: 公司业绩拆分及盈利预测表 | 17 |
| 表 10: 可比公司估值情况 | 17 |

1. 山东玻纤：稳居行业二梯队的玻纤供应商

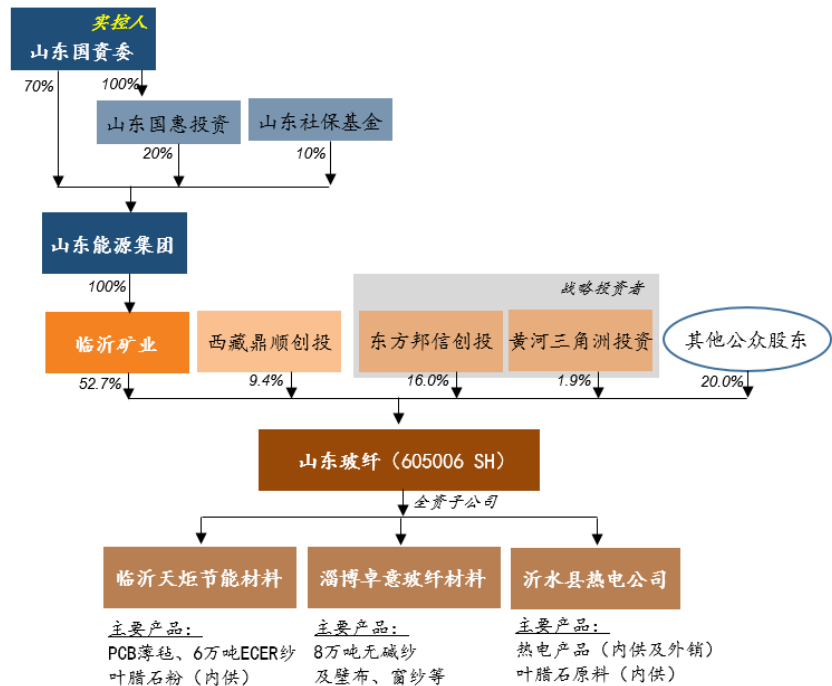
山东国资控股，员工大额持股，持续成长，现玻纤纱产能国内第四。山东玻纤前身为玻纤有限，成立于2008年，13年完成股份制改造。公司主要业务产品玻纤纱及制品（包括无碱纱、中碱纱及壁布、窗纱、薄毡、网格布等制品），另子公司沂水热电有部分热电产品供应当地。公司成立以来，玻纤纱产能持续扩张，产品品类逐步丰富，截止20年底，公司现有玻纤纱产能37万吨，国内第四、全球第七。此外公司亦通过整合沂水热电、新建叶腊石生产线等积极向上游布局，推进降本增效。2020年9月公司在上交所上市（605006.SH），募集资金3.84亿，主要用于8万吨C-CR特种纤维技改项目。公司控股股东为临沂矿业（持股52.7%），实控人为山东省国资委，同时公司高管及核心技术骨干持股平台西藏鼎顺创投持有公司股权占比为9.4%。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

图2：公司股权结构

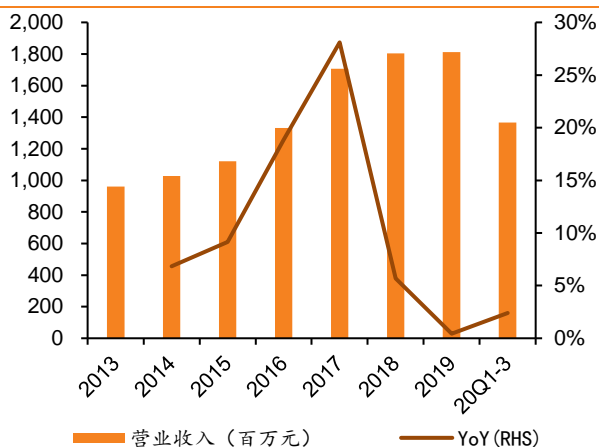


注：截止20Q3末；鼎顺创投为公司高管及核心技术人员持股平台

资料来源：公司公告，天风证券研究所

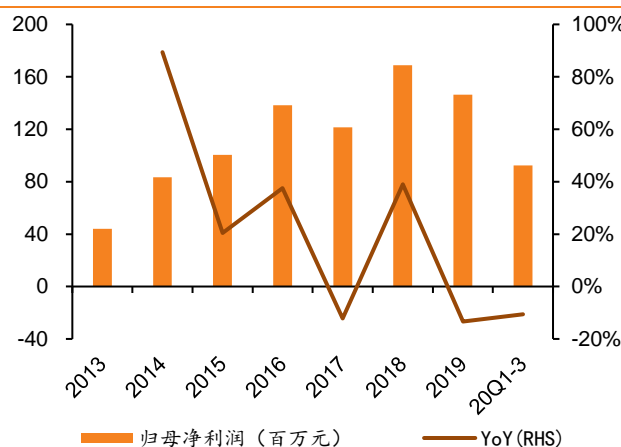
行业景气低位致近期业绩承压，无碱纱收入占比稳步提升。公司19年及20年前三季度收入分别为18.1、13.7亿元，分别同比0.4%、2.4%；同期归母净利润分别为1.5、0.9亿元，分别同比-13.3%、-10.6%。收入增速低位徘徊、归母净利润负增长主要源于18年以来玻纤行业产能过快投放致行业景气下行致产品销售单价承压，叠加20年新冠疫情影响。分业务来看，19年公司无碱纱、其他玻纤纱及制品、热电产品收入分别为13.9亿、1.1亿、2.9亿，分别同比10.3%、-58.2%、10.6%，无碱纱收入占比同增6.9pct至76.8%，全资子公司淄博卓意8万吨无碱纱产能投放贡献增量，同时淄博卓意3万吨中碱纱产线技改停产（升级为8万吨C-CR特种纤维生产线，于20年Q4投产）致中碱纱收入大幅减少，热电业务稳步增长。

图3：公司收入及增速



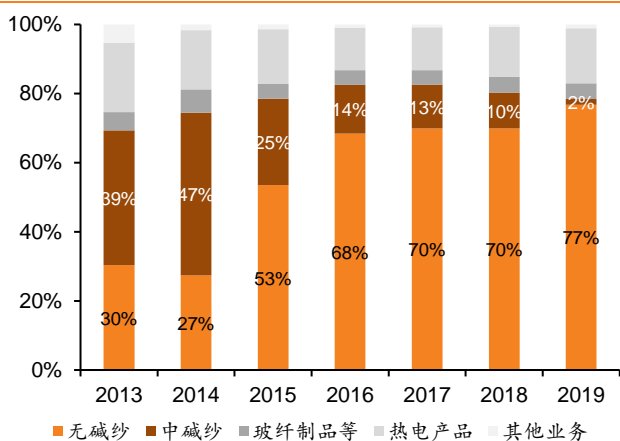
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图4：公司归母净利润及增速



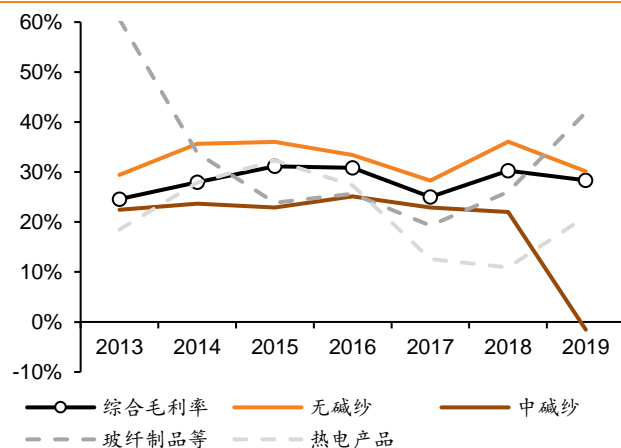
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图5：公司近年收入结构变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图6：公司分产品毛利率变化

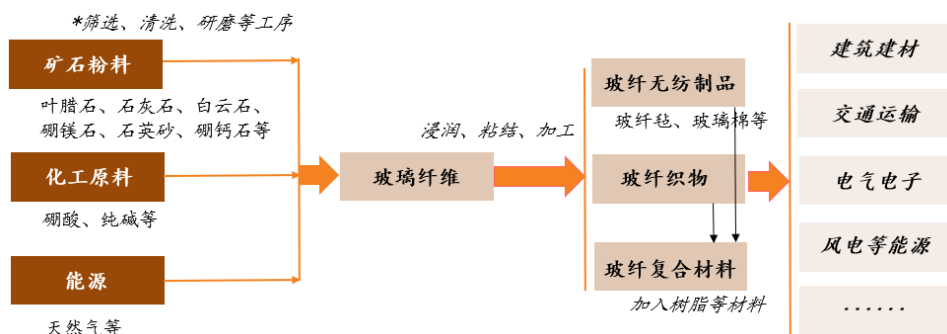


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 玻纤行供需格局优化，景气向上或更有持续性

玻璃纤维是以叶腊石、高岭土、石灰石、石英砂等矿物原料按一定配比混合后经高温熔制等工艺制造而成，具有质轻高强等诸多优点。玻纤广泛应用于建筑建材、交通运输、电子电器、能源环保等产业，是国家重点鼓励发展的新材料。玻璃纤维品类繁多，按照成分、形态等可对其进行分类。我国玻纤行业 2000 年后进入高速发展期，伴随着大池窑技术的掌握及复合材料需求快速增长，据中国玻璃纤维工业协会，19 年我国玻纤产量 527 万吨，占全球份额超 60%。

图 7：玻璃纤维产业链简图

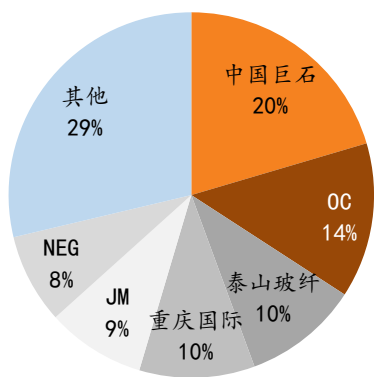


资料来源：天风证券研究所

玻纤行业特点可简单归纳两方面：

1) **生产线投资强度高，生产较为刚性，供给端已形成寡头格局。**玻纤行业资产属性较重，据中国玻纤工业协会，新建 1 万吨产能投资强度通常约 1 亿元（其中高端产品生产线单位投资强度更高，如据中建材集团，中国巨石 60 万吨的桐乡玻纤工业基地投资额约 80 亿元），且玻纤生产线开窑后，需要连续生产 8 年左右，中途难以降低负荷调节产量（因非正常停窑产生较多额外成本），因而玻纤供给较为刚性。从全球玻纤产能来看，截止 19 年末，CR6（中国巨石、美国 OC、日本 NEG、泰山玻纤、重庆国际、美国 JM）占全球玻纤总产能超 70%；中国 CR3（中国巨石、泰山玻纤、重庆国际）21 年 1 月末产能占全国总产能比例超 60%，CR6（CR3 及山东玻纤、四川威玻、长海股份）占全国总产能比例约 80%。全球及中国国内，玻纤供给端寡头垄断格局已基本形成。

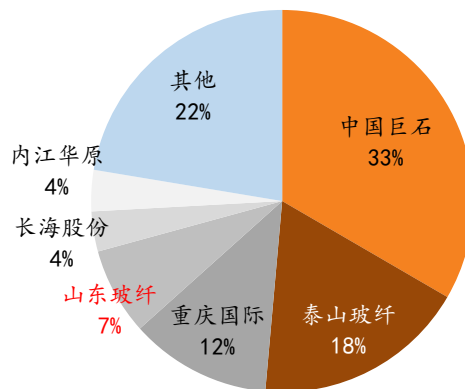
图 8：全球玻纤纱供给格局



注：OC、JM、NEG 分别为美国 Owens Corning、美国 Johns Manville 公司、日本电气硝子（Nippon Electric Glass）

资料来源：前瞻产业研究院，中国巨石公告，天风证券研究所；截止 19 年末

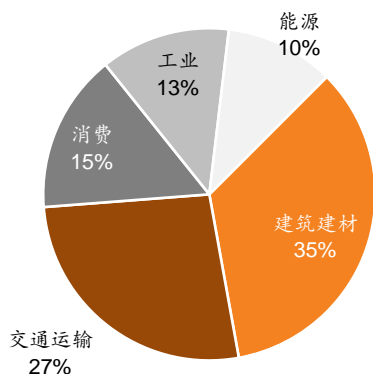
图 9：国内玻纤纱供给格局



资料来源：卓创资讯，各公司公告，天风证券研究所；截止 21 年 1 月末

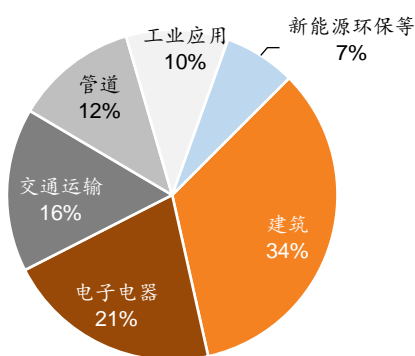
2) 优异性能叠加成本稳步降低, 下游领域覆盖面广且在稳步拓宽。玻纤多方面的优异性能决定了在大部分领域都可找到应用场景, 另一方面玻纤生产技术进步及窑炉大型化驱动玻纤生产成本趋势性下降, 玻纤作为很多传统材料的替代材料优势逐步显现, 应用领域仍在持续扩大。据 OC 公告数据, 19 年全球玻纤下游应用前三大应用领域为建筑建材、交通运输、消费领域, 占比分别为 35%、27%、15%; 据泰山玻纤债券评级报告, 18 年中国玻纤应用前三大领域为建筑、电子电器、交通运输, 占比分别为 34%、21%、16%。

图 10: 全球玻纤需求结构 (2019 年)



资料来源: 欧文斯科宁官网, 卓创资讯, 天风证券研究所

图 11: 中国玻纤需求结构 (2018 年)



资料来源: 泰山玻纤债券评级报告, 天风证券研究所

2.1. 玻纤需求短期无虞, 长期有空间

宏观角度, 我们预计我国玻纤需求增速与 GDP 增速比例短期将维持在较高水平, 预计 20、21 年我国玻纤消费量分别为 414、473 万吨, 分别同增 6%、21%。考虑到玻纤应用面广, 我们认为国内宏观经济指标对于判断国内玻纤需求仍有指引意义。鉴于: 1) 人均玻纤年消费量远低于发达国家人均玻纤年消费量; 2) 在玻纤应用主要领域如建筑、汽车等玻纤渗透率远低于发达国家水平, 且作为新型材料受政策引导推广, 我们认为我国玻纤需求增速与 GDP 增速比例短期仍将维持在较高水平, 中长期有望逐步向成熟市场靠拢。我们预计我国玻纤需求增速与 GDP 增速比值短期仍将维持在较高水平, 中性情境假设下预计 20 年、21 年玻纤需求增速与 GDP 增速比例分别为 2.8、2.5, 对应玻纤需求增速分别为 6%、21%, 玻纤消费量分别为 414、473 万吨, 占全球需求玻纤需求比例预计分别为 53.6%、55.7% (vs 19 年为 48.6%)。

表 1: 结合宏观经济指标对 20 年、21 年我国玻纤表观需求预测

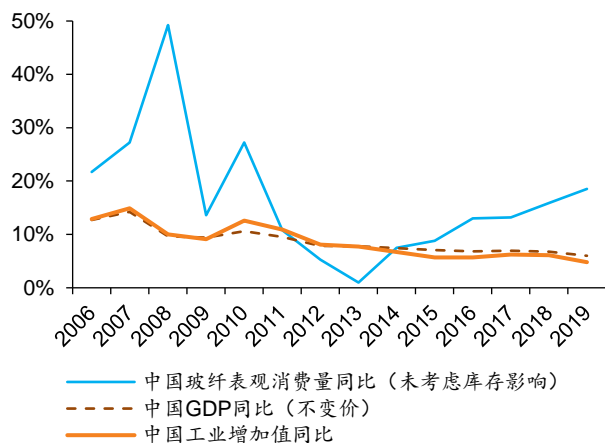
| | 2018 | 2019 | 2020 | | | 2021 | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中国 GDP 增速 (不变价) | 6.7% | 6.1% | 2.3% | | | 9.0% | | |
| 全球 GDP 增速 (不变价) | 3.0% | 2.4% | -4.4% | | | 5.5% | | |
| | | | 悲观 | 中性 | 乐观 | 悲观 | 中性 | 乐观 |
| 中国玻纤需求增速/GDP 增速 | 2.4 | 3.0 | 2.5 | 2.8 | 3.1 | 2.1 | 2.4 | 2.7 |
| 中国玻纤需求增速 | 15.9% | 18.5% | 5.8% | 6.4% | 7.1% | 18.9% | 21.6% | 24.3% |
| 中国玻纤表观需求量 (万吨) | 328.2 | 389.0 | 411.4 | 414.1 | 416.8 | 462.5 | 473.0 | 483.6 |
| 全球玻纤需求增速/GDP 增速 | 2.0 | 2.1 | 1.0 | 0.8 | 0.6 | 1.5 | 1.8 | 2.1 |
| 全球玻纤需求增速 | 6.0% | 5.0% | -4.4% | -3.5% | -2.6% | 8.2% | 9.9% | 11.5% |
| 全球玻纤表观需求量 (万吨) | 763.0 | 801.0 | 766.1 | 773.1 | 780.0 | 829.2 | 849.5 | 870.0 |
| 中国玻纤表观需求量占全球比例 | 43.0% | 48.6% | 53.7% | 53.6% | 53.4% | 55.8% | 55.7% | 55.6% |

注 1: 中国及全球 GDP 增速预测为 IMF 预测值

注 2: 因 20 年全球 GDP 预计负增长, 因玻纤渗透率在提升, 我们判断全球玻纤需求降幅小于 GDP 降幅, 悲观/中性/乐观情境假设下预计全球玻纤需求增速与 GDP 增速比例分别为 1.0/ 0.8/ 0.6; 21 年全球经济预计恢复正增长, 悲观/中性/乐观情境假设下预计全球玻纤需求增速与 GDP 增速比例分别为 1.5/ 1.8/ 2.1

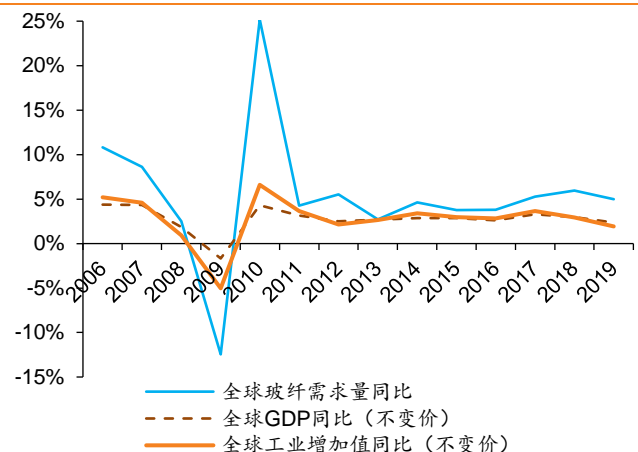
资料来源: 中国玻纤工业协会, IMF, Wind, 天风证券研究所

图 12: 中国玻纤表观需求量 vs 中国 GDP 同比、工业增加值同比



资料来源: 中国玻纤工业协会, 国家统计局, 天风证券研究所

图 13: 全球玻纤消费量与全球 GDP、工业增加值变化关系紧密



资料来源: Markets and Markets, 前瞻产业研究院, 世界银行, 天风证券研究所

中观行业角度，玻纤现阶段主要应用领域均存在渗透率提升空间及动力。a) 建筑领域，玻纤性能优势渗透率有逐步提升动力，且受益绿色建筑、建筑工业化两大行业趋势；b) 电子电器领域，短期受益 5G 市场逐步释放、数据中心大规模建设带来的服务器需求放量，无人驾驶、AI 应用等长期趋势为 PCB 长期需求提供坚实支撑；c) 交通运输领域，汽车轻量化或为长期趋势，或驱动单车玻纤消费量稳步提升，短期汽车行业进入复苏周期；d) 清洁能源替代为我国能源行业未来中长期发展趋势，风电成本仍有下降空间，政策支持料保持强度，对平价时代风电行业发展节奏不悲观。

2.2. 玻纤供给短期增幅继续放缓，中长期或有序扩张

从拟在建项目投产情况来看，根据卓创资讯的不完全统计，21-22 年新增玻纤纱产能投放分别约 55、33 万吨（未考虑冷修/关停带来的产能减少），扩产节奏明显放缓。截止 21 年 1 月底，我国国内在产产能约 502 万吨，此外我国企业在海外还拥有在产产能 38 万吨（其中巨石约 30 万吨）。根据卓创资讯，21 年新增生产线产能预计约 55 万吨（与现阶段在产产能比例约 11%，其中巨石新增一条 6 万吨电子纱线及一条 15 万吨无碱纱线），远低于 18-19 年单年超 100 万吨产能增加节奏。22 年新增产能预计约 33 万吨（与现阶段在产产能比例约 7%），供给增幅继续边际放缓。另一方面，下一轮冷修高峰将至（对应 13-14 的冷修高峰），预计超 50 万吨玻纤产能或在 21-22 年进行冷修（考虑玻纤池窑 8 年左右寿命，之后需进行冷修），未来几年供给增幅延续 20 年边际放缓趋势，供需格局较前期有明显改善。

五年规划层面首提供供给侧改革，玻纤行业有望进入产能有序扩张新阶段。中国玻纤工业协会 1 月 5 日发布《玻璃纤维行业“十四五”发展规划（征求意见稿）》（下文简称玻纤“十四五”规划意见稿），明确在“十四五”期间行业发展目标，具体分四方面阐述，包括：1) 将严格控制玻纤纱总产能过快增长，将行业年度玻纤纱实际总产量同比增速控制于不高于当年 GDP 增速 3pct (vs 16-19 年玻纤纱产量 Cagr 为 13.0%，较同期我国 GDP 不变价增速块 6.4pct)；2) 推进行业创新发展，包括提升生产线自动化/智能化水平/生产效率等、推进配方研发并提升高性能及特种玻纤纱占比、积极发展玻纤制品深加工；3) 淘汰低端落后产能，十四五末降低出口占比至 20%左右；4) 进一步提升节能减排水平。我们认为，在行业五年规划层面首提供供给侧改革，行业产能有序扩张，或有助于推动行业进入平稳高质量发展的新局面。

表 2：“十四五”规划征求意见稿与“十三五”规划比较

| | 玻纤行业“十四五”规划（征求意见稿） | 纤维复合材料行业“十三五”发展规划 |
|-----------|--|--|
| 发展目标 | <p>1) 产能调控目标：严格控制玻纤纱总产能过快增长，将行业年度玻纤纱实际总产量同比增速控制在不高于当年 GDP 增速 3 个百分点及以上，重点做好行业供给侧结构性改革，不断优化行业产能及产品结构，增加有效供给，积极拓展玻纤应用新领域新市场。</p> <p>2) 创新发展目标：a)提升生产线自动化/智能化水平/生产效率等。截止到“十四五”末，行业各类生产线重点运行指标平均水平要达到：普通无碱粗纱池窑生产线综合成品率达到 90%，人均玻纤纱年产量 240 吨（注：“十三五”期间最高可达人均 400 吨）；普通无碱细纱池窑生产线综合成品率达到 80%，人均玻纤纱年产量 130 吨（注：“十三五”期间最高可达人均 180 吨）；坩埚拉丝生产线综合成品率达到 92%（不含玻璃球熔成率），人均玻纤纱年产量 120 吨（以 7 微米计）；球窑生产线综合成品率达到 85%。b)积极开展玻璃配方研发工作，“十四五”末实现各类高性能及特种玻璃纤维纱在玻纤纱总产量中的占比要从目前的 30%左右提升至 50%及以上。；c)要积极发展玻纤制品深加工，提升玻纤制品附加值水平，“十四五”末，实现行业人均主营业务收入要达到 150 万元及以上。</p> <p>3) 结构调整目标：利用环保等产业政策淘汰低端落后产能，推动高性能及特种玻纤纱产品的池窑化生产和规模化应用；大力发展玻纤制品深加工；逐步降低行业产品外贸出口比例至 20%左右。</p> <p>4) 节能减排目标：“十四五”末，各主要生产线产品综合能耗要比“十三五”末降低 10%及以上，即：池窑粗纱产品综合能耗降低至 0.35 吨标煤/吨纱，池窑细纱产品综合能耗降低至 0.5 吨标煤/吨纱，坩埚纱产品综合能耗降低至 0.3 吨标煤/吨纱，无碱球及中碱球产品综合能耗分别降低至 0.3 吨标煤/吨球和 0.2 吨标煤/吨球。“十四五”末，全行业碳排放水平比“十三五”末降低 10%及以上。</p> | <p>1) 鼓励大企业走出去，进行全球产能布局，同时将国内玻纤产量增速控制在较低水平上，国内玻纤及制品的出口比例控制在 30%以内。 （注：19 年我国玻纤纱及制品出口占比 29.2%，首次降低至 30%以下）。</p> <p>2) 调整产品结构：大力发展高性能热塑性玻璃纤维。</p> <p>3) 积极进行复合材料产业结构调整。积极扩大热塑性纤维复合材料制品、高性能复合材料制品的应用领域和市场规模。</p> <p>4) 大力发展玻纤制品深加工。扩大玻纤复合材料制品在中高端应用领域的市场规模，提升产品质量及附加值水平。</p> |
| 需求预测 | <p>1) 复合材料增强市场：“十四五”期间，复合材料增强市场需求预计将保持高于当期国家 GDP 约 2-3 个百分点左右的同比增速。（19 年各类复合材料制品玻纤需求约 220 万吨）。</p> <p>2) 产业用纺织品市场：“十四五”期间，产业用纺织品市场需求预计将保持高于当期国家 GDP 约 4 个百分点左右的同比增速。（19 年各类产业纺织品领域玻纤需求约 80 万吨）。</p> <p>3) 覆铜板市场：“十四五”期间，覆铜板市场需求预计将保持高于当期国家 GDP 约 3 个百分点左右的同比增速。（19 年覆铜板领域玻纤需求约 70 万吨）。</p> | <p>预计到 2020 年，国内各类玻纤消费需求合计约 310 万吨（注：19 年我国玻纤表观消费量为 389 万吨）。其中：</p> <p>1) 国内各类热固性复合材料市场，需求约 110 万吨；</p> <p>2) 国内各类热塑性复合材料市场，需求约 115 万吨；</p> <p>3) 国内电子覆铜板市场，需求约 50 万吨；</p> <p>4) 国内产业用纺织品市场，需求约 35 万吨；</p> |
| 主要任务/发展重点 | <p>1) 积极构建产业生态平衡，实现行业规范协调发展；</p> <p>2) 不断提升池窑生产工艺技术与装备水平；</p> <p>3) 做好玻纤及制品的应用研究与产品开发；</p> <p>4) 实施清洁生产，不断提升行业资源综合利用效率。</p> | <p>1) 完善提升玻璃纤维池窑技术水平，注重玻纤市场应用研究与产品开发；</p> <p>2) 大力发展玻璃纤维制品深加工，不断提升企业专业化、差异化经营能力；</p> <p>3) 提升复合材料生产企业的绿色发展意识，确保行业健康可持续发展；</p> <p>4) 重点发展热塑性复合材料，推动纤维复合材料产业结构调整与优化</p> <p>5) 积极扩大纤维复合材料的应用领域和市场规模，重点培育市场包括风电、汽车、轻质建筑、电气绝缘、农牧养殖用复合材料</p> |

资料来源：中国玻璃纤维工业协会，中国复合材料工业协会，天风证券研究所

3. 玻纤行供需格局优化，景气向上或更有持续性

3.1. 玻纤纱产能持续扩张，提升公司竞争力

玻纤纱产能持续扩张，驱动公司成长。公司自 08 年起，几乎从零起步，通过持续通过整合、新建、技改等模式进行产能扩张及升级。现有 6 条玻纤纱产线，20 年底玻纤纱产能达到 37 万吨（我们预计 20 年全年有效产能约 30 万吨），稳居国内玻纤供应商第二梯队。其中最新一条 8 万吨 C-CR 特种纤维产线于 20 年 10 月投产（由淄博卓意 3 万吨中碱纱产线技改而来）。公司近期公告转债发行预案，拟募资 6 亿元，主要用于年产 10 万吨玻璃纤维高端制造项目（对沂水 3 线进行技改），项目技改投产后（预计 22 年中前后），公司年产能将突破 40 万吨。

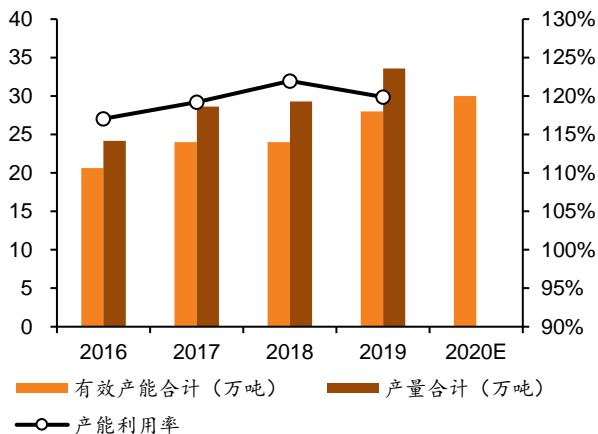
表 3：公司现有玻纤纱产能及规划

| 生产线 | 产品 | 产能（万吨） | 投产时间 | 备注 |
|--------------|-----------|--------|--------------------|-----------------------------------|
| 淄博卓意-格赛博 1 线 | C-CR 特种纤维 | 8 | 20 年中点火，10 月投产 | 3 万吨中碱纱产线技改而来 |
| 淄博卓意-格赛博 2 线 | 无碱纱 | 8 | 18 年底点火，19 年 3 月投产 | 新建 |
| 山东玻纤沂水 1 线 | ECR 无碱纱 | 3.6 | 15 年 6 月投产 | 原中碱线技改 |
| 山东玻纤沂水 2 线 | ECER 无碱纱 | 5.4 | 16 年 8 月投产 | 原中碱线技改 |
| 山东玻纤沂水 3 线 | ECR 无碱纱 | 6 | 11/12 年投产 | 拟技改（预计 21 年中开始），产能由 6 万吨升级为 10 万吨 |
| 山东玻纤沂水 4 线 | ECER 无碱纱 | 6 | 15 年 4 月投产 | 新建 |

资料来源：公司公告，卓创资讯，天风证券研究所

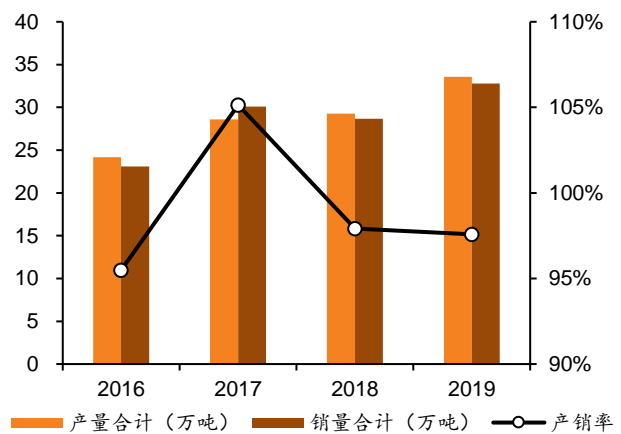
产能持续扩张提升公司竞争力。我们认为公司产能扩张为带动公司成长及提升竞争力的必要举措，主要基于：1）公司近年产能利用率持续高于 100%（17-19 年均在 120%左右）且产销率稳定在 100%的背景下，公司产品并不缺客户，产品供应能力为制约公司成长的关键环节；2）产线迭代升级有助于公司适应下游需求变化；3）新增产能提升成本管控能力，提升公司盈利能力（已投放的 8 万吨 C-CR 特种纤维项目及拟投放 10 万吨玻纤高端制造项目预计税后 IRR 分别为 13.04%、12.33%，均明显优于公司 19 年总资产回报率 7.78%）。

图 14：公司玻纤纱有效产能及产量情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：公司玻纤纱产销情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4：公司产线经济效益指标

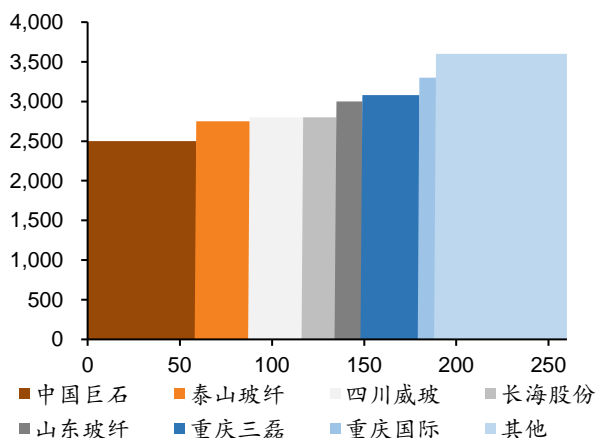
| 生产线 | 预计 IRR | 预计净利率 | 预计投资额 (万元) | 预计投资回收期 (年, 含建设期) |
|----------------------|--------|--------|------------|-------------------|
| 8 万吨 C-CR 特种纤维技术改造项目 | 13.04% | 17.05% | 79,594.98 | 7.8 |
| 10 万吨玻纤高端制造项目 | 12.33% | n/a | 62,065.31 | 7.2 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所；IRR 为税后

3.2. 成本稳步降低，后续仍有较大下降空间

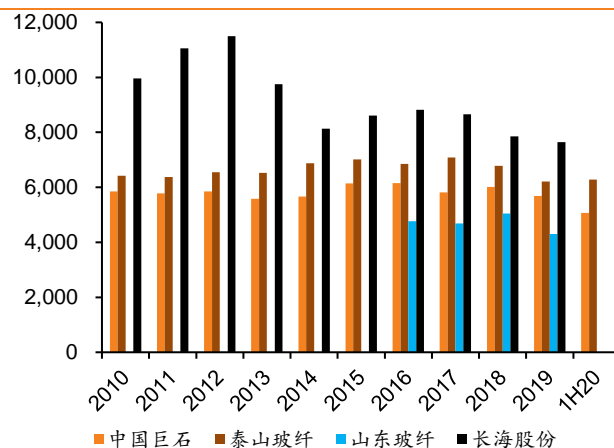
玻纤生产成本是企业最重要的核心竞争力之一，降本仍是未来行业发展的主旋律之一。玻璃纤维生产成本主要为直接材料（玻璃原料及辅料）、人工/制造成本、能源动力。我国玻纤行业规模壮大与玻纤纱吨生产成本降低相辅相成，一方面生产成本下降使作为替代材料的玻纤制品及其复合材料在多领域的应用性价比明显提升，另一方面率先实现生产成本下降的玻纤纱生产企业具备更强的盈利能力及抵御行业景气波动能力，是企业最重要的核心竞争力之一。历史上，我国主要玻纤企业经历了两轮降本周期。第一阶段（2012 年之前）主线为池窑大型化，规模效应带动生产成本下降（人力及折旧成本降低），第二阶段主线为冷修技改带来的生产工艺提升（能耗降低等）。中国巨石两轮降本周期均处在行业领先地位，第二梯队包括泰玻、长海、山东玻纤等。据卓创资讯，中国巨石低端玻纤纱吨成本已经到达 2,500 元左右，较第二梯队领先 300-500 元。我们认为，降本仍将是行业发展的主旋律之一，主要途径包括即将开启的第二轮冷修周期及提升工厂智能化水平；同时多领域玻纤增强复合材料渗透率提升客观上也要求其成本进一步降低。

图 16：20 年行业内低端玻纤纱产能（万吨，横轴）及吨生产成本（元/吨，纵轴）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

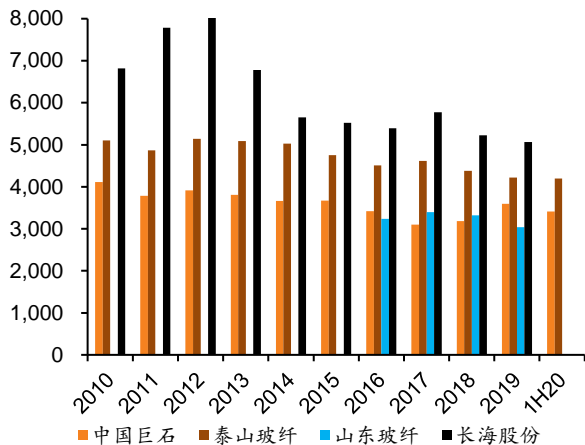
图 17：山东玻纤及同业玻纤纱吨收入比较（单位：元/吨）



注：中国巨石、泰山玻纤及长海股份统计口径均为玻纤纱及制品；山东玻纤统计口径仅包括无碱纱及中碱纱；

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 18：山东玻纤及同业吨生产成本比较（单位：元/吨）

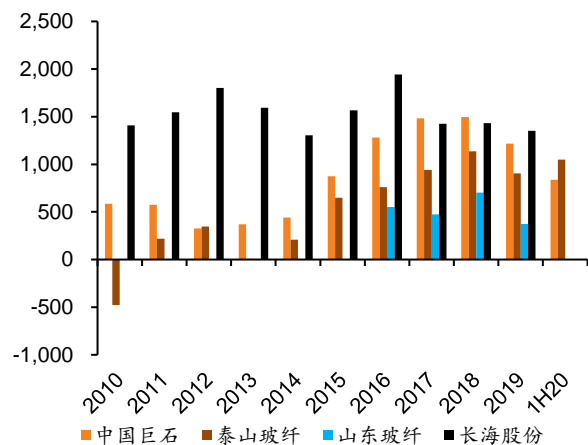


注 1：中国巨石、泰山玻纤及长海股份统计口径均为玻纤纱及制品；山东玻纤统计口径仅包括无碱纱及中碱纱；

注 2：中国巨石 2019 年起营业成本计入会计政策有调整，部分港杂费及运输费等由费用计入生产成本，测算吨生产成本测算结果影响不超过 100 元；

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 19：山东玻纤及同业吨净利比较（单位：元/吨）

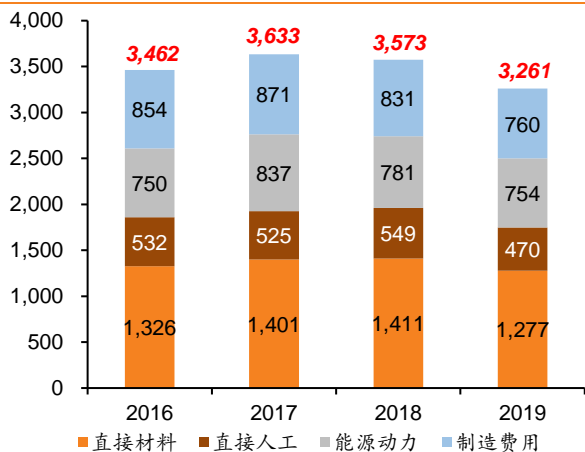


注：中国巨石、泰山玻纤及长海股份统计口径均为玻纤纱及制品；山东玻纤统计口径仅包括无碱纱及中碱纱；吨净利为根据玻纤及制品业务单独测算值；

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

公司单吨玻纤纱生产成本稳步下降。19 年我们测算公司整体玻纤纱吨生产成本约 3,261 元，较 18 年下降 312 元/8.7%。其中直接材料、人工、能源动力、制造费用分别下降 134 元/9.5%、79 元/14.4%、28 元/3.5%、71 元/8.6%。总体而言，公司吨玻纤纱生产成本呈稳步下降趋势¹，主要源于：1) 旧产线技改升级、新建产线致生产设备/工艺升级，同时带动平均单线产能提升及人均玻纤纱产量提升，对减少吨人工费用、能耗水平、制造费用等有积极意义；2) 研发投入保持强度带动技术进步，如公司 18 年成功研发的漏板陶瓷喷涂工艺，成功降低铂铑合金损耗（现生产单吨玻纤铂铑合金消耗成本约 150 元）。

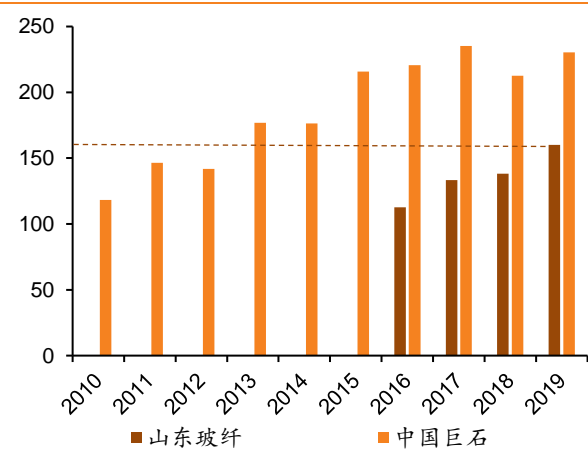
图 20：山东玻纤吨成本拆分变化（单位：元/吨）



注：成本统计口径包括玻纤纱及制品，销量口径仅包括纱；

资料来源：公司公告，天风证券研究所

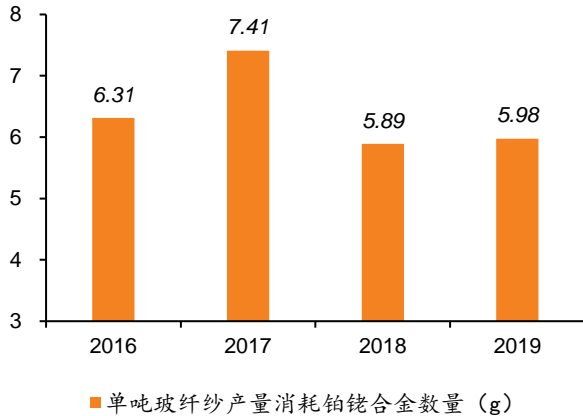
图 21：人均玻纤纱产量变化（吨/人，山东玻纤 vs 中国巨石）



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

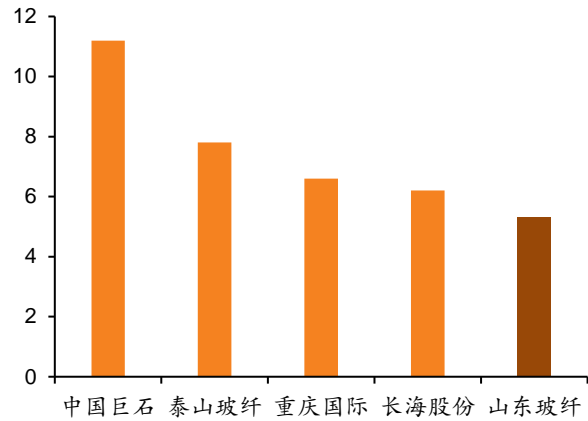
¹公司产能基数较低，产线生产状态及产品种类变化亦会对整体平均生产成本产生明显影响，我们认为其为公司吨生产成本下降趋势并不连续的主要原因（16 年 1 月公司对山东玻纤 2 线原 3 万吨中碱线技改，同年 8 月技改完成投产，新产线变更为 5.4 万吨 ECER 无碱纱产线，为 17 年较 16 年有小幅提升的主要原因）。随着产能基数增加，该类产线状态变化产生的阶段性扰动将边际减小。

图 22：山东玻纤单吨玻纤纱产量消耗铂铑合金漏板数量变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 23：单线平均产能比较（万吨）



注：数据截止 2020 年 1 月末；

资料来源：卓创资讯，各公司公告，天风证券研究所

我们认为公司玻纤纱生产成本仍有较大下降空间。山东玻纤纱生产成本仍明显高于成本控制能力卓越的中国巨石，公司低端玻纤纱单吨生产成本较巨石仍高约 500 元/20%，我们认为成本差距主要聚焦于产线单线规模、生产工艺及生产管理水平和人均玻纤纱产量，19 年公司人均生产玻纤纱约 160 吨（vs 中国巨石约 230 吨），相当于中国巨石 11/12 年水平。我们认为，随着旧产线逐步冷修技改、新产线建设等，公司玻纤单位生产成本与巨石间差距有望持续缩窄。另一方面，沂水热电为公司提供低成本电力，且自建 15 万吨叶腊石原料生产线项目（19H1 投产），公司在上游原材料及能源电力成本控制方面较业内其他企业有优势，我们对公司后续成本下降空间保持乐观。

3.3. 外部合作+高强度投入助力公司生产工艺技术跨越式进步

玻纤纱及其制品生产工艺为行业重要的进入壁垒之一，公司进入玻纤行业相对较晚，选择与业内领先企业合作进而实现玻纤生产技术跨越式进步。

与全球龙头之一 OC 长期合作，利于公司技术进步及支撑公司业绩。15 年底，公司于 OC 签署合作协议，包括供应协议、技术许可协议、合金服务协议。该合作对 OC 及公司为“双赢”合作，对 OC 而言，该协议是其推进“轻资产”战略的重要方式；对公司而言，公司借助全方面合作可借鉴并汲取 OC 操作工艺中优秀经验进而完善改进自身生产工艺的操作水平与生产效率，推动公司生产工艺跨越式进步，同时该协议对公司近年业绩起到一定支撑作用。19 年及 20H1 年公司来自 OC 的销售收入分别为 2.8/1.1 亿，占公司同期总收入比例分别为 15.4%、12.8%，另一方面，注意到 17-19 年与 OC 交易毛利率高于公司玻纤业务整体毛利率，显示公司与 OC 合作效果较好。19 年及 1H20 公司前五大客户收入占比分别为 24.2%、24.3%，剔除 OC 单一贡献（16 年起成为公司第一大客户），公司客户集中度并不高。

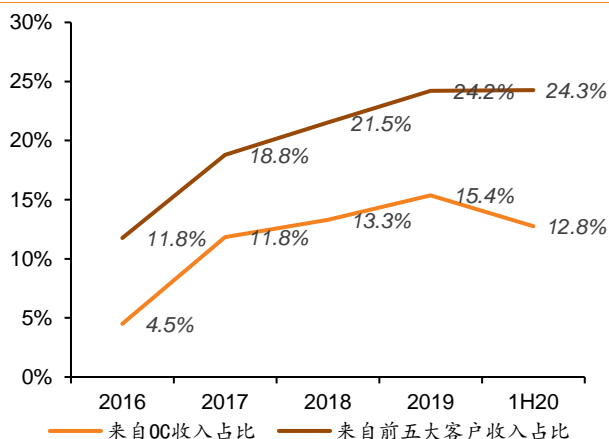
重视通过外部合作提升公司技术工艺水平，研发投入高强度推动自身工艺技术进步。除 OC 外，公司仍积极通过与其他机构合作提升公司生产技术水平，如 11 年向美国玻璃原丝公司购买 ECR 玻璃纤维生产技术及其相关整套技术文件、14 年向美国 Four Corners LLC 购买窗纱生产技术（助公司部分产品通过 SGS 产品质量认证，达到进入美国市场的质量标准）、15 年向俄罗斯 Open Joint Stock Company 购买分散增强铂合金生产技术（延长漏板使用寿命）等。外部合作之外，公司重视自身研发投入，持续提升主要产品技术水平并提升竞争力，19 年及 20Q1-3 公司研发费用率分别为 3.6%、3.7%，研发投入强度近年持续提升。

表 5：公司与 OC 合作内容

| 合作协议 | 协议细节 |
|---------|---|
| 供应协议 | 与 OC 集团签署 |
| 销售协议 | 协议期限：2015.12-2023.12 (8 年)；不晚于到期前 18 个月，双方应在友好协商后书面约定将本协议和其他交易协议的期限另外延续 7 年； 销售产品：短切纱和其他玻纤纱； 销售数量：16 年不超过 1.3 万吨、17 年不低于 4.0 万吨、18 年及之后不低于 4.5 万吨；义务向 OC 供应数量不超过 5 万吨； 销售价格：16 年-19 年 4 月，4,550-5,332 元/吨 (不含增值税及运费)、之后调整为 4,550-5,022 元/吨 (19 年 4 月签署补充协议)； |
| 浸润剂采购协议 | 采购数量：山东玻纤在 OC 作出的预测购买量基础上向 OC 购买浸润剂，并保证充分的库存以确保 OC 的订单得到满足； 采购价格：29.56-67.75 元/公斤 |
| 租赁设备协议 | 山东玻纤向 OC 承租用于生产在线短切产品的切割机设备，日常维护、修复由山东玻纤负责 |
| 技术许可协议 | 公司与 OC NL Invest Cooperatief U.A. (OC 荷兰) 签署 |
| 协议主要条款 | 协议有效期内，授予被许可方生产 Advantex 玻纤产品和在线短切产品的许可，允许每年最多生产 6 万吨玻纤产品 (含在线短切产品)，并允许在中国区域内销售该类玻纤产品。此外，授予公司专有技术 (包括一种无碱纱玻璃配方和窑炉运转、漏板操作、浸润剂使用、在线短切操作等一系列生产操作工艺)；特权使用费为 260 万美元 |
| 合金服务协议 | 公司与 OC 金属技术 (苏州) 有限公司签订该协议 |
| 协议主要条款 | 周转合金：有效期内，应保持至少 50kg 合格合金的正余额； 加工价格：38,000-63,000 元，加工损耗为制成部件重量的 0.5%； |

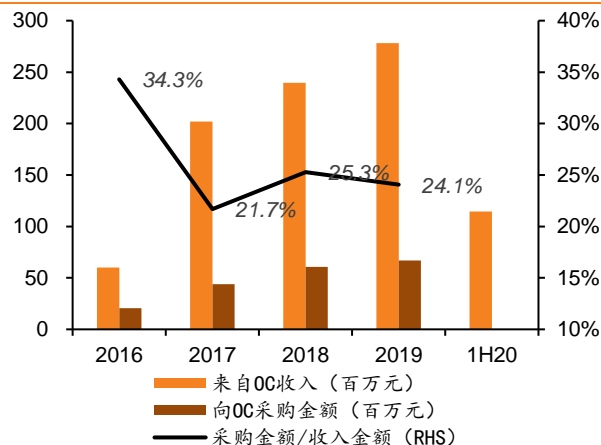
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：公司前五大客户收入占比及 OC 收入占比



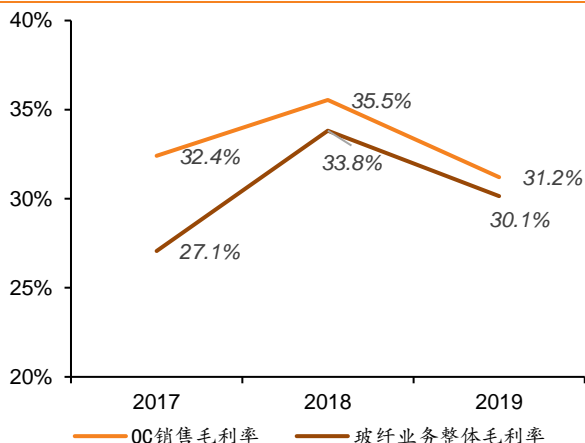
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：公司近来自 OC 的收入及向 OC 采购金额



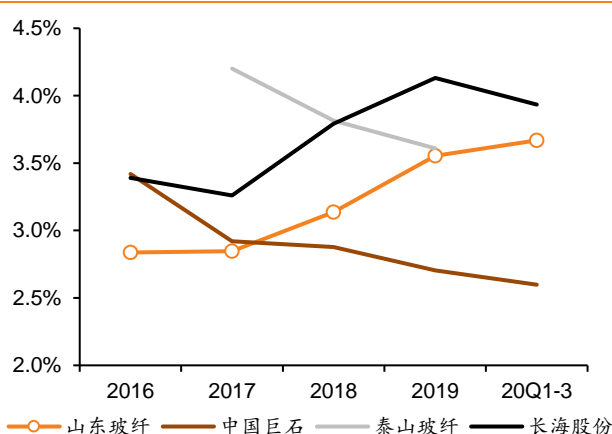
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 26：公司向 OC 销售毛利率与玻纤业务毛利率对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27：山东玻纤及同业研发费用率



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

表 6：公司主要产品的技术水平

| 技术名称 | 技术特点 | 技术来源 | 技术阶段 |
|---------------|--------------|------|-------|
| ECR 玻璃配方技术 | 弹性模量高、耐高温、环保 | 自主研发 | 大批量生产 |
| ECER 玻璃配方技术 | 透光性好、环保 | 自主研发 | 大批量生产 |
| 铂铑合金大漏板分拉技术 | 高效、节能 | 自主研发 | 大批量生产 |
| 电助熔技术 | 节能、环保 | 自主研发 | 大批量生产 |
| 玻璃液温度电脑自动控制技术 | 自动化高、连续 | 自主研发 | 大批量生产 |
| 碲顶纯氧垂直燃烧技术 | 高效、窑炉寿命长 | 自主研发 | 大批量生产 |
| 离线短切技术 | 高效、连续 | 自主研发 | 小批量生产 |
| 短切纤维分散技术 | 分散充分 | 自主研发 | 大批量生产 |
| 玻纤纱膨化生产技术 | 高质量、稳定 | 自主研发 | 大批量生产 |
| 新型中碱玻璃配方技术 | 耐腐蚀性、化学稳定性 | 自主研发 | 大批量生产 |
| 中碱单元窑炉技术 | 稳定、高新、环保 | 自主研发 | 大批量生产 |
| 壁布制造技术 | 灵活性好、功能强 | 自主研发 | 大批量生产 |
| 壁布涂覆生产技术 | 涂覆均匀、连续、稳定 | 自主研发 | 大批量生产 |
| 恒张力单丝涂塑纱生产技术 | 涂层均匀、稳定 | 自主研发 | 大批量生产 |
| 防虫网生产技术 | 自动化程度高、节能环保 | 自主研发 | 大批量生产 |
| EVS 布面侦测生产技术 | 实时准确、智能检验 | 自主研发 | 大批量生产 |
| 高档 PVC 浆料配制技术 | 精准控制、稳定 | 自主研发 | 大批量生产 |
| 连续毡成型技术 | 均匀度高 | 自主研发 | 大批量生产 |
| 屋面毡粘合剂技术 | 抗蠕变性和防老化性 | 自主研发 | 大批量生产 |
| 毡线生产在线调整技术 | 灵活、连续 | 自主研发 | 大批量生产 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 7：公司正在从事的研发项目及技术

| 项目名称 | 研究内容 | 研发类别 | 目标 |
|-----------------|---|------|--|
| RTP 管材一步法生产线开发 | 研究从内管挤出开始到增强层缠绕，再到外层包覆一次成型的专用缠绕机及生产线 | 自主研发 | 实现不同压力层级、不同规格（直径 50-150mm）的 RTP 复合管材连续生产 |
| RTP 管材接头研发 | 研究不同规格 RTP 管材在不同应用领域的接头连接方式并改进定型 | 自主研发 | 实现 RTP 管材结构方案不同的应用领域 |
| 大口径 RTP 管材生产开发 | 研究大口径 RTP 管材生产的型号规格、生产工艺方案、生产设备配置方案 | 自主研发 | 形成具有自主知识产权的大口径 RTP 管材生产工艺方法，形成专用设备 |
| 玻纤带生产开发 | 研究玻纤带的原料配方、生产工艺、设备配置方案等 | 自主研发 | 实现 RTP 管材生产主要原料玻纤带的自主生产 |
| 针刺毡用玻璃纤维开发 | 开发适用于针刺工艺增强 PP 硬质纱 | 自主研发 | 针刺之后，收卷幅度可以达到 1,450mm |
| 增强 PP 板用玻璃纤维开发 | 设计新浸润剂体系和新的拉丝工艺满足 CFRT 工艺需要 | 自主研发 | 带材拉伸强度大于 800MPa，连续使用 1.65 万米不断线 |
| 电缆加强芯用玻璃纤维开发 | 选用与乙烯基树脂相匹配的浸润剂体系，控制纱线带宽和毛羽量，满足客户连续使用 | 自主研发 | 连续使用过程中，断纱率低于 10% |
| 汽车消音器用玻璃纤维开发 | 通过浸润剂配方的设计与优化，使其具有膨化效果好，热收缩率小的玻璃纤维制品 | 自主研发 | 膨化效果好，低浸润剂迁移 |
| 909S 汽车顶棚纱开发 | 通过浸润剂配方优化、拉丝工艺调整，开发低气味汽车内饰专用玻纤 | 自主研发 | 气味等级低于 3.0 |
| PA 直接纱的研究与应用 | 通过拉丝工艺设计、配方优化，开发增强聚酰胺用直接纱 | 自主研发 | 拉伸强度 > 110MPa，弯曲强度 > 175MPa，缺口冲击强度 > 17.8kJ/m ² |
| 921 增强 PA 短切纱开发 | 通过工艺设计、配方优化，增强聚酰胺制品的力学性能和耐化学性 | 自主研发 | 拉伸强度 > 110MPa，弯曲强度 > 175MPa，缺口冲击强度 > 17.8kJ/m ² |
| 925 增强 PP 短切纱开发 | 通过工艺设计、配方优化，增强聚丙烯制品力学性能和耐化学性 | 自主研发 | 拉伸强度 > 80MPa，弯曲强度 > 110MPa，缺口冲击强度 > 10kJ/m ² |
| LFT 的研究与应用 | 通过浸润剂配方调整和单纤维直径的控制，开发适用于 LFT 工艺的直接用玻璃纤维 | 自主研发 | 拉伸强度 > 60MPa，弯曲强度 > 120MPa，缺口冲击强度 > 10kJ/m ² |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

核心假设:

1) 产能方面, 我们预计公司 20 年末期末产能 37 万吨, 其中 8 万吨 C-CR 特种纤维线贡献一个季度左右; 21 年预计沂水 3 线进行技改 (6 万吨), 减少半年左右贡献, 并预计 22Q3 投产 (10 万吨), 20/21/22 年公司玻纤纱有效产能预计分别为 31.5/34.5/36.0 万吨。产能利用率维持在 120%左右、产销率接近 100%。预计公司 20/21/22 年玻纤纱销量分别为 37.1/40.8/42.5 万吨。

2) 价格方面, 20 年行业景气触底, 20Q4 玻纤纱价格开始快速上涨, 后续供需格局优于前期, 判断行业高景气有持续性, 预计公司玻纤纱 20/21/22 年玻纤纱均价分别为 4,413/5,391/5,484 元/吨, YoY 分别为 1.9%/22.2%/1.7%。

3) 玻纤纱吨生产成本受益新投产能、冷修技改及管理提升, 预计稳中趋降, 预计 20/21/22 年公司玻纤纱吨生产成本分别为 3,012/3,097/3,024 元/吨, YoY 分别为 -1.4%/2.8%/-2.4% (21 年同比提升源于玻纤纱品种结构变化)。

表 8: 玻纤纱业务业绩核心假设

| | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 有效玻纤纱产能 (万吨) | 24.0 | 24.0 | 28.0 | 31.5 | 34.5 | 36.0 |
| 无碱纱 (万吨) | 21.0 | 21.0 | 27.7 | 29.0 | 26.5 | 28.0 |
| 中碱纱 (万吨) | 3.0 | 3.0 | 0.3 | 2.5 | 8.0 | 8.0 |
| 玻纤纱产能利用率 | 119.2% | 122.0% | 119.9% | 120.0% | 120.0% | 120.0% |
| 无碱纱 | 119.0% | 123.7% | 120.2% | 120.0% | 120.0% | 120.0% |
| 中碱纱 | 120.3% | 110.0% | 97.1% | 120.0% | 120.0% | 120.0% |
| 玻纤纱产销率 | 105.1% | 97.9% | 97.6% | 98.2% | 98.5% | 98.4% |
| 无碱纱 | 104.6% | 98.3% | 97.0% | 98.0% | 98.0% | 98.0% |
| 中碱纱 | 108.6% | 95.2% | 160.6% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |
| 玻纤纱销量 (万吨) | 30.1 | 28.7 | 32.8 | 37.1 | 40.8 | 42.5 |
| YoY | 30.3% | -4.7% | 14.3% | 13.2% | 9.9% | 4.3% |
| 无碱纱 (万吨) | 26.2 | 25.5 | 32.2 | 34.1 | 31.2 | 32.9 |
| YoY | 33.8% | -2.4% | 26.3% | 5.8% | -8.6% | 5.7% |
| 中碱纱 (万吨) | 3.9 | 3.1 | 0.5 | 3.0 | 9.6 | 9.6 |
| YoY | 11.0% | -19.9% | -83.1% | 466.0% | 220.0% | 0.0% |
| 玻纤纱 ASP (元/吨) | 4,685 | 5,053 | 4,333 | 4,413 | 5,391 | 5,484 |
| YoY | -1.7% | 7.8% | -14.2% | 1.9% | 22.2% | 1.7% |
| 无碱纱 ASP (元/吨) | 4,560 | 4,941 | 4,314 | 4,270 | 5,039 | 5,140 |
| YoY | -2.1% | 8.3% | -12.7% | -1.0% | 18.0% | 2.0% |
| 中碱纱 ASP (元/吨) | 5,518 | 5,962 | 5,519 | 6,071 | 6,556 | 6,688 |
| YoY | 3.3% | 8.1% | -7.4% | 10.0% | 8.0% | 2.0% |
| 玻纤纱单位生产成本 (元/吨) | 3,399 | 3,322 | 3,057 | 3,012 | 3,097 | 3,024 |
| YoY | 4.9% | -2.3% | -8.0% | -1.4% | 2.8% | -2.4% |
| 无碱纱单位生产成本 (元/吨) | 3,271 | 3,158 | 3,015 | 2,909 | 2,807 | 2,751 |
| YoY | 5.4% | -3.4% | -4.5% | -3.5% | -3.5% | -2.0% |
| 中碱纱单位生产成本 (元/吨) | 4,254 | 4,651 | 5,603 | 4,186 | 4,039 | 3,959 |
| YoY | 6.4% | 9.3% | 20.5% | -25.3% | -3.5% | -2.0% |

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

我们预计公司 20-22 年收入分别为 20.7/26.8/28.6 亿元, YoY 分别为 14.3%/29.3%/6.9%, 预计 20-22 年归母净利分别为 1.8/5.0/6.5 亿元, YoY 分别为 21.3%/181.3%/29.7%。现价对应公司 21 年 PE 为 13.2 倍。参考 Wind 一致预期, 可比公司 21 年 PE 均值为 21x。公司作为国内玻纤行业第二梯队企业, 成长性优于行业龙头, 但生产成本有劣势, 给予小幅折价, 给予公司 21 年目标 PE 20x, 对应目标价 20.00 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 9：公司业绩拆分及盈利预测表

| | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 收入合计 (百万元) | 1,707 | 1,803 | 1,811 | 2,070 | 2,678 | 2,864 |
| 玻纤纱 | 1,409 | 1,448 | 1,420 | 1,638 | 2,200 | 2,334 |
| 无碱纱 | 1,193 | 1,261 | 1,391 | 1,456 | 1,570 | 1,692 |
| 中碱纱 | 216 | 187 | 29 | 182 | 629 | 642 |
| 玻纤制品 | 71 | 81 | 83 | 95 | 110 | 126 |
| 热电产品 | 212 | 260 | 288 | 317 | 348 | 383 |
| 其他业务 | 14 | 14 | 21 | 20 | 20 | 20 |
| 收入 YoY | 28.1% | 5.7% | 0.4% | 14.3% | 29.3% | 6.9% |
| 玻纤纱 | 28.2% | 2.8% | -1.9% | 15.4% | 34.3% | 6.1% |
| 无碱纱 | 30.9% | 5.7% | 10.3% | 4.7% | 7.8% | 7.8% |
| 中碱纱 | 14.7% | -13.4% | -84.4% | 522.6% | 245.6% | 2.0% |
| 玻纤制品 | 26.9% | 14.6% | 2.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 热电产品 | 29.0% | 22.5% | 10.6% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 其他业务 | 14.7% | -1.6% | 49.4% | -2.9% | 0.0% | 0.0% |
| 综合毛利率 | 25.0% | 30.3% | 28.4% | 30.2% | 39.4% | 41.2% |
| 玻纤纱 | 27.5% | 34.3% | 29.5% | 31.8% | 42.6% | 44.9% |
| 无碱纱 | 28.3% | 36.1% | 30.1% | 31.9% | 44.3% | 46.5% |
| 中碱纱 | 22.9% | 22.0% | -1.5% | 31.0% | 38.4% | 40.8% |
| 玻纤制品 | 0.7% | 11.5% | 19.1% | 21.0% | 23.0% | 25.0% |
| 热电产品 | 12.6% | 10.9% | 21.1% | 21.1% | 21.1% | 21.1% |
| 其他业务 | 94.2% | 85.9% | 91.9% | 91.9% | 91.9% | 91.9% |
| 归母净利润 (百万元) | 121 | 169 | 146 | 177 | 499 | 648 |
| YoY | -12.2% | 39.0% | -13.3% | 21.3% | 181.3% | 29.7% |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 10：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) | | | P/E | | |
|------------|------|---------|---------|---------|-------|-------|-------------|-------------|-------------|
| | | | | 2019 | 2020E | 2021E | 2019 | 2020E | 2021E |
| 600176.SH | 中国巨石 | 897.3 | 25.62 | 0.61 | 0.62 | 0.93 | 42.1 | 41.4 | 27.5 |
| 300196.SZ | 长海股份 | 82.6 | 20.20 | 0.71 | 0.76 | 1.03 | 28.5 | 26.6 | 19.5 |
| 002080.SZ | 中材科技 | 409.0 | 24.37 | 0.82 | 1.25 | 1.44 | 29.6 | 19.6 | 16.9 |
| 平均值 | | | | | | | 33.4 | 29.2 | 21.3 |
| 605006.SH | 山东玻纤 | 65.8 | 13.15 | 0.29 | 0.35 | 1.00 | 44.9 | 37.1 | 13.2 |

注：股价时间 2021/02/19；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

5. 风险提示

玻纤需求低于预期。玻纤需求与宏观经济表现关系密切，若疫情控制低于预期及后疫情时代经济表现弱于预期，玻纤需求或不及预期。我们判断短期需求弹性与电子行业、汽车行业表现关系密切，若 5G 推广低于预期、数据中心建设进度放缓、汽车复苏节奏低于预期，则短期需求弹性或较弱。

行业产能扩张超预期。目前在行业需求快速增长的背景下，各企业均有加快产能投放的动作，若产能投放时点及规模比原计划提前，或对行业带来短期的供给冲击。

公司新建产能投放节奏低于预期。若公司规划中产能投放、达产等节奏低于预期将对公司未来业绩成长产生负面影响。

原材料价格上升超预期。公司主要原材料（石灰石等）和能源（天然气等）的价格受市场供求影响，如果价格发生较大波动，可能对公司经营业绩带来不利影响。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 利润表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 268.97 | 148.71 | 207.05 | 267.77 | 760.51 | 营业收入 | 1,803.40 | 1,811.28 | 2,070.47 | 2,677.73 | 2,863.67 |
| 应收票据及应收账款 | 209.13 | 107.35 | 254.42 | 320.74 | 217.87 | 营业成本 | 1,257.80 | 1,297.51 | 1,444.49 | 1,623.52 | 1,684.42 |
| 预付账款 | 1.77 | 2.83 | 1.56 | 3.32 | 2.06 | 营业税金及附加 | 23.68 | 18.81 | 21.50 | 27.80 | 29.73 |
| 存货 | 89.94 | 133.18 | 120.74 | 150.77 | 138.38 | 营业费用 | 59.14 | 71.47 | 81.70 | 105.66 | 113.00 |
| 其他 | 124.36 | 505.54 | 608.21 | 708.51 | 807.86 | 管理费用 | 76.23 | 79.34 | 90.69 | 117.29 | 125.44 |
| 流动资产合计 | 694.18 | 897.61 | 1,191.97 | 1,451.11 | 1,926.68 | 研发费用 | 56.58 | 64.36 | 73.57 | 95.14 | 101.75 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 财务费用 | 120.36 | 134.62 | 153.48 | 108.10 | 61.24 |
| 固定资产 | 2,333.62 | 2,913.42 | 2,852.51 | 2,796.75 | 2,731.09 | 资产减值损失 | 11.65 | (1.54) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程 | 532.50 | 86.75 | 88.05 | 100.83 | 90.50 | 公允价值变动收益 | 6.33 | (0.12) | 2.11 | (15.95) | 9.93 |
| 无形资产 | 149.99 | 145.33 | 138.83 | 132.33 | 125.84 | 投资净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 66.90 | 37.91 | 46.08 | 42.62 | 32.64 | 其他 | (19.69) | (23.79) | (4.22) | 31.91 | (19.87) |
| 非流动资产合计 | 3,083.01 | 3,183.41 | 3,125.47 | 3,072.53 | 2,980.06 | 营业利润 | 211.33 | 170.62 | 207.15 | 584.25 | 758.02 |
| 资产总计 | 3,777.19 | 4,081.02 | 4,317.44 | 4,523.65 | 4,906.74 | 营业外收入 | 8.35 | 1.50 | 1.50 | 1.50 | 1.50 |
| 短期借款 | 519.09 | 802.21 | 821.35 | 414.97 | 0.00 | 营业外支出 | 14.17 | 0.71 | 0.71 | 0.71 | 0.71 |
| 应付票据及应付账款 | 359.82 | 282.01 | 445.84 | 399.11 | 453.76 | 利润总额 | 205.51 | 171.42 | 207.95 | 585.05 | 758.82 |
| 其他 | 613.89 | 732.41 | 803.59 | 871.67 | 867.53 | 所得税 | 36.69 | 25.13 | 30.49 | 85.78 | 111.26 |
| 流动负债合计 | 1,492.80 | 1,816.63 | 2,070.79 | 1,685.75 | 1,321.29 | 净利润 | 168.82 | 146.28 | 177.46 | 499.26 | 647.55 |
| 长期借款 | 490.74 | 403.22 | 8.02 | 0.00 | 0.00 | 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 168.82 | 146.28 | 177.46 | 499.26 | 647.55 |
| 其他 | 582.37 | 503.61 | 603.61 | 703.61 | 803.61 | 每股收益(元) | 0.34 | 0.29 | 0.35 | 1.00 | 1.30 |
| 非流动负债合计 | 1,073.11 | 906.83 | 611.63 | 703.61 | 803.61 | | | | | | |
| 负债合计 | 2,565.90 | 2,723.46 | 2,682.42 | 2,389.36 | 2,124.90 | 主要财务比率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 400.00 | 400.00 | 500.00 | 500.00 | 500.00 | 营业收入 | 5.67% | 0.44% | 14.31% | 29.33% | 6.94% |
| 资本公积 | 351.46 | 351.46 | 351.46 | 351.46 | 351.46 | 营业利润 | 43.45% | -19.26% | 21.41% | 182.04% | 29.74% |
| 留存收益 | 811.29 | 957.57 | 1,135.03 | 1,634.29 | 2,281.84 | 归属于母公司净利润 | 39.03% | -13.35% | 21.31% | 181.34% | 29.70% |
| 其他 | (351.46) | (351.46) | (351.46) | (351.46) | (351.46) | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 1,211.29 | 1,357.57 | 1,635.03 | 2,134.29 | 2,781.84 | 毛利率 | 30.25% | 28.36% | 30.23% | 39.37% | 41.18% |
| 负债和股东权益总计 | 3,777.19 | 4,081.02 | 4,317.44 | 4,523.65 | 4,906.74 | 净利率 | 9.36% | 8.08% | 8.57% | 18.65% | 22.61% |
| | | | | | | ROE | 13.94% | 10.78% | 10.85% | 23.39% | 23.28% |
| | | | | | | ROIC | 12.10% | 10.92% | 11.07% | 22.32% | 26.04% |
| 现金流量表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 168.82 | 146.28 | 177.46 | 499.26 | 647.55 | 资产负债率 | 67.93% | 66.73% | 62.13% | 52.82% | 43.31% |
| 折旧摊销 | 241.88 | 282.66 | 126.11 | 129.47 | 132.49 | 净负债率 | 102.99% | 107.53% | 64.81% | 27.93% | -11.89% |
| 财务费用 | 119.28 | 141.68 | 153.48 | 108.10 | 61.24 | 流动比率 | 0.47 | 0.49 | 0.58 | 0.86 | 1.46 |
| 投资损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 速动比率 | 0.40 | 0.42 | 0.52 | 0.77 | 1.35 |
| 营运资金变动 | 366.30 | (890.44) | 58.58 | (67.88) | 184.59 | 营运能力 | | | | | |
| 其它 | (497.86) | 278.68 | 2.11 | (15.95) | 9.93 | 应收账款周转率 | 6.78 | 11.45 | 11.45 | 9.31 | 10.63 |
| 经营活动现金流 | 398.43 | (41.14) | 517.74 | 653.01 | 1,035.80 | 存货周转率 | 18.62 | 16.24 | 16.31 | 19.72 | 19.81 |
| 资本支出 | 140.62 | 486.14 | (40.00) | (20.00) | (50.00) | 总资产周转率 | 0.52 | 0.46 | 0.49 | 0.61 | 0.61 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股指标(元) | | | | | |
| 其他 | (671.14) | (646.12) | (24.22) | (61.41) | 2.34 | 每股收益 | 0.34 | 0.29 | 0.35 | 1.00 | 1.30 |
| 投资活动现金流 | (530.52) | (159.98) | (64.22) | (81.41) | (47.66) | 每股经营现金流 | 0.80 | -0.08 | 1.04 | 1.31 | 2.07 |
| 债权融资 | 1,516.43 | 1,608.46 | 1,266.75 | 863.98 | 429.81 | 每股净资产 | 2.42 | 2.72 | 3.27 | 4.27 | 5.56 |
| 股权融资 | (120.36) | (134.62) | (53.48) | (108.10) | (61.24) | 估值比率 | | | | | |
| 其他 | (1,201.43) | (1,264.16) | (1,608.46) | (1,266.75) | (863.98) | 市盈率 | 38.95 | 44.95 | 37.05 | 13.17 | 10.15 |
| 筹资活动现金流 | 194.63 | 209.69 | (395.19) | (510.88) | (495.41) | 市净率 | 5.43 | 4.84 | 4.02 | 3.08 | 2.36 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EV/EBITDA | 0.00 | 0.00 | 15.59 | 8.67 | 6.52 |
| 现金净增加额 | 62.55 | 8.57 | 58.33 | 60.73 | 492.74 | EV/EBIT | 0.00 | 0.00 | 21.04 | 10.29 | 7.58 |

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |