

山东玻纤（605006）/建材

进击的玻纤龙头，顺周期蓄势待发

评级：买入（首次覆盖）

市场价格：8.32

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

研究助理：朱晋潇

Email: zhujx@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	500
流通股本(百万股)	100
市价(元)	8.32
市值(亿元)	41.6
流通市值(亿元)	8.3

股价与行业-市场走势对比

相关报告
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 yoy%	5.67%	0.44%	15.92%	21.97%	10.15%
净利润(亿元)	1.69	1.46	1.74	4.24	5.60
增长率 yoy%	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
每股现金流量	0.49	-0.31	(0.02)	0.22	0.25
净资产收益率	13.9%	10.8%	10.8%	21.4%	22.9%
P/E	24.64	28.44	23.84	9.81	7.43
P/B	3.43	3.06	2.58	2.10	1.70

备注：股价取自 2021 年 2 月 2 日收盘价

投资要点

- **公司是山东国资委实际控制的玻纤“三小”龙头。**公司业务集玻纤纱（含制品）、发电供热于一体，玻纤在产产能 37 万吨/年，居全国第四，重点布局于华东市场。2014-19 年，公司营收从 10.27 亿增至 18.11 亿，归母净利润由 0.83 亿增至 1.46 亿，CAGR 均为 12%，收入盈利规模稳步扩张，已成为国内玻纤行业“三大三小”的中坚力量。
- **玻纤行业新一轮景气周期开启。**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。
- **玻纤行业竞争格局逐步优化，未来决战低成本与中高端市场。**行业重资产特性筑起行业壁垒，行业集中度逐年提升，国内已形成“三大企业（中国巨石、泰山玻纤、重庆国际）-三小企业（山东玻纤、四川威玻、长海股份）-其他企业”的竞争格局，产能集中度 CR3、CR6 为 66%、79%。其中山东玻纤在“三小企业”中产能规模最大。产线智能化等成本优化构建企业核心竞争力，提高中高端产品附加值与开拓新应用领域成为行业变革方向。
- **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。
- **盈利预测及投资建议：**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。公司募投扩产+成本下降+客户优势，业绩稳步增长可期。我们预测公司 2020-2022 年实现归母净利润 1.7、4.2、5.6 亿元，同比 +19%/+144%/+32%；当前股价对应 PE 分别为 24、10、7 倍。首次覆盖，给予“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。

内容目录

持续追赶的玻纤行业龙头	- 5 -
国企背景助力前行，玻纤产能已达 37 万吨.....	- 5 -
无碱纱为拳头产品，深耕华东市场	- 7 -
玻纤行业：供需持续向上，景气有望延续	- 8 -
2021 年玻纤行业正处在景气上行阶段.....	- 8 -
行业格局清晰，降成本，产高端是未来发展方向	- 12 -
行业上行+产能扩张+成本下行，公司业绩增长可期	- 15 -
募投扩建规模优势提升，产品升级带动高成长.....	- 15 -
规模化、智能化、自有热电等综合优势带来单位成本下降	- 16 -
与龙头客户深入合作，业务和技术互补具备持续性	- 17 -
盈利预测与投资建议	- 20 -
盈利预测	- 20 -
投资建议	- 20 -
风险提示	- 22 -

图表目录

图表 1: 山东玻纤发展历程	- 5 -
图表 2: 公司股权结构及下属子公司	- 6 -
图表 3: 内部职工持股情况	- 6 -
图表 4: 2014-2019 公司营业总收入平稳上升	- 7 -
图表 5: 2019 年无碱纱营收占比 77.6%	- 7 -
图表 6: 无碱纱毛利占比最大	- 7 -
图表 7: 无碱纱毛利率高于其他产品	- 7 -
图表 8: 预计 20-21 年全球玻纤年末及有效产能新增较少 (未考虑冷修停产)	- 8 -
图表 9: 预计 2021 年玻纤产能变动情况 (万吨)	- 8 -
图表 10: 季度边际新增有效产能复盘及预测 (万吨)	- 9 -
图表 11: 全球玻纤产能净新增 (万吨)	- 9 -
图表 12: 全球玻纤供需及同比增速	- 9 -
图表 13: 国内玻纤产量稳步增长	- 9 -
图表 14: 全球玻纤需求地域占比	- 10 -
图表 15: 玻纤下游应用领域需求占比	- 10 -
图表 16: 基础设施建设投资(不含电力)累计同比增速	- 10 -
图表 17: 乘用车销量当月值及增速	- 10 -
图表 18: 新能源车产、销量及同比增速	- 11 -
图表 19: 长玻纤复合材料在汽车中应用分布	- 11 -
图表 20: 2020 年全球玻纤产能 CR3 为 47%	- 11 -
图表 21: 国内玻纤企业库存处在历史较低水平	- 11 -
图表 22: 无碱 2400tex 缠绕直接纱格 (元/吨)	- 12 -
图表 23: PPI 当月同比: 玻纤制造业	- 12 -
图表 24: 国内 3 家主要企业产能占全国的 66%	- 12 -
图表 25: 国内玻纤纱 6 家企业单线产能对比	- 12 -
图表 26: 行业内公司吨成本情况 (元/吨)	- 13 -
图表 27: 行业内公司吨毛利情况 (元/吨)	- 13 -
图表 28: 行业内公司吨期间费用情况 (元/吨)	- 13 -
图表 29: 行业内公司吨净利情况 (元/吨)	- 13 -
图表 30: 行业内公司毛利率情况	- 14 -
图表 31: 行业内公司净利率情况	- 14 -
图表 32: 山东玻纤无碱纱单位成本持续下降	- 14 -
图表 33: 2020 年龙头企业低端玻纤吨成本曲线	- 14 -

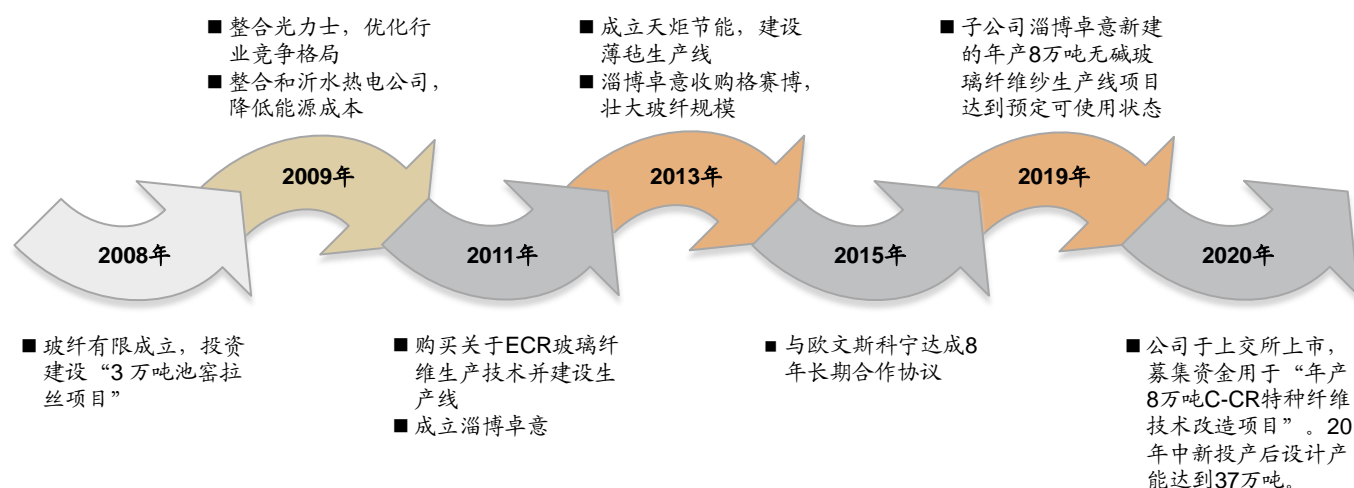
图表 34: 截至 2020 年底公司产能情况 (合计 37 万吨)	- 15 -
图表 35: 公司当前重点研发目标	- 16 -
图表 36: 2019 年人工成本下降明显	- 17 -
图表 37: 2019 年人均产量提升至 158 吨/人	- 17 -
图表 38: 研发费用率及研发费用持续上升	- 17 -
图表 39: 玻璃纱的铂铈合金成本下降	- 17 -
图表 40: 2019 年玻纤产品客户占比情况	- 18 -
图表 41: 2019 年第一大客户 (OC) 销售占比持续上升	- 18 -
图表 42: 与欧文斯科宁交易情况	- 18 -
图表 43: 售向欧文斯科宁产品毛利率较高	- 18 -
图表 44: 从 OC 和其他公司获得专利技术	- 19 -
图表 45: 山东玻纤净营业周期为负	- 19 -
图表 46: 公司玻纤业务拆分预测表	- 20 -
图表 47: 可比公司盈利预测及估值对比	- 20 -
图表 48: 公司盈利预测	- 21 -

持续追赶的玻纤行业龙头

国企背景助力前行，玻纤产能已达 37 万吨

- 山东玻纤为国内玻纤行业“三大三小”企业一员，玻纤产能为国内第四，是第二梯队龙头企业，成立于 2008 年，主要从事玻璃纤维及其制品的研发、生产和销售，并在沂水县范围内提供热电产品。公司成立后便不断升级扩建生产线，先后于 2008 年、2011 年、2013 年、2014 年、2019 年投资建设首条池窑拉丝生产线、首条 ECR 池窑拉丝生产线、首条薄毡生产线、首条 ECER 池窑拉丝生产线、无碱玻璃纤维纱生产线。截至 2020 年底，公司玻璃纤维纱产能达到 37 万吨。

图表 1：山东玻纤发展历程

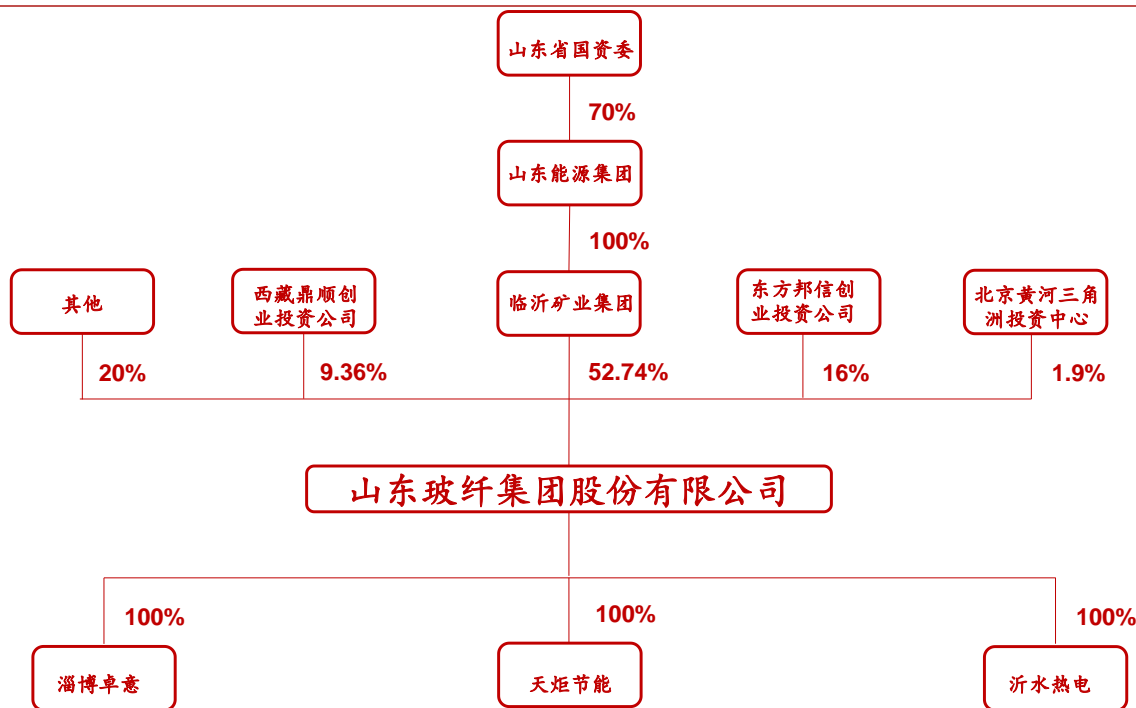


资料来源：招股说明书、中泰证券研究所

- **公司积极布局上游行业，整合行业格局。**扩大上游领域，公司布局电力产业，整合收购沂水热电公司，降低电力成本，扩建叶腊石加工生产线，把握矿石加工平抑原材料价格波动，降低原材料成本；在同业领域，公司分别收购整合光力士、格赛博，合理规划同业产能，减少区域内过度竞争。
- **公司属于国有控股企业，山东国资委为实际控制人，**股权结构明确，公司总股本为 50,000 万股，其中非限售流通 A 股 10,000 万股，临矿集团持有 26,370 万股，占总股本 52.74%，为公司控股股东。山东国资委为公司实际控制人，持有山能集团 70% 股权，山能集团持有临矿集团 100% 股权。
- **员工持股计划，彰显发展信心。**鼎顺创投为公司员工持股平台，其前身为至诚投资。2013 年，山东玻纤实施员工持股，141 名骨干员工通过持股平台至诚投资增资持股，成为国资委首批改制上市的试点单位，其混改走在多数国企前面。当前公司共有 134 名在职高管和技术骨干、20 名退休员工与 1 名外部人员通过鼎顺创投持有公司股份，其中管理层通过鼎顺创投持有公司共 3.42%。该员工持股激励计划有利于激发员工积

极性，一致化员工及股东利益，提升企业运行效率，降低管理成本，促进利润上升。公司高管高比例持股彰显了管理层对山东玻纤在玻纤行业良好经营态势的信心与未来发展前景的看好，以及对公司长期价值的认可。

图表 2: 公司股权结构及下属子公司



资料来源：公司公告、中泰证券研究所；截至 2020 年三季度报

图表 3: 内部职工持股情况

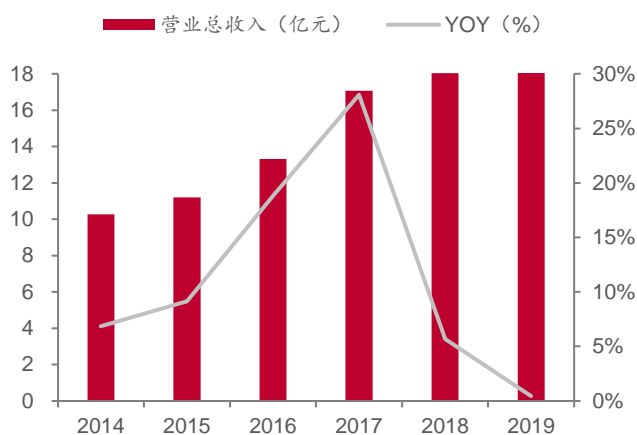
姓名	持有鼎顺创投股数 (万股)	职位	所持股份占山东玻纤比值
牛爱君	828.0	董事长、党委书记	0.83%
高贵恒	431.8	董事、总经理	0.43%
宋忠玲	609.6	监事会主席	0.61%
王传秋	96.2	副总经理、董事会秘书	0.10%
李钊	455.6	副总经理、财务总监	0.46%
杜纪山	254.0	副总经理	0.25%
李金保	254.0	副总经理	0.25%
郭照恒	169.0	副总经理	0.17%
赵燕	70.8	职工监事	0.07%
荀洪宝	254.0	总工程师	0.25%
管理层合计	3423.0		3.42%
其他在职人员	4954.8		4.95%
退休人员	962.2		0.96%
合计	9340.0		9.34%

资料来源：公司公告、WIND、中泰证券研究所；注：公开资料可能存在信息滞后或更新不及时风险

无碱纱为拳头产品，深耕华东市场

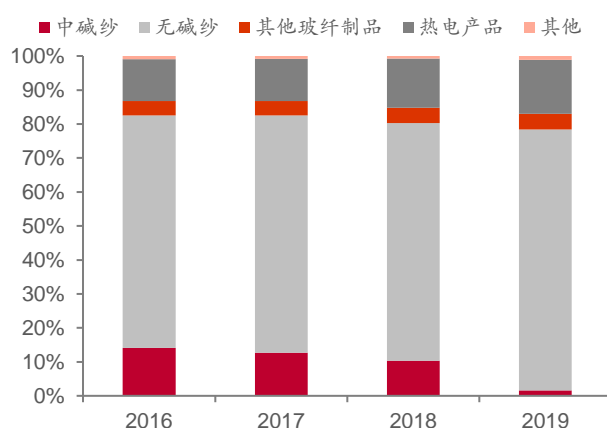
- 公司主营业务为玻纤产品（无碱纱、玻纤制品）和热电产品，玻纤产品与热电产品实现季节性互补。公司营业总收入 2017 至 2019 年分别为 17.07/18.03/18.11 亿。其中无碱纱是公司的拳头产品，过去 4 年毛利率稳定于 30%左右，2019 年贡献了 77.66%的业务收入；玻纤制品和热电产品分别占 4.63%、16.07%，中碱纱营业收入占比因生产线寿命到期停产而下降。从毛利来看，2019 年无碱纱贡献主营产品毛利的 84.6%。
- 公司以华东为大本营，业务发展倾向于华东地区，华东地区经济发达，交通运输、建筑与基础设施建设、电子电气等玻纤下游行业亦较多分布在华东地区，华东地区 2017-2019 年对公司营收贡献均超过 70%，是公司玻纤产品的重要市场。

图表 4：2014-2019 公司营业总收入平稳上升



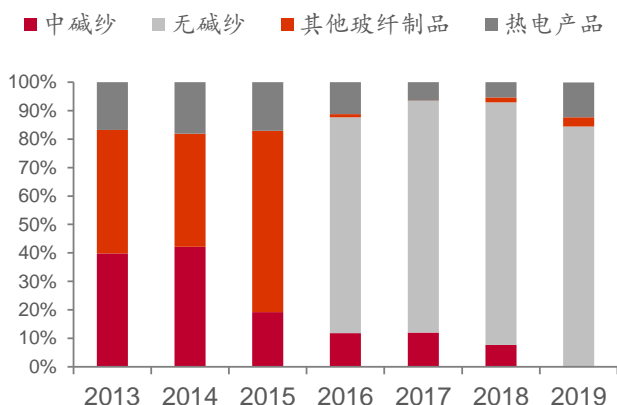
资料来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 5：2019 年无碱纱营收占比 77.6%



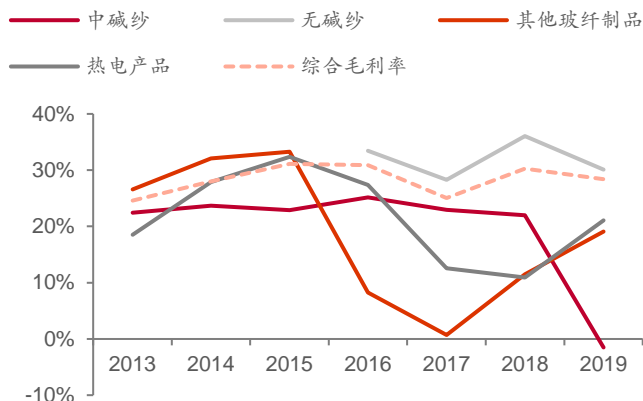
资料来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 6：无碱纱毛利占比最大



资料来源：WIND、中泰证券研究所

图表 7：无碱纱毛利率高于其他产品



资料来源：WIND、中泰证券研究所

玻纤行业：供需持续向上，景气有望延续

2021 年玻纤行业正处在景气上行阶段

- 我们判断 2021 年玻纤行业仍处于景气上行阶段，虽然国内无碱粗纱价格已经处于历史偏高位置，但我们认为玻纤价格的高点并不取决于历史高度，而在于当前基本面情况下边际供需错配的情况，我们判断在 1) 海外需求复苏、国内需求平稳；2) 2021 年供给新增较少且前高后低；3) 库存水平历史低位的基础上，海外价格将率先反弹（目前价格较国内低）；国内价格在当前高位基础上仍有进一步上行空间。
- **供给端：**产能投放高峰已过，冷修技改高峰临近。展望 2021 年全球玻纤产能变化，如下图所示，在尚未考虑冷修技改减产的前提下，2020/2021/2022 年年末产能同比+3%/+5%/+4%，2020/2021 年有效产能同比-1%/+7%。若叠加考虑 2021 年行业进入下一轮冷修技改高峰期（2021-2023 年），以年的维度来看，2021 至 2023 年年末产能幅度仍将保持低位增长，有效产能或将保持平稳。
- 近两轮产能净投放高点在 2008、2018 年，次高点是 2015 年。行业遵循 8-10 年的设备冷修周期，正常情况下冷修期约 3-6 个月。随着未来几年行业进入下一轮冷修技改周期，以年的维度来看，2021 年之后产能边际新增幅度或将保持在中低位水平。
- **需求端：**海外需求有望迎来恢复性增长，预计全球玻纤需求增速仍将保持在 GDP 增速的 1.5-2 倍（数据引自中国巨石公司公告）。据山东玻纤招股书引自中国玻璃纤维工业协会的数据，目前玻纤下游应用中建筑、交通运输、工业、风电和其他领域占比分别为 35%、26%、13%、11% 和 15%。

图表 8：预计 20-21 年全球玻纤年末及有效产能新增较少（未考虑冷修停产）

公司	年末产能(万吨)					公司	有效产能(万吨)		
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E
中国巨石	175	184	200	221	231	中国巨石	179	177	209
全球产能合计	830	847	876	921	954	全球产能合计	845	836	894
YoY	19%	2%	3%	5%	4%	YoY	-	-1%	7%

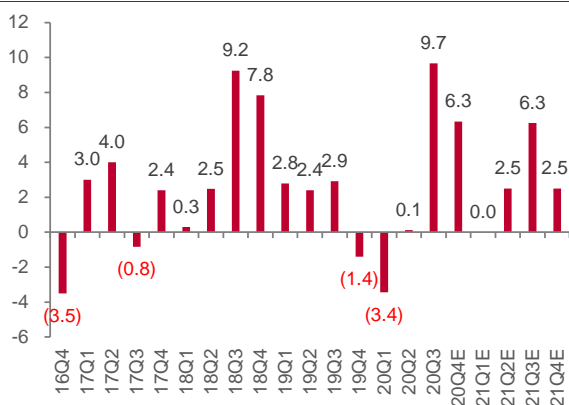
来源：公司公告，卓创资讯，中泰证券研究所

图表 9：预计 2021 年玻纤产能变动情况（万吨）

企业	类型	产线描述	产能变动时间	2021年变动	2021年有效产能	2022有效产能	2022年产能冲击（22年有效产能-21年有效产能）
中国巨石	新建	6万吨电子纱暨3亿平米电子布项目	预计21年7月投产	6.0	2.5	6.0	3.5
中国巨石	新建	年产15万吨智能制造项目	2020年9月开工，预计21年7月投产	15.0	6.3	15.0	8.8
泰山玻纤	扩建	6万吨电子纱项目	预计2021年9月初投产	6.0	1.5	6.0	4.5
长海股份	新建	10万吨/年无碱粗纱池窑拉丝技术生产线	预计2020年7月开工，21年7月投产	10.0	4.2	10.0	5.8
冀中能源（邢台金牛）	新建	19年3月公司通过新建20万吨（2条10万吨产线）玻纤项目议案	预计第一条线21年7月初投产	10.0	4.2	10.0	5.8
山东玻纤	冷修技改	6万吨提升到10万吨	待定	待定	待定	待定	待定
				47.0	18.6	47.0	28.4

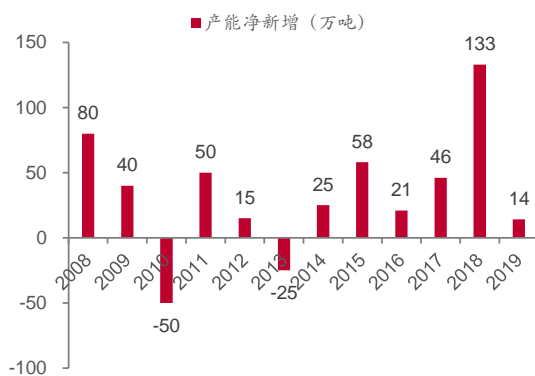
来源：公司公告，卓创资讯，中泰证券研究所

图表 10: 季度边际新增有效产能复盘及预测 (万吨)



来源: 卓创资讯, 中泰证券研究所; 备注: 所有计算均表示环比季度新增。以上为预测数据, 具体到季度, 受具体投产节奏影响

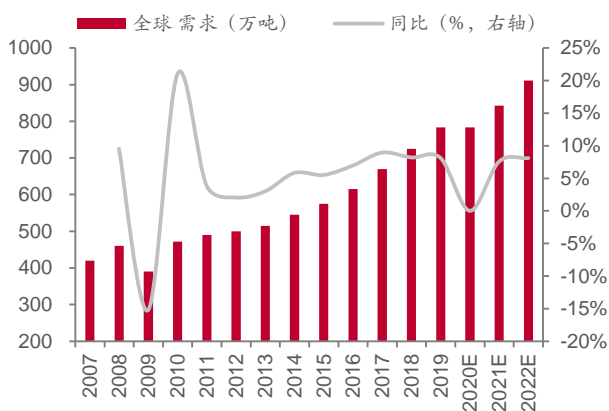
图表 11: 全球玻纤产能净新增 (万吨)



来源: 中国玻璃纤维工业协会, 中泰证券研究所整理

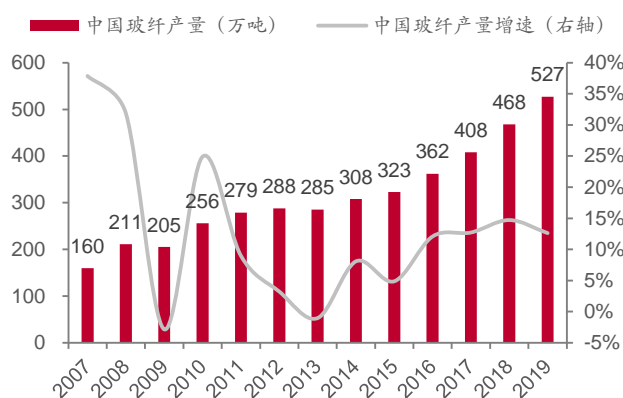
- 需求端:** 海外需求有望迎来恢复性增长, 预计全球玻纤需求增速仍将保持在 GDP 增速的 1.5-2 倍 (数据引自中国巨石公司公告)。据山东玻纤招股书引自中国玻璃纤维工业协会的数据, 目前玻纤下游应用中建筑、交通运输、工业、风电和其他领域占比分别为 35%、26%、13%、11% 和 15%。

图表 12: 全球玻纤供需及同比增速



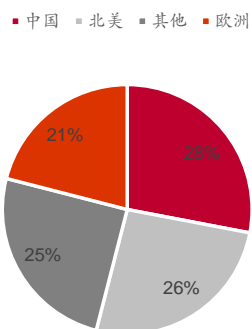
来源: 中国玻璃纤维工业协会、中泰证券研究所; 注: 需求数据为产量数据, 2019 年产量数据为预测数据

图表 13: 国内玻纤产量稳步增长



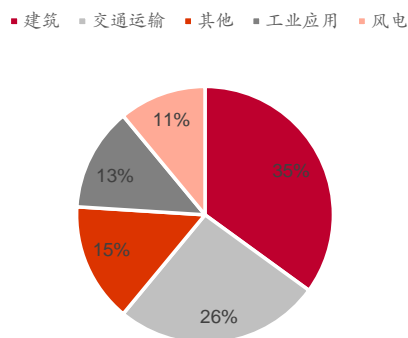
来源: 中国巨石公司公告, 中国玻璃纤维工业协会, 中泰证券研究所

图表 14: 全球玻纤需求地域占比



来源: 山东玻纤招股说明书(2020年8月版)、中泰证券研究所; 注: 玻纤全球需求分布参照全球复合材料产量

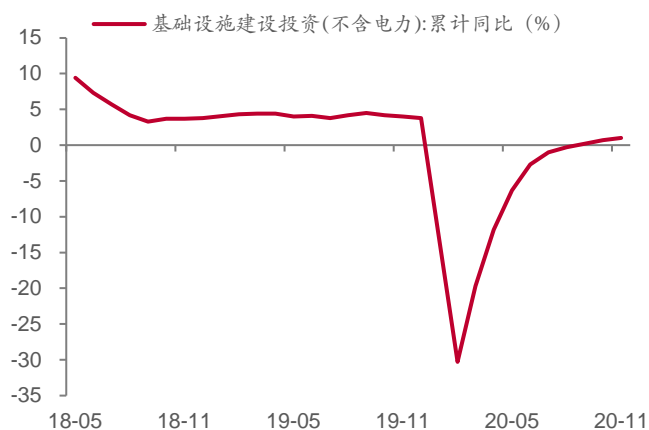
图表 15: 玻纤下游应用领域需求占比



来源: 山东玻纤招股说明书(2020年8月版)、中国玻璃纤维工业协会, 中泰证券研究所; 注: 需求领域参考海外玻纤龙头欧文斯科宁的统计

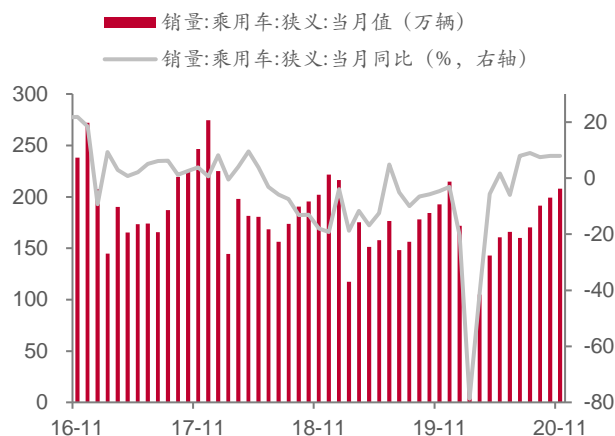
- 从需求地域来看, 海外复苏+国内平稳, 需求存在超预期恢复的可能性。海外制造业生产端的需求复苏的逻辑参考《2021年投资策略: 聚焦需求复苏高景气, 供给约束锦上添花》。国内需求稳定的核心是基建和地产平稳, 汽车领域复苏明显(20年11月乘用车销量同增8%), 风电需求或好于预期。中长期看中高端应用领域拓宽和渗透率提高, 包括汽车轻量化使用的热塑型玻纤、风电叶片大型化使用的风电玻纤纱。
- 风电纱: 风电产业在新能源革命(光伏、风电、氢能)的大背景下, 长期天花板不断提升, 而风电叶片对高效轻量化材料的追求或将难以改变。从近期超预期的风电产业政策来看, 未来风电需求难言悲观, 或将间接拉动原材料玻纤的需求量快速增长, 综合判断 2021 年景气周期有望持续。

图表 16: 基础设施建设投资(不含电力)累计同比增速



资料来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

图表 17: 乘用车销量当月值及增速



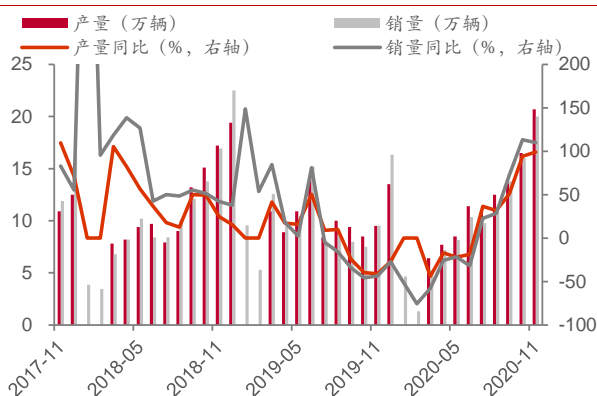
资料来源: WIND、中泰证券研究所

- 汽车用热塑纱: 新能源车轻量化趋势将推动热塑玻纤纱渗透率提高, 叠加后疫情时代汽车顺周期复苏, 汽车领域需求弹性可观。1) 根据中泰电新和汽车组《行业走出深幅调整期—汽车行业 2021 年年度策略》引自乘联会的数据, 2020 年我国乘用车需求中约有 52% 属于首购需求,

乘用车行业远没有到达零增长的阶段。随着经济复苏，乘用车消费复苏，乘用车销量短期有望恢复至 2300 万辆的中枢。我国目前的汽车销量仍有向上空间，但是增速将会趋缓，预计未来 5-10 年仍将保持 1%-3% 左右的复合增速。 2) 一般而言，新能源车对玻纤及复合材料的需求量要高于普通汽车。预计 2021 年全球电动车销量 458 万，同比增长 50%+。 (数据来自中泰电新组《2021 年新能源汽车板块投资策略》)

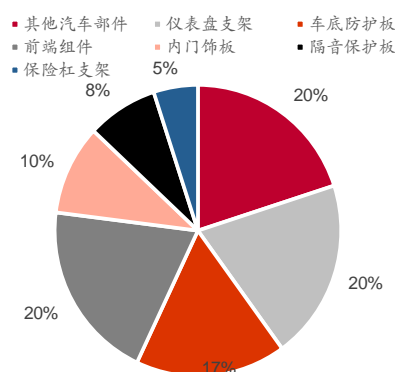
- 电子纱下游直接需求是覆铜板，间接需求是 PCB 行业，新兴行业或迎来超长周期成长。(详情见外发电子纱专题深度《百亿市场需求高增，龙头企业进军高端》)。
- **竞争格局：**玻纤行业集中度高，全球 CR3 为 47%，巨石 200 万吨产能位居全球榜首。龙头资产如若整合将引领行业优化竞争格局，促进未来行业积极健康发展。中高端领域壁垒高、集中度高，龙头企业定价权强，包括风电、汽车用热塑、电子等领域，因为具备较高的技术和资金壁垒，中国巨石、OC、泰山玻纤、NEG、重庆国际等企业占据主导地位。中低端领域主要拼成本。

图表 18: 新能源车产、销量及同比增速



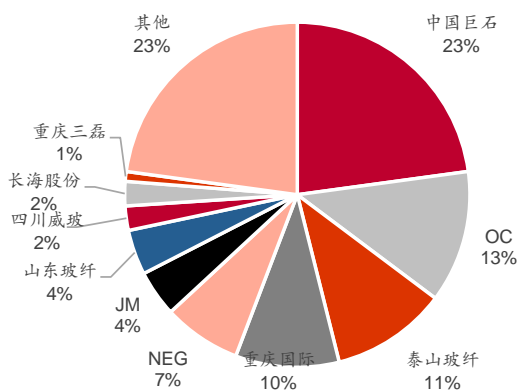
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 19: 长玻纤复合材料在汽车中应用分布



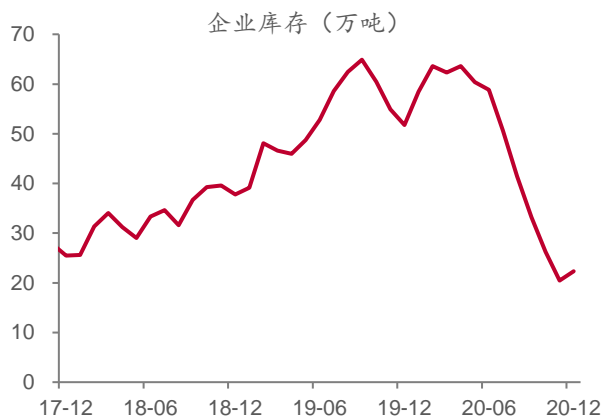
来源: 中国汽车材料网、中泰证券研究所

图表 20: 2020 年全球玻纤产能 CR3 为 47%



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

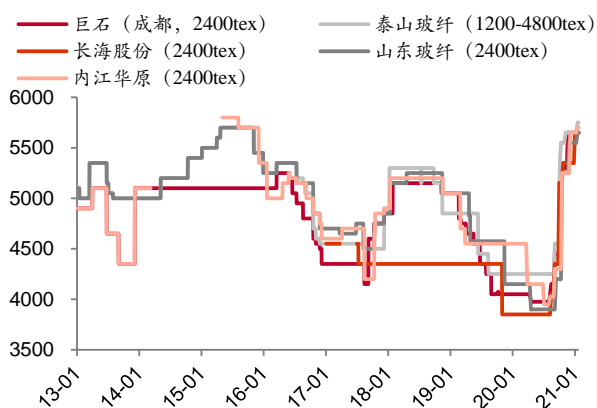
图表 21: 国内玻纤企业库存处在历史较低水平



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

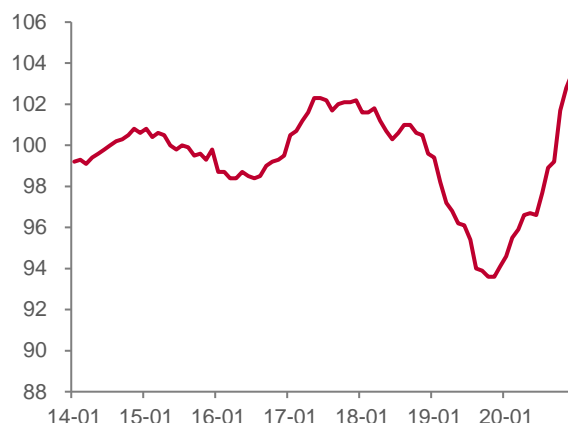
- **库存端**，全国重点池窑企业库存降至 2017 年以来新低。
- **玻纤价格：仍有进一步上行的空间和弹性。**无碱粗纱价格顺周期涨势强劲渐超预期。2020 年玻纤价格从 6 月份开始止跌企稳，8 月份开始回弹。9 月初龙头企业对玻纤价格进行了一轮试探性的上调后，10 月多数企业主流产品 2400tex 缠绕直接纱继续上涨。11 月份，价格延续小幅上调趋势。此轮提涨后玻纤价格已恢复至过往 7 年高位。截至 2021 年 1 月 22 日，巨石缠绕直接纱 2400tex 价格 5650 元，均价同比+40%（2015-16 年高位区间为 5100-5300 元/吨，2018 年高位区间为 5100-5200 元/吨）。

图表 22：无碱 2400tex 缠绕直接纱格（元/吨）



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 23：PPI 当月同比：玻纤制造业

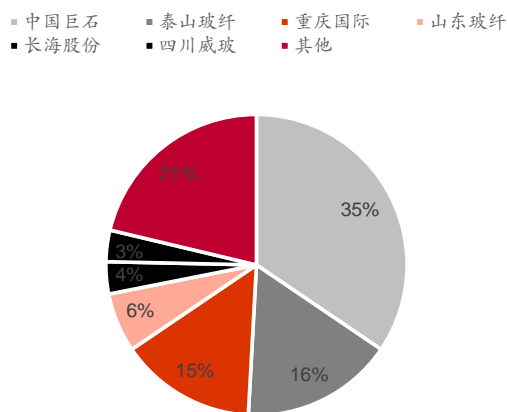


来源：WIND、中泰证券研究所；备注：上年同月=100

行业格局清晰，降成本，产高端是未来发展方向

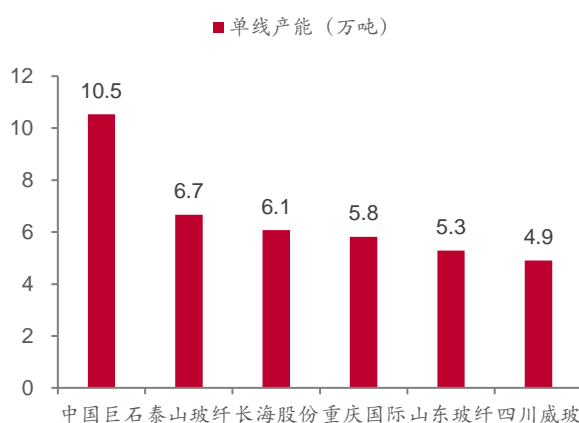
- “三大企业-三小企业-其他企业”的竞争格局清晰，山东玻纤为二线龙头。在行业重资产特征的背景下，经历过去的周期性景气波动与产业政策的严格规范化，玻纤行业形成了“三大企业（中国巨石、泰山玻纤、重庆国际）-三小企业（山东玻纤、四川威玻、长海股份）-其他企业”的竞争格局，根据卓创数据，国内产能集中度 CR3、CR6 为 66%、79%。其中山东玻纤在“三小企业”中产能规模最大，产品结构也在逐步完善。

图表 24：国内 3 家主要企业产能占全国的 66%



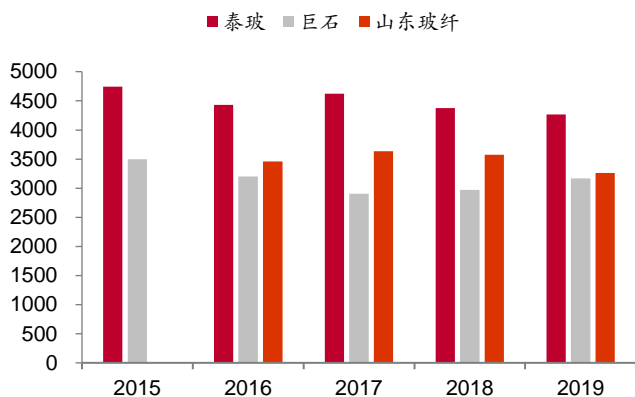
资料来源：卓创资讯，公司公告，中泰证券研究所；截至 2020 年底

图表 25：国内玻纤纱 6 家企业单线产能对比

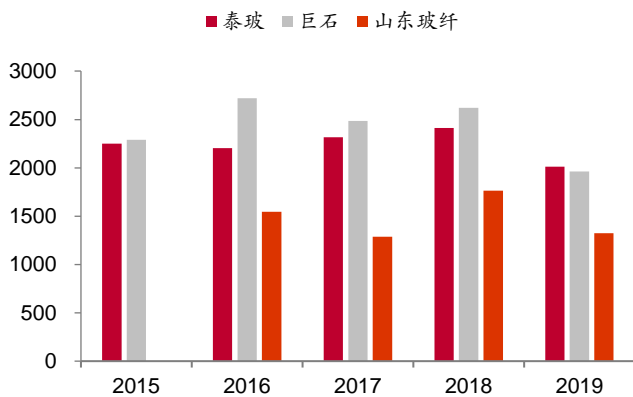


资料来源：卓创资讯、中泰证券研究所

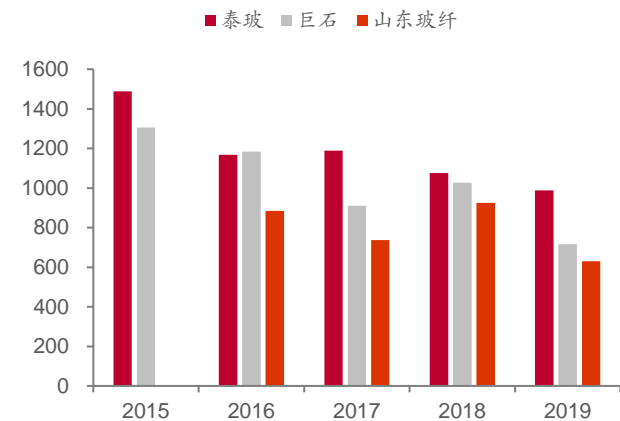
- 通过技术升级降低生产成本成为龙头企业提升核心竞争力的关键因素。**自 2006 年以来，池窑、配方工艺的升级推动玻纤成本持续降低，以巨石为代表的企业凭借领先的技术、资金、研发、管理优势拉开成本差距，占据并巩固了成本曲线的领先地位。但近两年来，随着山东玻纤、长海等二线企业池窑的陆续技改以及生产工艺的进步，其生产效率、成本管控也在持续追赶龙头企业，二线企业新生产线在效率、成本上与龙头企业的差距得到明显缩小。从单吨成本、单吨毛利等指标来看，山东玻纤落后中国巨石的幅度已有所缩小。

图表 26：行业内公司吨成本情况（元/吨）


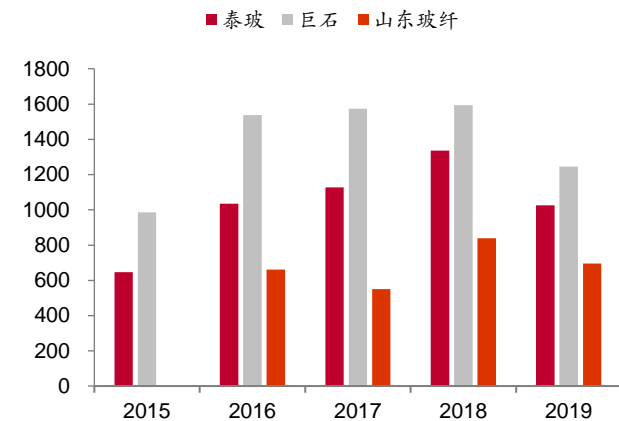
资料来源：招股说明书、公司公告、中泰证券研究所

图表 27：行业内公司吨毛利情况（元/吨）


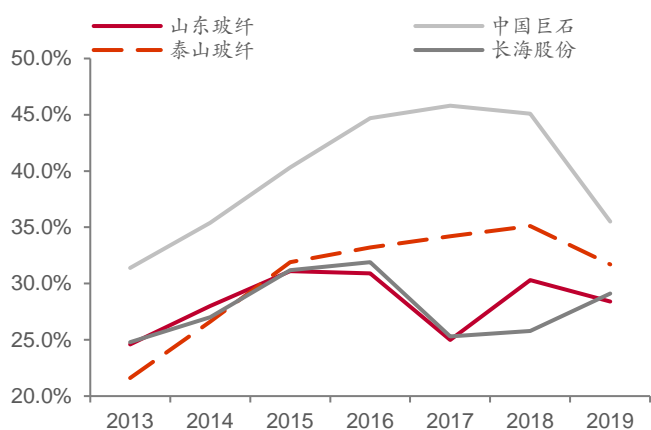
资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 28：行业内公司吨期间费用情况（元/吨）


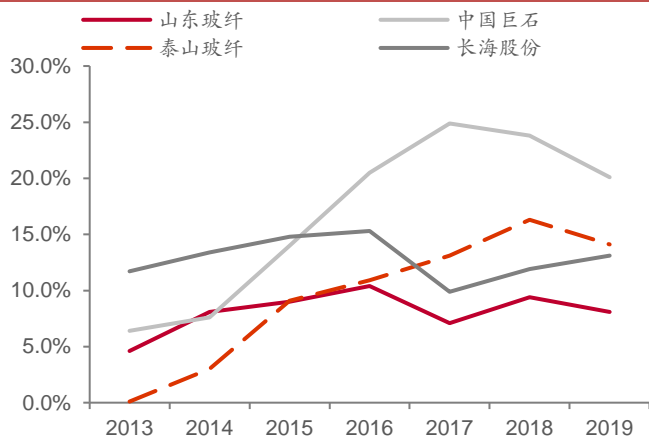
资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 29：行业内公司吨净利情况（元/吨）


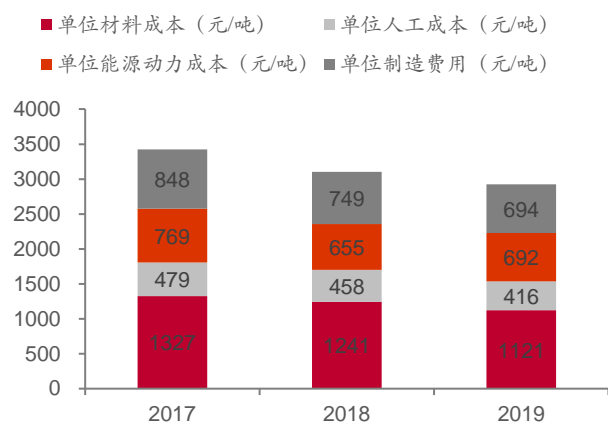
资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 30：行业内公司毛利率情况


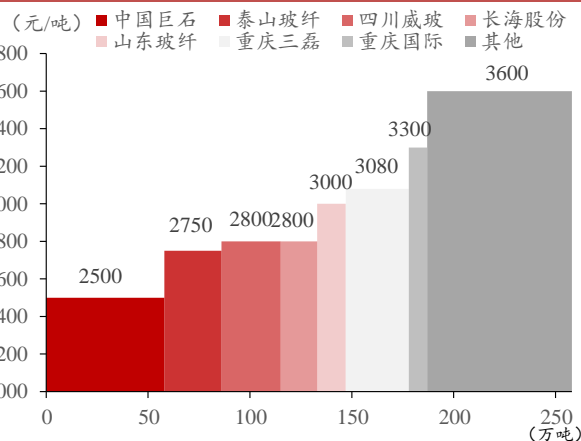
资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 31：行业内公司净利率情况


资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 32：山东玻纤无碱纱单位成本持续下降


资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 33：2020 年龙头企业低端玻纤吨成本曲线


资料来源：专家访谈、中泰证券研究所

- 山东省高度重视玻纤行业发展，持续推动玻纤行业发展。**先后于 2017 年、2018 年发布的《山东省“十三五”战略性新兴产业发展规划》、《山东省新材料产业发展专项规划（2018-2022 年）》中强调山东省对玻纤行业发展的重视。同时，山东省政府亦对玻纤行业进行的自主创新和产业升级项目、节能技术改造奖励项目以及其他产品开发和产业化项目给予专项资金、奖励和补贴，预期山东省政府长期扶持玻纤产业发展。公司自 2012 年起连续取得了山东省科学技术厅、山东省财政厅和国家税务总局山东省税务局联合颁发的《高新技术企业证书》，享受按 15% 的税率征收企业所得税的优惠政策，在税费上占据优势。

行业上行+产能扩张+成本下行，公司业绩增长可期

募投扩建规模优势提升，产品升级带动高成长

- 公司产能主要集中于山东省内，募投项目投产后年产能达到 37 万吨。**公司已布局有 7 条产线，2019 年公司玻纤设计产能为 28 万吨，产能利用率为 120%。上市募集资金主要投向新产能项目及补充营运资本，实际募集资金净额为 3.345 亿元。其中 3 亿元投入至 C-CR 特种纤维技术改造项目，0.345 亿元补充营运资本。募投新产能项目经济效益显著，投资净利率（据招股说明书的数据，预计净利率为 17.05%）高于公司当前净利率水平。

图表 34：截至 2020 年底公司产能情况（合计 37 万吨）

生产线	设计产能（万吨）	产品	生产状态	投入生产时间	建设模式
ECR 产线	3	ECR 纱	在产	2011 年	新建（预计 21 年中冷修技改，6 改 10）
ECR 产线	3	ECR 纱	在产	2012 年	
ECER 产线	6	ECER 纱	在产	2015 年 4 月	新建
ECR 产线	3.6	ECR 纱	在产	2015 年 6 月	原中碱纱一号线改造
ECER 产线	5.4	ECER 纱	在产	2016 年 8 月	中碱纱二号线改造
无碱纱生产线	8	无碱纱	在产	2019 年 3 月	新建
C-CR 特种纤维生产线	8	特种玻纤产品	在产	2020 年 10 月	原淄博卓意年产 3 万吨中碱纱改造而来

资料来源：卓创资讯、招股说明书、中泰证券研究所；注：C-CR 特种纤维产线由 2019 年 2 月寿命到期停产的 3 万吨中碱纱生产线改建而成；注：数据存在信息更新不及时，与当前进度不一致的风险

- 产品附加值提升的新增长点不断。**公司当前重点研发突破项目是进行 RTP 柔性管道的研发，拟建设 RTP 柔性管道（小口径）和 RTP 管道（大口径）产线。RTP 管道主要应用于油气输送管道领域，国内主要供应商仅有航天晨光，市场前景良好。同时，公司积极向新型复合材料领域拓展，提升产品附加值，延长产品链。**RTP 管与新型复合材料等研发成果将有望成为公司未来新增长点。**

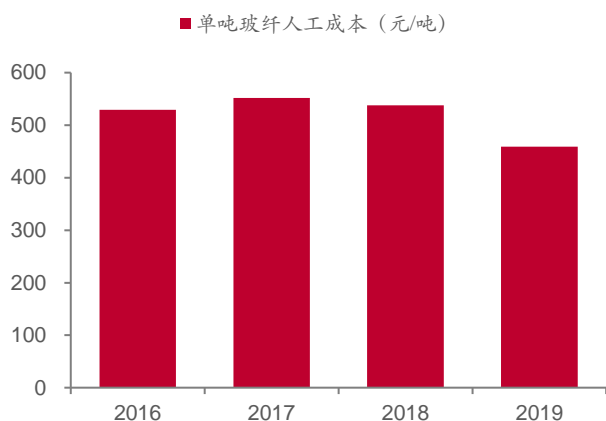
图表 35: 公司当前重点研发目标

序号	项目名称	研究内容	研发类别	目标
1	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	实现不同压力等级、不同规格($\phi 50-\phi 150\text{mm}$)的RTP复合管材连续生产
2	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管材接头方案不同的应用领域
3	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
4	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
5	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,收卷幅宽可以达到1450mm
6	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 $>800\text{mpa}$,连续使用16500米不断线
7	电缆加强芯用玻璃纤维开发	选用与乙烯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%
8	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
9	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
10	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 $>110\text{MPa}$.弯曲强度 $>175\text{MPa}$.缺口冲击强度 $>17.8\text{KJ/M}^2$
11	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 $>110\text{MPa}$.弯曲强度 $>175\text{MPa}$.缺口冲击强度 $>17.8\text{KJ/M}^2$.
12	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: $>80\text{MPa}$.弯曲强度: $>110\text{MPa}$.缺口冲击强度: $>10\text{KJ/M}^2$.
13	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: $>60\text{MPa}$.弯曲强度: $>120\text{MPa}$.缺口冲击强度: $>10\text{KJ/M}^2$.

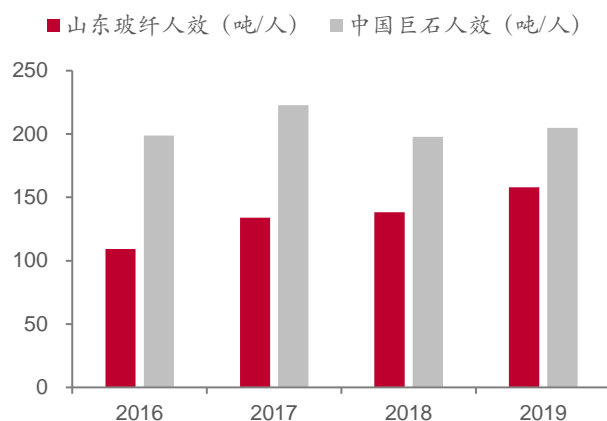
资料来源:招股说明书、中泰证券研究所

规模化、智能化、自有热电等综合优势带来单位成本下降

- 单位成本下降主要来自于下几点因素:产能规模扩大、智能化、自产电力成本低等综合优势。
- 智能化生产推动人效提升、故障率下降,最终使得成本降低。公司通过智能化管理、设备升级和工艺改进,大幅提高了生产线的智能化水平及生产效率,生产线必要员工人数下降,2019年正式投产的8万吨数字化无碱纱池窑拉丝生产线智能化水平进一步提升,带动公司年人均产量提升至158吨/人。受益于此,公司玻纤产品每吨人工成本由2017年552元/吨降至2019年459元/吨,人工成本得到明显控制。同时智能化也会提高生产过程的连续性和稳定性,故障率下降,最终使得整体成本下降。

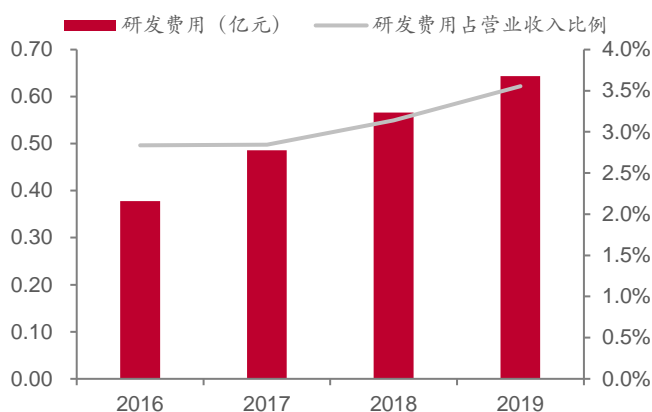
图表 36: 2019 年人工成本下降明显


资料来源: 招股说明书、中泰证券研究所

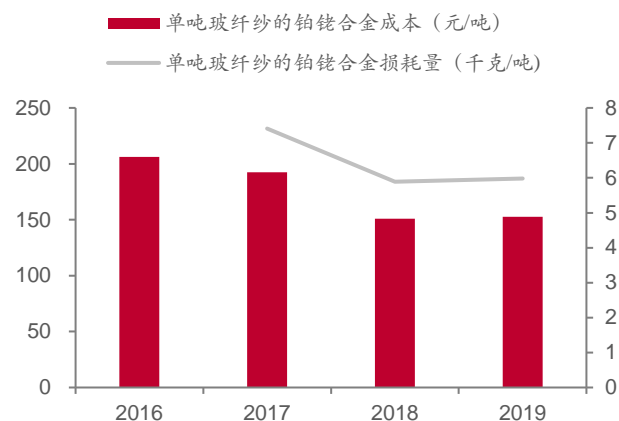
图表 37: 2019 年人均产量提升至 158 吨/人


资料来源: 招股说明书、中泰证券研究所

- **智能化离不开研发投入, 2014-2019 年公司研发费用及费用占比均持续上升, 2019 年研发费用占比达 3.55%。**公司 2018 年所成功研发的漏板陶瓷喷涂工艺, 已成功地降低铂铑合金这一重要设备的损耗, 2019 年单吨玻璃纱损耗降至 6kg, 成本降至 152.7 元, 为公司降低成本支出。

图表 38: 研发费用率及研发费用持续上升


资料来源: WIND、中泰证券研究所

图表 39: 玻璃纱的铂铑合金成本下降


资料来源: 招股说明书、中泰证券研究所

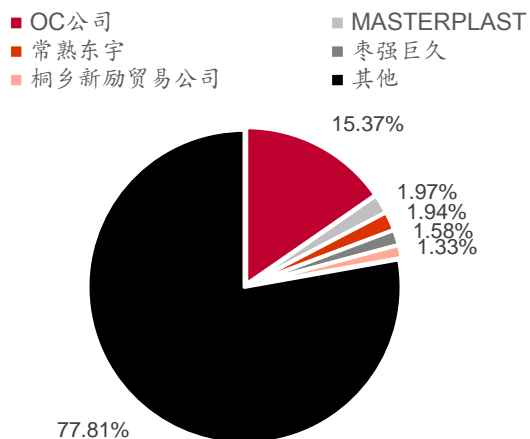
- **自有热电带来低电力成本优势。**公司自有热电业务提供了低电力成本的优势。玻璃纤维池窑拉丝生产过程需要消耗大量电力, 一般电力成本可占玻纤生产成本的 15%-20%, 公司子公司沂水热电作为沂水地区主要的发电企业, 具备一定的成本优势。

与龙头客户深入合作, 业务和技术互补具备持续性

- **公司与全球龙头构建合作关系, 业务与技术合作不断。**公司第一大客户为欧文斯科宁 (OC 公司)。公司与 OC 公司于 2015 年 12 月达成 8 年长期合作协议, 持续为其提供 Advantex 玻纤产品和在线短切产品, 2017 年至 2019 年对其销售收入分别为 2.02 亿/2.4 亿/2.78 亿, 销售收入占比分别为 11.83%、13.29%、15.37%, 业务与技术合作关系不断深入。

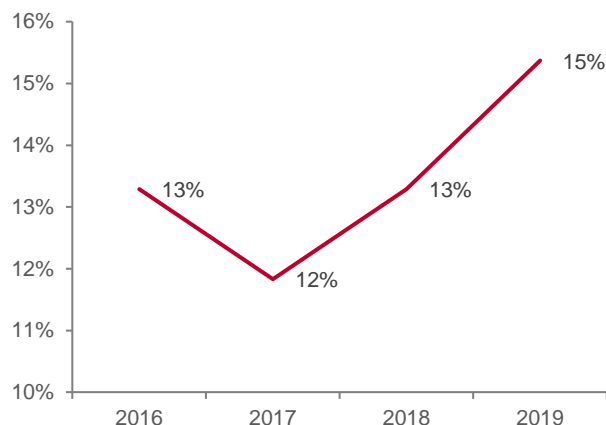
销向 OC 公司的短切纱产品 2019 年的销售毛利率 31.2%，高于公司玻纤业务毛利率，与 OC 公司的长期合作关系成为稳定公司业务的有力支撑。

图表 40: 2019 年玻纤产品客户占比情况



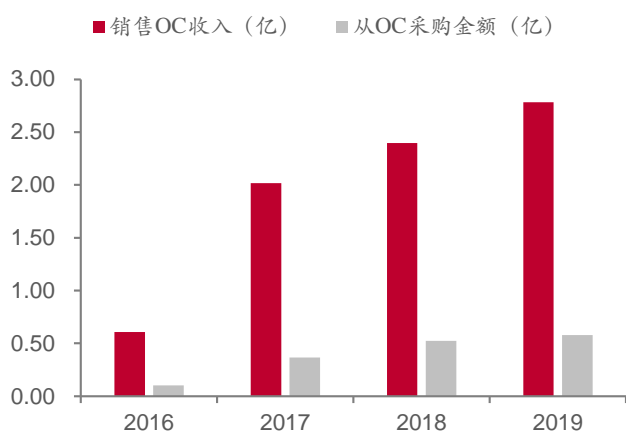
资料来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 41: 2019 年第一大客户 (OC) 销售占比持续上升



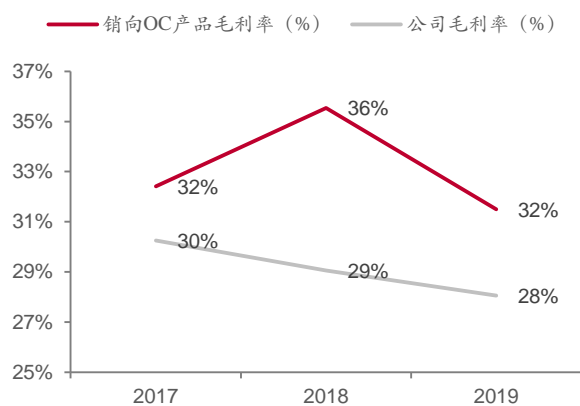
资料来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 42: 与欧文斯科宁交易情况



资料来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 43: 售向欧文斯科宁产品毛利率较高



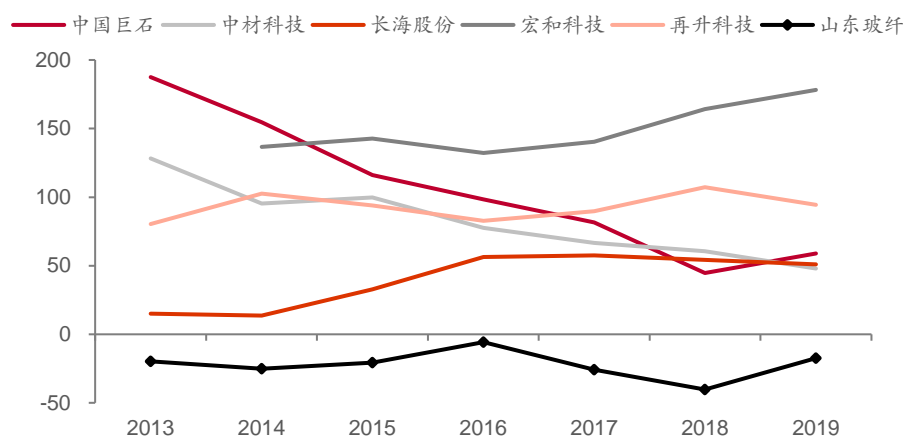
资料来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 44: 从 OC 和其他公司获得专利技术

生产技术	授权公司	授权时间	用途
无碱纱玻璃配方	OC公司	2015年	用于生产无硼无氟玻璃纤维
窑炉运转、漏板操作、浸润剂使用、在线短切操作	OC公司	2015年	提高工艺水平
弥散强化铂合金生产技术	Open Joint Stock Company	2015年	提高了铂合金漏板的底板强度及抗高温变形能力, 延长漏板
窗纱生产技术	Four Corners LLC	2014年	提高窗纱产品质量
ECR玻璃纤维生产技术	美国玻璃原丝公司	2011年	获得ECR玻璃纤维生产能力

资料来源: 招股说明书、中泰证券研究所

- 除 OC 外, 其他单一客户占比均低于 2%。客户占比较为分散使得公司对下游客户的议价能力较强, 2014-19 年净营业周期连续 6 年为负, 远低于同行业其他公司水平。

图表 45: 山东玻纤净营业周期为负


资料来源: WIND、中泰证券研究所; 注: 单位为天

盈利预测与投资建议

盈利预测

- 由公司未来产能规划及下游市场需求推导出公司未来销量。预期公司 2020-2022 年玻纤纱销量为 38/43/46 万吨。
- 考虑到行业景气向上带来价格中枢提升，我们预计并假设 2020-2022 年玻纤纱销售均价分别同比-1%/+13%/+3%。由于产品均价上行、持续冷修技改带来的吨成本下降、管理水平不断提升带来的费用率的下降，我们预计 2021-22 年公司毛利率、净利率有望稳步提升，高于历史水平。

图表 46: 公司玻纤业务拆分预测表

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
玻纤产品销量	30.1	28.7	32.8	38.1	42.6	46.2
玻纤产品均价(元/吨)	4921.1	5336.5	4586.2	4531.1	5120.2	5273.8
玻纤产品单吨成本(元/吨)	3633.1	3573.1	3261.4	3196.2	3132.3	3069.6
归属于母公司所有者的净利润	1.2	1.7	1.5	1.7	4.2	5.6

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

投资建议

- 我们预测公司 2020-2022 年实现归母净利润 1.7、4.2、5.6 亿元，同比 +19%/+144%/+32%；当前股价对应 PE 分别为 24、10、7 倍。结合可比公司盈利预测与估值（预计盈利预测和 2021 年 2 月 2 日股价对应的 2021 年中国巨石、中材科技、长海股份 PE 22X、16 X、22 X），我们认为山东玻纤 PE 10X 的估值水平低于行业均值（PE 20X）。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 47: 可比公司盈利预测及估值对比

代码	简称	股价	EPS (人民币元)			PE			PB	总市值 (亿元)
		(2月2日)	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E		
605006.SH	山东玻纤	8.3	0.29	0.35	0.85	28.44	23.84	9.81	2.59	41.6
可比公司										
600176.SH	中国巨石	24.5	0.61	0.60	1.13	40.30	40.90	21.78	5.01	858.1
002080.SZ	中材科技	25.0	0.82	1.31	1.57	30.44	19.05	15.90	1.61	42.1
300196.SZ	长海股份	21.3	0.71	0.78	0.97	30.00	27.31	21.96	3.13	87.1
均值		23.59	0.71	0.90	1.22	33.58	29.09	19.88	3.25	329.07

资料来源：中泰证券研究所；数据取自 2021 年 2 月 2 日

图表 48: 公司盈利预测

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	EBITDA/营业收入	34.3%	34.4%	34.3%	43.0%	47.2%
归母净利润	1.7	1.5	1.7	4.2	5.6	EBIT/营业收入	21.1%	19.1%	18.8%	27.4%	30.4%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	运营效率					
货币资金	2.7	1.5	2.1	6.0	2.8	固定资产周转天数	470	521	520	453	428
交易性金融资产	0.1	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	-33	9	70	84	80
应收账款	1.0	1.1	1.4	1.6	1.7	流动资产周转天数	127	158	183	192	184
应收票据	1.1	-	2.9	0.6	3.2	应收账款周转天数	18	21	21	21	21
预付账款	0.0	0.0	0.7	0.1	0.7	存货周转天数	19	22	14	13	12
存货	0.9	1.3	0.3	1.5	0.4	总资产周转天数	694	781	788	778	788
其他流动资产	1.2	5.1	5.1	5.1	5.1	投资资本周转天数	463	513	581	592	614
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	13.9%	10.8%	10.8%	21.4%	22.9%
长期股权投资	-	-	0.8	1.6	2.4	ROA	4.5%	3.6%	3.4%	7.1%	8.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	12.1%	10.9%	10.6%	13.7%	15.3%
固定资产	23.3	29.1	31.5	33.0	34.0	费用率					
在建工程	5.3	0.9	0.6	0.5	0.5	销售费用率	3.3%	3.9%	3.6%	3.4%	3.2%
无形资产	1.5	1.5	6.2	10.7	14.9	管理费用率	4.2%	4.4%	4.1%	4.1%	4.1%
其他非流动资产	0.7	0.4	-0.3	-1.1	-1.8	财务费用率	6.7%	7.4%	6.7%	5.5%	5.0%
资产总额	37.8	40.8	51.1	59.6	64.0	三费/营业收入	14.2%	19.3%	17.7%	16.1%	15.2%
短期债务	5.2	8.0	10.5	5.0	6.8	偿债能力					
应付账款	2.7	2.6	1.2	1.3	1.3	资产负债率	67.9%	66.7%	68.4%	66.7%	61.8%
应付票据	1.1	0.4	-	-	-	负权益比	211.8%	200.6%	216.5%	200.6%	161.9%
其他流动负债	6.0	7.2	6.4	6.4	6.4	流动比率	0.47	0.49	0.69	1.17	0.96
长期借款	4.9	4.0	11.8	22.0	20.0	速动比率	0.40	0.42	0.67	1.05	0.93
其他非流动负债	5.8	5.0	5.0	5.0	5.0	利息保障倍数	3.17	2.57	2.82	4.95	6.14
负债总额	25.7	27.2	35.0	39.8	39.5	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	-	-	0.03	0.11	0.20
股本	4.0	4.0	5.0	5.0	5.0	分红比率	0.0%	0.0%	10.0%	13.3%	17.8%
留存收益	8.1	9.6	11.1	14.8	19.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	1.4%	2.4%
股东权益	12.1	13.6	16.1	19.8	24.4	业绩和估值指标					
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EPS(元)	0.34	0.29	0.35	0.85	1.12
净利润	1.7	1.5	1.7	4.2	5.6	BVPS(元)	2.42	2.72	3.23	3.96	4.89
加:折旧和摊销	2.4	2.8	3.2	4.0	4.7	PE(X)	24.6	28.4	23.8	9.8	7.4
资产减值准备	0.1	0.0	-	-	-	PB(X)	3.4	3.1	2.6	2.1	1.7
公允价值变动损失	-0.1	0.0	-	-	-	P/FCF	16.9	-26.7	-391.7	9.2	-19.4
财务费用	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4	P/S	2.3	2.3	2.0	1.6	1.5
投资收益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	9.1	6.0	5.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	36.0%	56.4%	12.8%	36.0%	56.4%
营运资金的变动	3.7	-8.9	-5.5	1.6	-2.3	PEG	0.7	0.5	1.9	0.3	0.1
经营活动产生现金流	4.0	-0.4	0.9	11.2	9.4	ROIC/WACC	1.5	1.4	1.3	1.7	1.9
投资活动产生现金流	-5.3	-1.6	-10.0	-10.0	-10.0	REP	-	-	1.2	0.9	0.7
融资活动产生现金流	1.9	2.1	9.7	2.7	-2.6						

来源: 中泰证券研究所; 注: 利润表、资产负债表和现金流量表单位为亿元

风险提示

- **宏观经济不及预期:** 玻纤需求与全球经济存在较大相关性,若宏观经济不及预期,将影响玻纤需求。
- **行业供给新增过多:** 如果行业大幅新增产能,将导致玻纤价格不及预期。
- **公司新建产能投放不及预期:** 公司未来有产能投放,也是公司业绩高速增长的关键前提。如果产能投放不及预期将影响公司未来的增长。
- 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。

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。