

重组终止，仍是玻纤景气最大受益者

——公告点评

核心观点

- **资产重组终止，仍是行业景气最大受益者。**12月15日公司发布公告，由于未能就本次重组方案的核心条款达成一致意见，交易相关方决定终止本次重大重组事项，且在一个月不再重启。我们认为本次重组终止仅为阶段性扰动，同业竞争问题的解决仍将继续推进。此外，不论整合与否，公司依然是具备全球性竞争优势（成本最低）的企业，市场份额持续提升，议价能力不断增强；且在这一轮玻纤景气上行期中，公司仍是受益最明显的企业。
- **21年行业景气持续，有望迎来继续提价。**我们测算21年国内新增玻纤产能47万吨，YoY+8.9%，新增玻纤产量42.4万吨至536.3万吨，YoY+8.6%，维持有序增长。随着海外需求恢复，国内电子器件/汽车的恢复性增长，测算21年国内玻纤总需求达542万吨，YoY+5.4%。根据卓创资讯，截至11月末玻纤行业库存20.4万吨，较年初下降约30.4万吨，公司/泰山玻纤/长海股份库存约20天。行业供需向好，库存处于低位，玻纤价格有望继续上调。
- **粗纱盈利提升至历史最好水平，电子布量价齐升增强盈利弹性。**公司8/9月分别宣布粗纱提价7%/10%，目前粗纱价格已恢复到18年高点水平，且考虑到近两年公司自动化率提升带来制造成本有所下降，产品结构高端化带来盈利能力增强，我们测算目前公司粗纱吨净利接近1500元，已达到历史最好水平。受益下游PCB行业需求回暖，电子布价格有所回升，根据卓创资讯，截至12月11日电子布从低点2.8元/米涨至4.5-4.75元/米。我们测算目前公司电子布盈利已提升至1元/米。预计21Q2末公司电子纱2期（新投产能3亿米）点火，21年电子布销量有望达5亿米，YoY+43%。

财务预测与投资建议

- 上调20-22年EPS至0.61/1.09/1.22元（原EPS 0.61/0.94/1.01元），考虑到21年玻纤行业供需紧平衡，且电子布价格上涨，调增21/22年吨均价假设，对应吨盈利提升至1631/1720元（原1413/1436元）。公司是全球玻纤龙头，竞争优势明显，盈利弹性凸显。公司过去6年平均PE为21XPE，我们认可给予21年21XPE，对应目标价22.89元，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复导致需求恢复不及预期；行业短期大幅扩产导致价格走低。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,032	10,493	11,872	14,768	15,518
同比增长(%)	16.0%	4.6%	13.1%	24.4%	5.1%
营业利润(百万元)	2,837	2,524	2,522	4,522	5,058
同比增长(%)	13.8%	-11.0%	-0.0%	79.3%	11.9%
归属母公司净利润(百万元)	2,374	2,129	2,121	3,808	4,256
同比增长(%)	10.4%	-10.3%	-0.4%	79.5%	11.8%
每股收益(元)	0.68	0.61	0.61	1.09	1.22
毛利率(%)	45.1%	35.5%	33.4%	42.3%	44.1%
净利率(%)	23.7%	20.3%	17.9%	25.8%	27.4%
净资产收益率(%)	17.8%	14.2%	12.7%	19.4%	18.0%
市盈率	23.8	26.5	26.6	14.8	13.2
市净率	4.0	3.6	3.2	2.6	2.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年12月16日)	16.1元
目标价格	22.89元
52周最高价/最低价	17.92/7.61元
总股本/流通A股(万股)	350,231/350,231
A股市值(百万元)	60,205
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2020年12月16日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.05	23.49	17.34	84.84
相对表现	-2.81	17.50	12.07	56.32
沪深300	0.76	5.99	5.27	28.52



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 黄骥
021-63325888*6074
huangji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520030001

证券分析师 江剑
021-63325888*7275
jiangjian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520090001

联系人 聂磊
021-63325888*7504
nielei@orientsec.com.cn

相关报告

经营拐点已现，盈利弹性可期：2020-10-27
业绩底部已现，迎来景气向上：2020-08-19
业绩符合预期，行业景气度向好：——2019 2020-03-25
年报点评

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

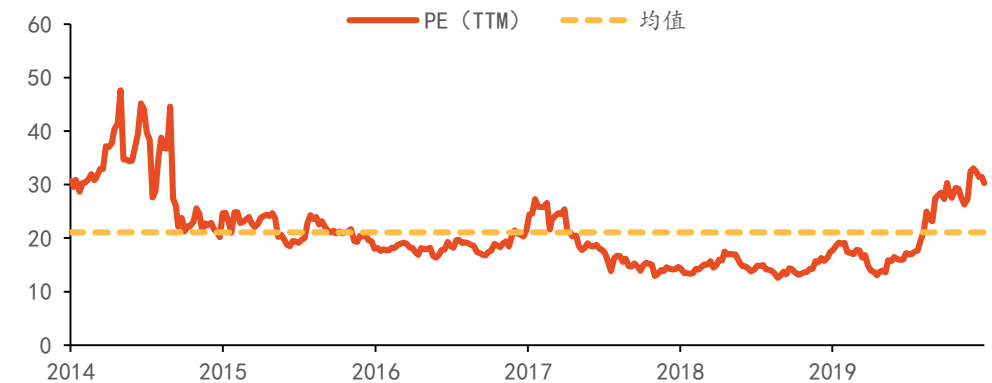
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

我们采用历史估值法进行估值。玻纤行业受短期产能集中投产以及全球需求经济波动影响，呈现出较为明显的周期性，采用绝对估值法会产生较大误差。而同业比较中，可比公司较少，且业务重合度有限，因此我们选用公司历史估值法进行估值。

参考公司过去 6 年 PE (TTM) 的估值中枢，认可给与公司 21 年 21XPE，对应 21 年目标价 22.89 元。我们预计公司 20-22 年 EPS 为 0.61/1.09/1.22 元（原 EPS 0.61/0.94/1.01 元）。盈利预测有所调整，主要考虑到 21 年玻纤行业供需紧平衡，粗纱价格仍有上行动力，且电子布价格提升，调增 21/22 年吨均价至 6456/6556 元（原 6156/6156 元），对应吨盈利提升至 1631/1720 元（原 1413/1436 元）。公司是玻纤行业龙头，产能持续扩张，份额持续提升。公司高端产品占比提升，成本有望继续下降，竞争优势有望与同业继续拉大。我们选取过去 6 年（14/12/16-20/12/16）PE (TTM) 进行估值，主要考虑到玻纤行业呈现 3-4 年的产能周期波动，公司在过去 6 年中至少经历一轮完整周期。参考公司过去 6 年（14/12/16-20/12/16）PE (TTM) 估值中枢 21X，我们认可给与公司 21 年 21XPE，对应目标价 22.89 元，维持“买入”评级。

图 1：公司过去 6 年（14/12/16-20/12/16）PE-Band



数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

全球疫情反复导致需求恢复不及预期：玻纤下游分散，需求和全球经济相关，如果由于疫情反复，会导致经济正常恢复的节奏放缓，玻纤需求恢复不及预期。

行业短期大幅扩产导致价格走低风险：由于玻纤行业仍属于成长性行业，因此目前行业现有玩家及潜在进入者均有扩产冲动。而随着玻纤池窑逐渐大型化，少数几家的扩产即可满足行业新增需求。若随着需求恢复，行业内厂商集中规划新建产能，或造成短期产能过剩，行业价格走低。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,504	1,446	1,603	2,093	3,982	营业收入	10,032	10,493	11,872	14,768	15,518
应收票据及应收账款	3,364	1,361	1,569	1,901	2,020	营业成本	5,507	6,773	7,902	8,514	8,673
预付账款	130	128	245	226	249	营业税金及附加	86	61	66	80	81
存货	1,675	2,070	2,353	2,576	2,619	营业费用	386	88	100	121	124
其他	603	4,145	4,148	4,193	4,197	管理费用及研发费用	827	861	950	1,167	1,226
流动资产合计	7,276	9,150	9,918	10,989	13,068	财务费用	341	515	599	618	597
长期股权投资	1,209	1,231	1,231	1,231	1,231	资产减值损失	109	6	(1)	0	0
固定资产	16,419	19,553	19,253	18,953	18,652	公允价值变动收益	(31)	41	50	47	45
在建工程	4,157	2,188	4,196	6,705	9,714	投资净收益	76	64	74	76	71
无形资产	599	803	779	754	730	其他	15	229	142	130	125
其他	710	679	525	525	525	营业利润	2,837	2,524	2,522	4,522	5,058
非流动资产合计	23,094	24,454	25,985	28,168	30,851	营业外收入	20	28	24	26	25
资产总计	30,370	33,604	35,903	39,157	43,919	营业外支出	33	15	24	19	22
短期借款	4,931	6,611	6,859	6,611	6,611	利润总额	2,824	2,537	2,523	4,529	5,062
应付票据及应付账款	3,450	2,411	2,813	3,031	3,088	所得税	439	424	391	702	785
其他	3,955	2,644	2,575	1,927	2,240	净利润	2,385	2,113	2,132	3,827	4,277
流动负债合计	12,336	11,666	12,247	11,569	11,938	少数股东损益	11	(15)	11	19	21
长期借款	2,653	3,149	3,149	3,149	3,149	归属于母公司净利润	2,374	2,129	2,121	3,808	4,256
应付债券	399	2,197	2,200	2,300	2,400	每股收益（元）	0.68	0.61	0.61	1.09	1.22
其他	401	506	90	95	110	主要财务比率					
非流动负债合计	3,454	5,852	5,439	5,544	5,659		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	15,790	17,518	17,685	17,113	17,597	成长能力					
少数股东权益	342	434	445	464	485	营业收入	16.0%	4.6%	13.1%	24.4%	5.1%
股本	3,502	3,502	3,502	3,502	3,502	营业利润	13.8%	-11.0%	-0.0%	79.3%	11.9%
资本公积	3,438	3,439	3,439	3,439	3,439	归属于母公司净利润	10.4%	-10.3%	-0.4%	79.5%	11.8%
留存收益	7,238	8,582	10,703	14,511	18,767	获利能力					
其他	60	129	129	129	129	毛利率	45.1%	35.5%	33.4%	42.3%	44.1%
股东权益合计	14,580	16,086	18,217	22,044	26,322	净利率	23.7%	20.3%	17.9%	25.8%	27.4%
负债和股东权益总计	30,370	33,604	35,903	39,157	43,919	ROE	17.8%	14.2%	12.7%	19.4%	18.0%
现金流量表						ROIC	11.3%	9.4%	8.7%	12.9%	12.7%
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
净利润	2,385	2,113	2,132	3,827	4,277	资产负债率	52.0%	52.1%	49.3%	43.7%	40.1%
折旧摊销	326	719	326	326	326	净负债率	65.9%	67.8%	67.9%	50.1%	36.5%
财务费用	341	515	599	618	597	流动比率	0.59	0.78	0.81	0.95	1.09
投资损失	(76)	(64)	(74)	(76)	(71)	速动比率	0.45	0.61	0.62	0.73	0.88
营运资金变动	1,829	2,143	(1,655)	(331)	(167)	营运能力					
其它	(944)	(2,658)	(404)	(47)	(45)	应收账款周转率	8.1	8.0	8.1	8.5	7.9
经营活动现金流	3,862	2,769	923	4,316	4,916	存货周转率	3.7	3.6	3.6	3.5	3.3
资本支出	(6,299)	(2,117)	(2,009)	(2,509)	(3,009)	总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
长期投资	(25)	(22)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	807	(2,639)	127	123	116	每股收益	0.68	0.61	0.61	1.09	1.22
投资活动现金流	(5,517)	(4,778)	(1,882)	(2,386)	(2,892)	每股经营现金流	1.10	0.79	0.26	1.23	1.40
债权融资	1,341	(482)	1,466	(574)	462	每股净资产	4.07	4.47	5.07	6.16	7.38
股权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
其他	(178)	2,511	(351)	(866)	(597)	市盈率	23.8	26.5	26.6	14.8	13.2
筹资活动现金流	1,163	2,029	1,115	(1,440)	(135)	市净率	4.0	3.6	3.2	2.6	2.2
汇率变动影响	143	(62)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	18.5	17.2	18.8	11.8	10.8
现金净增加额	(349)	(43)	157	491	1,889	EV/EBIT	20.4	21.3	20.7	12.6	11.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn