

受益出口高景气，价涨量提贡献增长

2022 年 5 月 2 日

➤ **公司发布 2022 年一季报：**Q1 实现营收 8.33 亿元，同比+13%，归母净利 1.82 亿元，同比+19.41%，扣非净利 1.8 亿元，同比+22.39%。销售毛利率、销售净利率分别为 36.46%、21.86%，同比+1.64、+1.17pct。

➤ **价格上涨是主因，3 线技改贡献增量：**

价格方面，22Q1 粗纱价格环比稳定、同比提升，Q1 全国缠绕直接纱 2400tex 均价 6138 元/吨，同比+333 元/吨，环比-40 元/吨，基本稳定。

成本方面，天然气成本涨幅大，Q1 沂水天然气价格为 3.9 元/立方米，同比+0.69 元/立方米，2019 年山玻天然气单耗 161 立方米/吨，据此测算单位天然气成本+111 元/吨（仅为测算结果，可能偏高）。综合考虑叶蜡石涨价（涨幅不及天然气）、运费涨价影响，我们预计 Q1 玻纤单吨盈利仍然同比增长。

销量方面，可转债募投项目 3 线 6 改 10 已于 2021Q4 投产，预期 Q1 贡献新增产量，但因运输、下游客户需求受疫情干扰，我们预计 Q1 销量略有增长。

此外，热电业务预计受煤价上涨影响，盈利表现继续承压。

➤ **出口持续高景气：**

预计 2022 年行业需求增量主要来自出口、新能源汽车、风电领域，欧洲玻纤供给受制于能源价格高涨，进口依赖度高。2022Q1 我国玻纤及制品出口 54.55 万吨，同比+49.7%，出口金额 9.52 亿美元，同比+49.6%（卓创资讯）。2021 年公司出口占收入比重为 13%，国内营收同比增速 30%，国外营收同比增速 112%，出口持续高景气下，我们预计 22Q1 公司出口占比继续提升。

➤ **短期借款下降：**

Q1 公司期间费用率合计 10.07%，同比+0.74pct。其中，销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.57%、3.2%、3.33%、2.97%，同比分别-0.07pct、+0.29pct、+0.86pct、-0.33pct。22Q1 期末短期借款 1.27 亿，期初 2.06 亿，主因部分银行短期借款到期偿还，去年同期 10.06 亿。

➤ **持续成长、稳步扩产、规模降本：**公司产能边际增量主要来自冷修技改。我们测算认为 2021 年末公司设计产能达 41 万吨。此外，公司此前公告计划 5 号线“6 改 17”于 2023 年冷修技改，1 号线于 2024 年冷修技改，2 号线于 2025 年冷修技改，预计 2025 年产线实现数字化，国内总产能达 62 万吨。

➤ **投资建议：**继续关注①公司产能弹性，②冷修技改产能投放后持续降本，③出口景气持续，④产品结构升级。我们预计 2022-2024 年归母净利为 6.71、7.64、8.5 亿，4 月 29 日股价对应 PE 分别为 9X、8X、7X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济下行；行业产能投放节奏不及预期；燃料价格大幅波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2749	3102	3471	3870
增长率（%）	37.7	12.9	11.9	11.5
归属母公司股东净利润（百万元）	546	671	764	850
增长率（%）	216.8	22.8	13.9	11.3
每股收益（元）	1.09	1.34	1.53	1.70
PE	11	9	8	7
PB	2.5	1.7	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 29 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

11.93 元



分析师：李阳

执业证号：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2749	3102	3471	3870
营业成本	1741	1954	2180	2446
营业税金及附加	20	22	24	27
销售费用	27	29	33	37
管理费用	112	124	139	147
研发费用	97	109	126	138
EBIT	785	865	970	1076
财务费用	109	99	101	108
资产减值损失	-8	-4	-3	-3
投资收益	0	0	0	0
营业利润	661	797	909	1013
营业外收支	-11	-3	-5	-6
利润总额	650	794	904	1006
所得税	104	123	140	156
净利润	546	671	764	850
归属于母公司净利润	546	671	764	850
EBITDA	1105	1267	1416	1575

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	708	365	536	650
应收账款及票据	47	114	101	107
预付款项	4	4	5	6
存货	152	187	203	225
其他流动资产	591	705	772	833
流动资产合计	1501	1375	1617	1821
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3413	4736	5252	5877
无形资产	134	178	189	206
非流动资产合计	3581	4948	5447	6077
资产合计	5082	6324	7065	7898
短期借款	206	206	206	206
应付账款及票据	372	412	455	516
其他流动负债	746	754	788	820
流动负债合计	1324	1372	1449	1542
长期借款	641	641	641	641
其他长期负债	759	759	759	759
非流动负债合计	1400	1400	1400	1400
负债合计	2724	2772	2848	2941
股本	500	500	500	500
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2358	3552	4217	4957
负债和股东权益合计	5082	6324	7065	7898

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	37.72	12.85	11.90	11.50
EBIT 增长率	118.79	10.23	12.13	10.95
净利润增长率	216.78	22.84	13.92	11.30
盈利能力 (%)				
毛利率	36.65	37.00	37.20	36.80
净利润率	19.87	21.62	22.01	21.97
总资产收益率 ROA	10.74	10.61	10.82	10.77
净资产收益率 ROE	23.16	18.88	18.12	17.16
偿债能力				
流动比率	1.13	1.00	1.12	1.18
速动比率	1.02	0.86	0.97	1.03
现金比率	0.53	0.27	0.37	0.42
资产负债率 (%)	53.60	43.83	40.31	37.24
经营效率				
应收账款周转天数	6.20	13.28	10.49	9.99
存货周转天数	31.88	34.90	34.05	33.61
总资产周转率	0.54	0.49	0.49	0.49
每股指标 (元)				
每股收益	1.09	1.34	1.53	1.70
每股净资产	4.72	7.10	8.43	9.91
每股经营现金流	1.58	1.83	2.45	2.73
每股股利	0.11	0.17	0.20	0.22
估值分析				
PE	11	9	8	7
PB	2.5	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.45	5.89	5.15	4.56
股息收益率 (%)	0.92	1.46	1.67	1.85

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	546	671	764	850
折旧和摊销	320	403	446	500
营运资金变动	-214	-169	5	4
经营活动现金流	788	914	1226	1365
资本开支	-215	-652	-795	-912
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-215	-652	-795	-912
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-507	0	0	0
筹资活动现金流	-159	-87	-99	-111
现金净流量	408	175	331	342

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001