

化工新材料Ⅲ

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王海青

S0960110080404

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 35.00元

当前股价: 29.21元

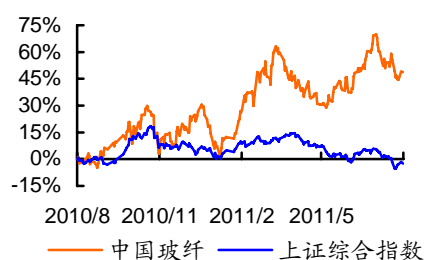
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2559.47
总股本(百万)	582
流通股本(百万)	427
流通市值(亿)	125
EPS (TTM)	0.43
每股净资产(元)	5.23
资产负债率	80.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国玻纤	-14.09	11.74	14.24
上证综合指数	-9.13	-10.91	-11.74



相关报告

《中国玻纤-上半年净利润同比增长 50%以上》2011-7-20
《中国玻纤-股权收购与行业景气共助业绩提升》2011-6-23

中国玻纤

600176

推荐

行业景气与结构升级保障业绩高增长

公司今日发布 2011 年中报, 上半年实现营业收入 27.86 亿元, 同比增长 23.7%; 实现归属于上市公司净利润为 1.29 亿元, 同比增长 63.4%, 对应每股收益 0.3 元。

投资要点:

- **行业景气下公司持续提价, 促进净利润增长 63.4%, 符合预期。**近两年玻纤行业产能增速 1%-2%, 远低于需求 11%-12% 的增速, 行业高景气持续。公司自 2011 年 1 月 1 日起产品提价 7%-12%, 4 月 1 日再次提价约 4%, 再加上公司其它业务毛利率的急速回升, 上半年公司总体毛利率由去年的 31.1% 上升至 34.6%; 我们预计行业景气仍将维持, 公司下半年毛利率有望继续高位运行。
- **二季度毛利率 37.9% 创历史新高, 但收入略低于一季度。**公司二季度毛利率上升迅速, 可能与其它业务毛利率由 44.5% 升至 77.2% 有关。从收入看, 二季度收入较一季度小幅下滑 5.7%, 这应该与 4 月初提价部分需求在 3 月份体现有关。据了解, 上半年公司销量不到 40 万吨, 而 7 月份提价也对三季度销量有所影响; 但是从长期看, 我们认为下游对玻纤行业需求有望继续保持稳定增长。
- **国内提升产品结构, 国外扩大产能。**玻纤行业未来发展方向在高档玻纤纱与深加工制品。公司目前中高端产品占比约 45%, 未来将提升至 90%; 而制品目前在公司产能中占比低于 10%, 未来将增至 30% 以上。公司目前为国内规模最大的玻纤企业, 未来将通过结构升级提高盈利能力。而公司计划在公司“十二五”期间计划将产能扩至 150 万吨, 在目前玻纤周期向上的情况下, 为了占据全球市场, 公司或可能加快国外投资, 如今年在埃及投资的 8 万吨池窑拉丝项目。
- **给予“推荐”的投资评级。**预计公司 2011-2013 年收入为 61.45 亿、69.61 亿、73.81 亿元。考虑定向增发收购巨石集团事件完成, 假设按全年并表计算, 全面摊薄的 EPS 为 1.5 元、2.08 元、2.38 元; 假设按半年并表计算, 则全面摊薄 EPS 为 1.19 元、2.08 元、2.38 元, 给予“推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 国内外紧缩政策下需求复苏低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4765	6145	6961	7381
同比(%)	50%	29%	13%	6%
归属母公司净利润(百万元)	206	874	1211	1385
同比(%)	34%	324%	39%	14%
毛利率(%)	31.1%	35.3%	37.3%	38.3%
ROE(%)	14.5%	35.6%	33.0%	27.4%
每股收益(元)	0.35	1.50	2.08	2.38
P/E	82.51	19.44	14.04	12.27
P/B	11.95	6.91	4.63	3.36
EV/EBITDA	11	11	9	8

资料来源: 中投证券研究所

一、上半年净利润增速远高于收入增速

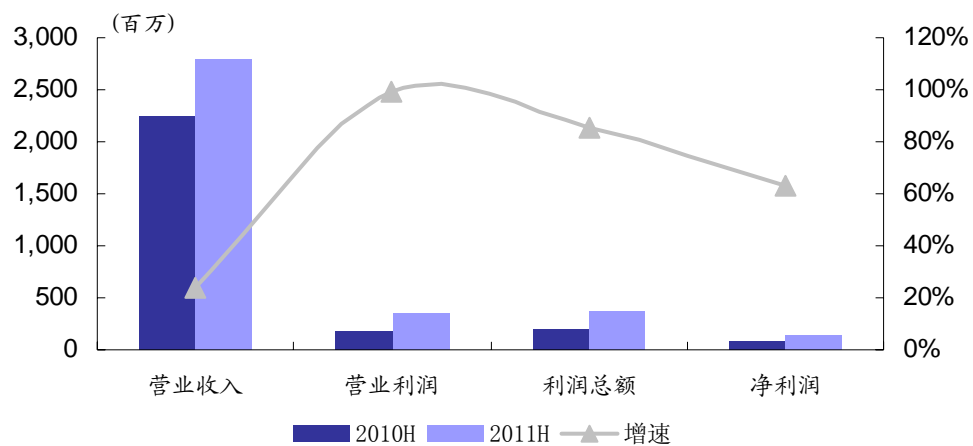
1.1 玻纤行业景气下公司持续提价，公司毛利率上升

公司上半年实现营业收入 27.86 亿元，同比增长 23.7%；实现营业利润 3.5 亿元，同比增长 98.9%；实现归属于上市公司净利润为 1.29 亿元，同比增长 63.4%。基本符合预期。上半年利润增速远快于收入增速，总体毛利率达到 34.4%；较去年全年的 31.1% 上升 3.3 个百分点；而净利润为 4.6%，上升 1.1 个百分点。

公司盈利能力的提升应归功于产品的提价及其它业务盈利能力的急速上升，当然根本原因仍在于行业需求的持续回暖。公司于 2011 年 1 月与 4 月分别提高玻纤及制品出厂价 7%-12% 与 3%-5%，使玻纤及制品毛利率增加 0.7 个百分点至 33.3%；而其它业务毛利率由去年同期的 -27.6% 增加至 77.2%。我们认为，公司提价虽然不是每类产品都实现同等幅度的涨价，因此毛利率提升小于提价幅度，但产品价格上涨依然是今年业绩上升的重要推动因素。

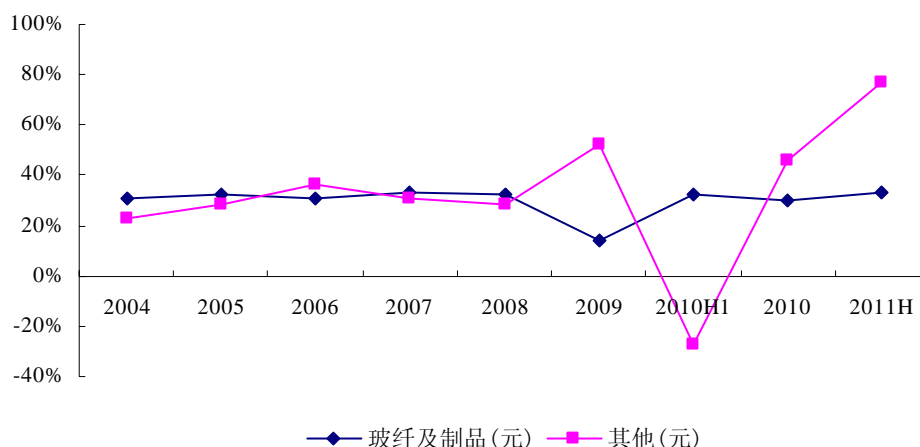
由于近两年玻纤行业供给增加不多，预计 2012 年行业将出现供给缺口，因此行业景气周期仍将持续。我们预计公司玻纤及制品的毛利率将继续维持高位。

图 1 半年度主要经营数据



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 分产品毛利率情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.2 二季度毛利率达 37.9%，创下历史新高

从单季度看，二季度实现收入 13.52 亿元，较一季度略有下降，幅度为 5.7%。这主要是于 4 月份提价造成部分需求提前在 3 月份体现，因而对二季度销量有所影响。二季度公司毛利率上升至 37.9%，达到五年来的历史新高，这应该与其它业务毛利率急速上升有关。由于公司费用率有所上升，净利润上升至 5.1%，距历史高点仍有所差距。预计下半年行业需求仍将保持稳定增长，公司盈利能力能维持高水平。

表 1 公司季度经营数据比较

	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
收入(亿元)	5.86	8.87	8.51	8.46	7.88	14.65	10.92	14.20	14.34	13.52
环比增速	-23.7%	51.4%	-4.1%	-0.6%	-6.9%	85.9%	-25.4%	30.1%	1.0%	-5.7%
毛利率	21.7%	21.8%	14.2%	2.7%	34.1%	30.3%	31.9%	29.5%	31.1%	37.9%
费用率	29.2%	24.1%	28.2%	28.9%	27.6%	16.8%	21.4%	23.3%	19.6%	22.2%
归属股东净利润(亿元)	0.13	0.00	-0.57	-1.11	0.17	0.63	0.39	0.88	0.61	0.69
环比增速	-14.3%	-96.6%	-	96.3%	-114.9%	276.9%	-38.3%	128.2%	-31.3%	13.9%
净利率	2.2%	0.0%	-6.7%	-13.2%	2.1%	4.3%	3.5%	6.2%	4.2%	5.1%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、玻纤及制品收入占比增至 97.4% 高点

玻纤及制品是公司最主要的业务，上半年在收入中占比 97.4%，达到历史高点。据我们分析，近两年全球玻璃行业需求增速在 11%-12% 间，对应需求 483 与 541 万吨；而今年产能仅增长 10 几万吨至 488 万吨，明年至 520 万吨，因而行业供求格局将持续改善。也正是受益于行业景气度回升，公司玻纤产品才能够持续地提价。虽然连续提价对销量有所影响，据了解，上半年公司销量不到 40 万吨，而 7 月份提价后，销量也较 6 月有明显下降；

但是，从长期看，我们认为下游对玻纤的需求仍有望继续稳定增长。而随着7月份的再次提价，玻璃制品在营业利润中占比将进一步提升。

图 3 中国玻纤收入比例

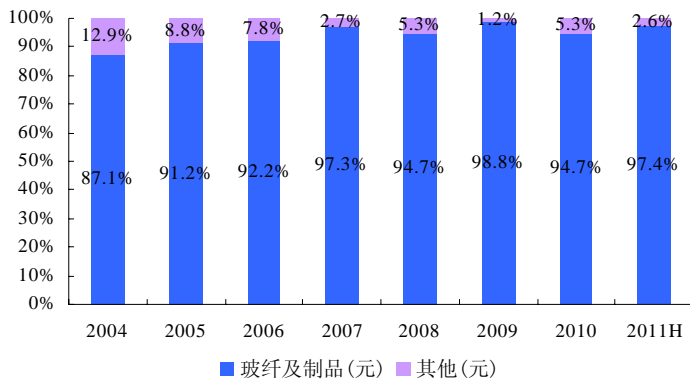
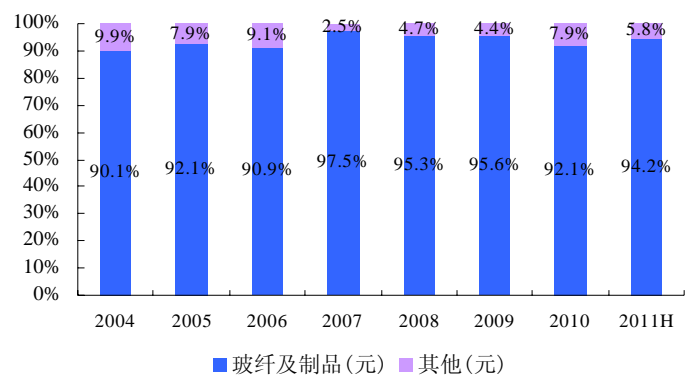
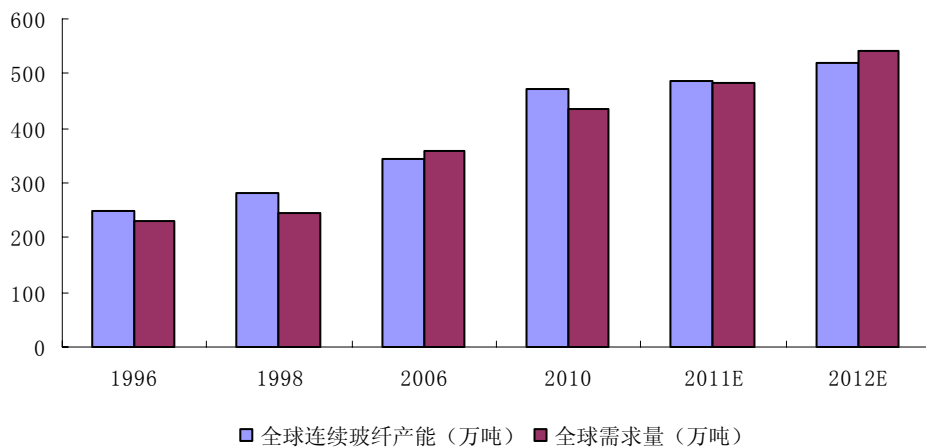


图 4 中国玻纤营业利润比例



数据来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 全球玻纤行业供求情况预测



资料来源：玻纤行业协会、中投证券研究所

三、国外扩大玻纤产能，国内提升产品结构

从行业看，由于玻纤纱产能转移已基本完成，行业未来发展方向在高档玻纤纱与深加工制品。公司目前玻纤产能达到 93.5 万吨，为国内第一大玻纤企业，但其制品比例低于 10%。未来几年，公司将通过产品结构调整等方式将制品比例增至 30% 以上，拓展玻纤深加工领域，提高公司盈利能力。

除了国内市场，公司未来将进一步加强国际化进程，提高市场占有率。公司近期公告拟投资 2.23 亿美元于埃及建设一条 8 万吨无碱玻纤池拉丝生产线，就是为充分利用当地资源降低成本，用于供应中东与欧盟市场，预计将于明年底投产。

公司“十二五”期间计划将产能扩至 150 万吨，而在目前玻纤周期向上的情况下，我们认为公司或可能加快投资。而为了占据全球市场，加快海外投资将是公司重要的战略之一。

表 2 中国玻纤产能表

地点	生产线	实际产	投产状	投产时间
----	-----	-----	-----	------

		能 (万 吨)	况	
浙江 桐乡	年产四万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线扩建项目	6	已投产	2004年9月
	年产八万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线增资项目	10	已投产	2006年1月
	年产十二万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线增资项目	12	已投产	2007年6月
	年产十四万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线增资项目	14	已投产	2008年2月
	年产十四万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线增资项目	16	已投产	2008年6月
	年产三点五万吨玻璃纤维节能环保池窑拉丝生产线增资项目	3.5	已投产	2010年5月
	年产一万吨玻璃纤维电子纱生产线/年产5000万米电子布生产线	1	已投产	2006年11月
合计		62.5		
江西 九江	年产七万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线	7	已投产	2010年2月
	年产八万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线	8	已投产	2010年6月
	年产二万吨玻璃纤维节能环保池窑生产线	2	已投产	2010年7月
合计		17		
四川 成都	年产四万吨玻璃纤维池窑无捻粗纱拉丝生产线技术改造 项目	4	已投产	2010年3月
	年产四万吨玻璃纤维池窑生产线技术改造项目	4	已投产	2010年3月
	年产六万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线扩建技术改造项目	6	已投产	2008年8月
合计		14		
所有产能合计		93.5		

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、公司运营情况

公司上半年负债率为79.2%，较去年下降1.4个百分点。公司定向增长收购巨石集团49%股权的交易完成后，资本结构将得到优化。上半年公司经营现金流3.7亿元，同比下降12.2%；而同期资本性支出为12.1亿元，同比增长117.5%，公司资金缺口为8.4亿元。公司通过发行不超过14亿元的2011-2014年短期融资券来补充资金，将有利于节约财务费用。

表 3 公司经营情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011H
营运能力							
存货周转率(次)		5.2	7.6	4.6	3.0	3.2	1.6
应收账款周转率(次)		4.8	6.6	5.7	3.1	4.2	2.3
资金状况							
资产负债率(%)	67.5	72.2	67.4	73.7	81.1	80.6	79.2
经营活动现金流(亿元)	1.2	3.2	6.0	-4.6	-1.3	7.8	3.7
增长率(%)		169.3	87.0	(175.6)	-72.3	-718.9	-12.2
资本性支出							
资本性支出(亿元)	5.5	13.4	12.9	28.4	13.2	4.2	12.1
增长率(%)		144.0	-3.9	120.7	(53.5)	(68.2)	117.5

资料来源：公司公告、中投证券研究所

五、盈利预测

表 4 中国玻纤盈利预测

	2010	2011E	2012E	2013E
玻纤及制品				
产能 (万吨)	93.50	93.50	93.50	93.50
销量 (万吨)	77.00	90.00	93.00	94.00
均价 (元/吨)	5,738	6,550	7,205	7,565
增速 (%)	16.92%	14.15%	10.00%	5.00%
营业收入 (百万元)	4,418	5,895	6,701	7,111
营业成本 (百万元)	3,106	3,832	4,221	4,409
毛利率 (%)	29.69%	35.00%	37.00%	38.00%
其它				
营业收入 (百万元)	245.68	250.00	260.00	270.00
营业成本 (百万元)	133.66	142.50	140.40	145.80
毛利率 (%)	45.60%	43.00%	46.00%	46.00%
合计营业收入 (百万元)	4,663.96	6,145.00	6,960.65	7,381.34
合计营业成本 (百万元)	3,240.09	3,974.25	4,361.81	4,554.83
毛利率 (%)	30.53%	35.33%	37.34%	38.29%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

六、投资建议：推荐

根据我们的盈利预测，预计公司 2011-2013 年收入为 61.45 亿、69.61 亿、73.81 亿元。考虑定向增发收购巨石集团事件完成，假设按全年并表计算，全面摊薄的 EPS 为 1.5 元、2.08 元、2.38 元；假设按半年并表计算，则全面摊薄 EPS 为 1.19 元、2.08 元、2.38 元，给予“推荐”的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4598	6468	8914	10707	营业收入	4765	6145	6961	7381
现金	1607	2738	4748	6329	营业成本	3285	3974	4362	4555
应收账款	1110	1482	1646	1710	营业税金及附加	17	25	28	30
其它应收款	142	180	197	209	营业费用	121	156	174	185
预付账款	175	207	218	228	管理费用	425	498	543	576
存货	1129	1308	1479	1589	财务费用	481	568	561	560
其他	435	553	626	642	资产减值损失	24	24	24	24
非流动资产	11040	10730	10678	11103	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	105	132	123	126	投资净收益	53	55	60	70
固定资产	10550	10274	10229	10648	营业利润	464	954	1329	1522
无形资产	242	242	242	242	营业外收入	54	71	90	100
其他	143	81	83	87	营业外支出	10	10	14	15
资产总计	15639	17198	19592	21810	利润总额	508	1015	1405	1607
流动负债	9221	8968	9837	10154	所得税	65	131	180	206
短期借款	4765	4200	4800	5000	净利润	443	884	1225	1401
应付账款	1764	1987	2235	2315	少数股东损益	237	10	14	16
其他	2692	2781	2802	2839	归属母公司净利润	206	874	1211	1385
非流动负债	3377	4144	4444	4944	EBITDA	1960	2049	2435	2664
长期借款	3344	4144	4444	4944	EPS (元)	0.48	1.50	2.08	2.38
其他	33	0	0	0					
负债合计	12598	13112	14281	15098	主要财务比率				
少数股东权益	1619	1629	1643	1659	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	427	582	582	582	成长能力				
资本公积	66	66	66	66	营业收入	50.3%	29.0%	13.3%	6.0%
留存收益	936	1810	3021	4406	营业利润	16.2%	105.8%	39.2%	14.6%
归属母公司股东权益	1422	2458	3668	5053	归属于母公司净利润	34.5%	324.3%	38.5%	14.4%
负债和股东权益	15639	17198	19592	21810	获利能力				
					毛利率	31.1%	35.3%	37.3%	38.3%
					净利率	4.3%	14.2%	17.4%	18.8%
					ROE	14.5%	35.6%	33.0%	27.4%
					ROIC	7.3%	11.7%	14.5%	15.3%
					偿债能力				
					资产负债率	80.6%	76.2%	72.9%	69.2%
					净负债比率	78.59%	77.36%	76.63%	77.12%
					流动比率	0.50	0.72	0.91	1.05
					速动比率	0.38	0.57	0.76	0.90
					营运能力				
					总资产周转率	0.32	0.37	0.38	0.36
					应收账款周转率	4	5	4	4
					应付账款周转率	3.06	2.12	2.07	2.00
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.35	1.50	2.08	2.38
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.35	2.53	3.78	4.08
					每股净资产(最新摊薄)	2.44	4.22	6.31	8.69
					估值比率				
					P/E	82.51	19.44	14.04	12.27
					P/B	11.95	6.91	4.63	3.36
					EV/EBITDA	11	11	9	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 6 年证券行业从业经验。

王海青, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434