

中国玻纤 (600176)  
增持/维持评级

股价: RMB17.82

分析师

周煥  
SAC 执业证书编号:S1000510120036  
(0755)8249 2072  
zhouhuan@mail.htlhsc.com.cn

鲍雁辛  
SAC 执业证书编号:s1000511090001  
(0755)8249 2810  
baoyx@mail.htlhsc.com.cn

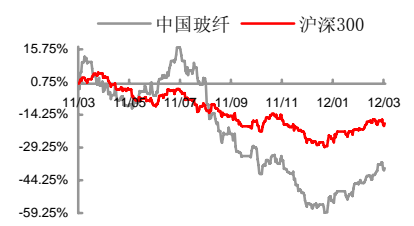
相关研究

- 《业绩低于预期, 景气仍在高位运行(买入)》20111031;
- 《提价效果显现, 业绩快速增长(买入)》20110821;
- 《进一步提价如期而至(买入)》20110525;

基础数据

总股本(百万股)	582
流通 A 股(百万股)	582
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	10,367

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

# 去年业绩低于预期, 期待底部复苏

## ——2011 年年报点评

- 2011 年公司全年实现营业收入 50.38 亿元, 比上年同期增长 5.74%, 实现归属于母公司所有者的净利润 2.92 亿元, 同比增长 41.92%, EPS 0.61 元, 按照目前股本 5.82 亿股全面摊薄后 EPS 0.50 元, 低于市场预期。
- 业绩低于预期的主要原因是受 2011 年三季度欧债危机爆发的影响, 玻纤纱出货量有所减少, 我们测算公司 2011 年销量约 82.5 万吨, 销售均价同比基本持平, 但产品结构有所变化, 并通过技改降低了生产成本, 全年毛利率 35.89% 同比提升 4.84 个百分点, 其中主因是外销产品毛利率由 2010 年的 27.01% 提升至去年的 34.83%。期间费用率同比升高 3.57 个百分点至 25.32%, 其中财务费用上升 2.66 个百分点, 系银行基准利率上调所致。
- 公司第四季度收入同比减少 26.69%, 但毛利率达 41.40%, 主要是年底一次性会计调整, 并非实际经营情况的反映。截至年底公司存货 15.14 亿元, 其中库存商品 12.45 亿元, 我们测算, 2011 年末库存商品期末账面价值/营业成本比达 38.46%, 同比提升 12.26 个百分点, 并超越 2009 年末的 28.72%。库存偏高, 但预计后期将逐渐降低到合理的范围。
- 我们了解到, 自 2011 年四季度玻纤纱的市场价格 (主要是粗纱) 加速下行, 春节后价格滑落趋势减缓, 今年 1-2 月份受节日因素影响, 全球玻纤整体需求尚未出现明显好转, 但 3 月份需求有所回暖, 而 2012 年全球产能不会净增加, 我们预计今年玻纤纱价格有望企稳或小幅回升。
- 我们判断公司未来将加快国外建厂 (埃及 8 万吨池窑有望 2013 年投产), 重海外布点, 轻国内扩产, 更注重国际化, 但海外扩张对管理水平亦提出了更高的挑战。假设 2012-2013 年玻纤纱销量为 82.5 万吨、90 万吨; 销售均价分别同比提升 5%、5%; 2012-2013 年公司玻纤及制品的毛利率为 36.83%、39.19%; 测算公司 2012-2013 年归属母公司净利润为 5.63、8.28 亿元, 实现 EPS 为 0.97 元 (下调 0.11 元)、1.42 元。目前股价对应 2012 年 PE 为 18.23 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 需求低迷可能令玻纤价格出现超预期下跌。

经营预测与估值	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4765.0	5038.4	5195.1	5849.9
(+/-%)	50.3	5.7	3.1	12.6
归属母公司净利润(百万元)	206.0	292.3	563.1	827.7
(+/-%)	233.1	41.9	92.7	47.0
EPS(元)	0.35	0.50	0.97	1.42
P/E(倍)	50.5	34.3	17.8	12.1

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测 EPS 按照最新股本全面摊薄股本计算

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011	2012E	2013E	会计年度	2010	2011	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	4598	4833	5457	6100	<b>营业收入</b>	4765	5038	5195	5850
现金	1607	1458	1925	2239	营业成本	3285	3230	3274	3559
应收账款	1110	1214	1493	1605	营业税金及附	17	44	32	43
其他应收款	142	90	123	135	营业费用	121	161	161	175
预付账款	175	59	192	154	管理费用	425	472	478	526
存货	1129	1514	1254	1418	财务费用	481	643	593	556
其他流动资产	435	498	470	547	资产减值损失	24	22	22	22
<b>非流动资产</b>	11040	11115	11259	10982	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	105	99	126	110	投资净收益	53	23	23	23
固定资产	10550	10057	10408	10327	<b>营业利润</b>	464	490	658	990
无形资产	242	246	269	280	营业外收入	54	72	63	67
其他非流动资产	143	713	455	265	营业外支出	10	11	8	10
<b>资产总计</b>	15639	15948	16716	17082	<b>利润总额</b>	508	551	713	1048
<b>流动负债</b>	9221	8055	8460	7957	所得税	65	96	121	178
短期借款	4765	5839	5725	4791	净利润	443	455	592	870
应付账款	1764	518	916	1159	少数股东损益	237	163	29	42
其他流动负债	2692	1699	1820	2007	归属母公司净	206	292	563	828
<b>非流动负债</b>	3377	4402	4162	4162	EBITDA	1960	1921	1845	2182
长期借款	3344	4162	4162	4162	EPS (元)	0.48	0.50	0.97	1.42
其他非流动负债	33	240	0	-0					
<b>负债合计</b>	12598	12457	12622	12118	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	1619	42	70	112	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	427	582	582	582	<b>成长能力</b>				
资本公积	66	1651	1651	1651	营业收入	50.3%	5.7%	3.1%	12.6%
留存收益	936	1228	1791	2619	营业利润	16.2%	5.5%	34.5%	50.3%
归属母公司股东	1422	3449	4024	4851	归属母公司净	33.1%	41.9%	92.6%	47.0%
<b>负债和股东权益</b>	15639	15948	16716	17082	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	31.1%	35.9%	37.0%	39.2%
					净利率(%)	0.0%	13.1%	14.8%	4.3%
					ROE(%)	14.5%	8.5%	14.0%	17.1%
					ROIC(%)	7.3%	7.1%	7.9%	9.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	80.6%	78.1%	75.5%	70.9%
					净负债比率	78.59	90.63	88.15	86.43
					流动比率	0.50	0.60	0.65	0.77
					速动比率	0.38	0.41	0.50	0.59
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.32	0.32	0.32	0.35
					应收账款周转	4	4	4	4
					应付账款周转	3.06	2.83	4.57	3.43
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最	0.35	0.50	0.97	1.42
					每股经营现金	1.35	2.18	3.39	3.19
					每股净资产	2.44	5.93	6.92	8.34
					<b>估值比率</b>				
					P/E	50.50	34.29	17.80	12.11
					P/B	7.66	2.91	2.49	2.07
					EV/EBITDA	9	10	11	9

数据来源: 华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起6个月内  
 基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

**股票评级**

买入 股价超越基准20%以上  
 增持 股价超越基准10%-20%  
 中性 股价相对基准波动在±10%之间  
 减持 股价弱于基准10%-20%  
 卖出 股价弱于基准20%以上

**行业评级**

增持 行业股票指数超越基准  
 中性 行业股票指数基本与基准持平  
 减持 行业股票指数明显弱于基准

**深圳**

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
 邮政编码: 518048  
 电话: 86 755 8249 3932  
 传真: 86 755 8249 2062  
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
 邮政编码: 200120  
 电话: 86 21 5010 6028  
 传真: 86 21 6849 8501  
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**免责声明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,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,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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。