

**玻纤**

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王海青

S0960110080404

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 19.00元

当前股价: 16.43元

评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2406.81
总股本(百万)	581
流通股本(百万)	427
流通市值(亿)	70
EPS	0.50
每股净资产(元)	5.93
资产负债率	78.11%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
中国玻纤	5.17	15.02	2.67
化工	-3.78	6.88	-7.08
沪深300指数	2.03	4.02	3.87



**相关报告**

中国玻纤-受出口影响大, 11年前高后低走势明显 2012-03-19

中国玻纤-国内外需求受制, 降价或即将来临 2011-10-30

中国玻纤-行业景气与结构升级保障业绩高速增长 2011-08-18

**中国玻纤**

**600176**

**推荐**

**行业需求低迷持续, 一季度量价齐跌**

公司今日公布12年一季度报, 营业收入11.3亿元(-21.4%); 净利润(含少数股东损益)为3968万元(-71%); 归属上市公司净利润4078万元(-32%)。对应EPS为0.07元。低于市场一致预期。

**投资要点:**

- **行业低迷, 量价齐跌, 一季度归属上市公司净利润同比降3成。**虽然公司一季度归属上市公司净利润同比降3成, 但由于去年巨石仅并表51%, 以包含少数股东损益的净利润计算, 一季度利润约4000万元, 同比下降近7成。该情况与我们一季度在行业内调研的情况大致相符: 自去年四季度出口引起的需求低迷在12年一季度持续, 量价齐跌为基本走势。目前普通粗纱仍维持在约5500元/吨水平, 部分品种持续亏损。估计公司一季度销量不到17万吨(去年为21万吨); 大致单吨利润不到250元/吨(去年同期为680元/吨左右)。
- **三月份销量环比明显好转, 但更多来源于下游补库存行为及季节性回暖; 大幅涨价可能性小。**从行业了解情况下, 三月由于国内外开工逐步起来, 玻纤部分品种销量比一、二月增长明显; 且由于中间商普遍库存较低, 3月其补充库存行业也增加了销量。二季度市场传闻厂家欲联合涨价, 但目前仅个别品种(如电子纱)上涨较好, 粗纱变动不大。且部分厂家库存仍处高位, 若需求没有明显好转, 仅依靠价格联盟, 我们认为提价往往较难实施。出口上, 美国有所好转, 但欧洲依然低迷, 总体情况仍不太乐观。我们预计行业好转需等待至下半年, 大幅涨价可能性较小。
- **公司费用率上升8.2个百分点, 净利率降至3.5%, 资金压力明显。**一季度净利率为3.5%, 较去年降6%。盈利明显下滑除了产品降价带来的毛利率下滑外, 更多源于费用率的提升。财务与管理费用分别较去年升5.8与2.3个百分点, 导致费用率19.5%升至本期的27.9%, 说明资金紧张与成本高企。虽然公司一季度资本性开支仅3760万元, 同比降93.6%; 但在盈利低迷情况下, 78.6%的高负债率仍是今年明显的压力。
- **给予“推荐”的投资评级。**我们预计12-14年EPS为0.61元、0.89元与1.04元, 给予“推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 国内外经济复苏进展低于预期。

**主要财务指标**

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	5038	5356	6045	6554
收入同比(%)	6%	6%	13%	8%
归属母公司净利润	292	354	520	607
净利润同比(%)	42%	21%	47%	17%
毛利率(%)	35.9%	30.9%	32.7%	33.1%
ROE(%)	8.5%	9.3%	12.0%	12.3%
每股收益(元)	0.50	0.61	0.89	1.04
P/E	32.70	26.96	18.39	15.74
P/B	2.77	2.51	2.20	1.93
EV/EBITDA	10	10	9	8

资料来源: 中投证券研究所

## 一、公司经营图表

图 1 公司年度经营情况

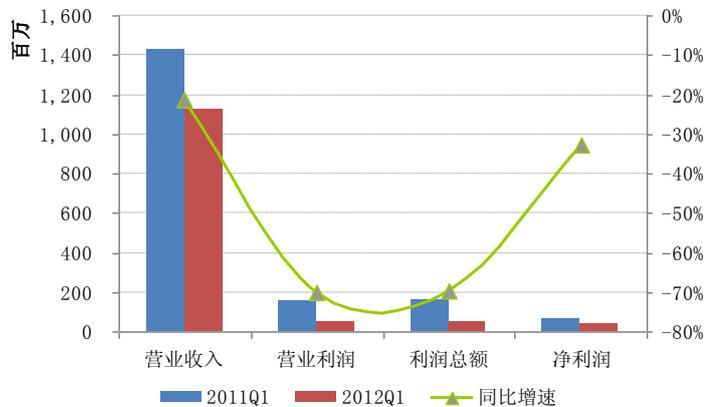
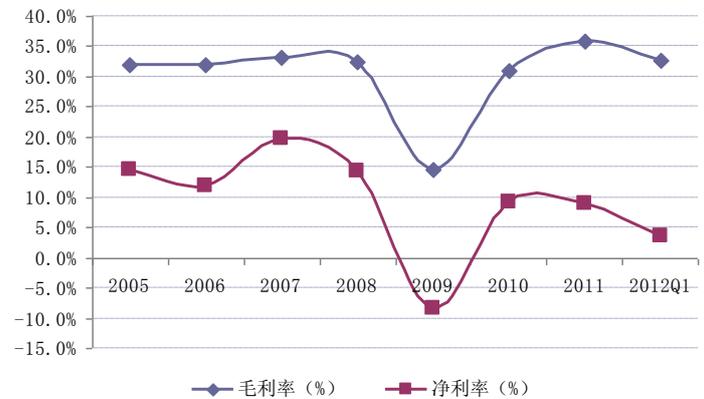


图 2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司季度经营情况

	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1
收入 (亿元)	8.51	8.46	7.88	14.65	10.92	14.20	14.34	13.52	12.11	10.41	11.27
环比增速	-4.1%	-0.6%	-6.9%	85.9%	-25.4%	30.1%	1.0%	-5.7%	-10.5%	-14.0%	8.2%
毛利率	14.2%	2.7%	34.1%	30.3%	31.9%	29.5%	31.1%	37.9%	34.6%	41.4%	32.7%
费用率	28.2%	28.9%	27.6%	16.8%	21.4%	23.3%	19.6%	22.2%	25.4%	37.2%	27.9%
净利润 (亿元)	-0.89	-2.07	0.47	1.33	0.97	1.65	1.38	1.48	1.09	0.66	0.40
环比增速		132.4%	-122.9%	180.3%	-27.0%	69.9%	-16.7%	7.4%	-26.2%	-39.2%	-40.1%
净利率	-10.5%	-24.5%	6.0%	9.1%	8.9%	11.6%	9.6%	10.9%	9.0%	6.4%	3.5%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

注：净利润为包含少数股东权益数据。

表 2 公司经营情况

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 Q1
<b>营运能力</b>								
存货周转率 (次)		5.2	7.6	4.6	3.0	3.2	2.4	0.5
应收账款周转率 (次)		4.8	6.6	5.7	3.1	4.2	4.3	0.9
<b>资金状况</b>								
资产负债率 (%)		67.5	72.2	67.4	73.7	81.1	80.6	78.6
经营活动现金流 (亿元)		1.2	3.2	6.0	-4.6	-1.3	7.8	-0.1
增长率 (%)		169.3	87.0	(175.6)	-72.3	-718.9	62.2	-117.3
<b>资本性支出</b>								

资本性支出(亿元)	5.5	13.4	12.9	28.4	13.2	4.2	15.3	0.4
增长率(%)		144.0	-3.9	120.7	(53.5)	(68.2)	264.7	(93.6)

资料来源：公司公告、中投证券研究所

**表 3 公司产能表**

地点	生产线	实际产能 (万吨)	投产状 况	投产时间
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
	<b>合计</b>	<b>62.5</b>		
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
	<b>合计</b>	<b>17</b>		
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月技改
	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
	<b>合计</b>	<b>14</b>		
	<b>所有产能合计</b>	<b>93.5</b>		

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 五、盈利预测与投资建议

我们预计12年行业季度需求与盈利将环比逐步上升，13年若全球经济好转，则公司盈利增长将快于收入。

我们预计公司12-14年收入为53.6亿、60.5亿、65.5亿元，对应EPS为0.61元、0.89元与1.04元，给予“推荐”的投资评级。

**表 4 公司盈利预测**

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>玻纤及制品</b>					
产能(万吨)	93.50	93.50	93.50	93.50	101.50
销量(万吨)	77.00	77.00	83.00	90.00	96.00

均价 (元/吨)	5,738.03	5,949.82	5,850.00	6,050.00	6,150.00
增速 (%)	16.92%	3.69%	-1.68%	3.42%	1.65%
营业收入 (百万元)	4,418.28	4,581.36	4,855.50	5,445.00	5,904.00
营业成本 (百万元)	3,106.43	3,001.10	3,398.85	3,702.60	3,985.20
毛利率 (%)	29.69%	34.49%	30.00%	32.00%	32.50%
<b>其它</b>					
营业收入 (百万元)	245.68	314.55	500.00	600.00	650.00
营业成本 (百万元)	133.66	192.53	300.00	366.00	396.50
毛利率 (%)	45.60%	38.79%	40.00%	39.00%	39.00%
<b>合计营业收入 (百万元)</b>	<b>4,663.96</b>	<b>4,895.91</b>	<b>5,355.50</b>	<b>6,045.00</b>	<b>6,554.00</b>
<b>合计营业成本 (百万元)</b>	<b>3,240.09</b>	<b>3,193.62</b>	<b>3,698.85</b>	<b>4,068.60</b>	<b>4,381.70</b>
<b>毛利率 (%)</b>	<b>30.53%</b>	<b>34.77%</b>	<b>30.93%</b>	<b>32.69%</b>	<b>33.14%</b>

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 附：财务预测表

**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	4833	6242	8329	10363
现金	1458	2950	4655	6394
应收账款	1214	1249	1410	1525
其他应收款	90	94	106	115
预付账款	59	66	72	78
存货	1514	1400	1541	1660
其他流动资产	498	482	544	590
<b>非流动资产</b>	11115	10675	10498	10355
长期投资	99	120	117	118
固定资产	10057	10237	10067	9926
无形资产	246	246	246	246
其他非流动资产	713	72	67	65
<b>资产总计</b>	15948	16917	18827	20717
<b>流动负债</b>	8055	8159	8943	9519
短期借款	5839	5800	6500	7000
应付账款	518	629	679	736
其他流动负债	1699	1730	1764	1783
<b>非流动负债</b>	4402	4899	5499	6199
长期借款	4162	4662	5262	5962
其他非流动负债	240	237	237	237
<b>负债合计</b>	12457	13058	14441	15717
少数股东权益	42	44	50	58
股本	582	582	582	582
资本公积	1651	1651	1651	1651
留存收益	1228	1583	2103	2710
归属母公司股东权益	3449	3815	4335	4942
<b>负债和股东权益</b>	15948	16917	18827	20717

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	1271	2052	1814	2077
净利润	455	357	526	615
折旧摊销	788	891	970	1041
财务费用	643	657	667	696
投资损失	-23	-40	-50	-60
营运资金变动	-607	210	-313	-229
其他经营现金流	14	-23	14	14
<b>投资活动现金流</b>	-1590	-376	-747	-841
资本支出	1534	500	800	900
长期投资	29	8	-3	1
其他投资现金流	-27	133	50	60
<b>筹资活动现金流</b>	41	-184	638	504
短期借款	1074	-39	700	500
长期借款	818	500	600	700
普通股增加	154	0	0	0
资本公积增加	1585	0	0	0
其他筹资现金流	-3590	-645	-662	-696
<b>现金净增加额</b>	-285	1492	1705	1740

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	5038	5356	6045	6554
营业成本	3230	3699	4069	4382
营业税金及附加	44	46	54	58
营业费用	161	160	190	208
管理费用	472	478	544	592
财务费用	643	657	667	696
资产减值损失	22	15	18	21
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	23	40	50	60
<b>营业利润</b>	490	342	553	657
营业外收入	72	90	98	105
营业外支出	11	12	17	21
<b>利润总额</b>	551	420	634	741
所得税	96	63	108	126
<b>净利润</b>	455	357	526	615
少数股东损益	163	2	6	7
<b>归属母公司净利润</b>	292	354	520	607
<b>EBITDA</b>	1921	1890	2190	2395
<b>EPS (元)</b>	0.50	0.61	0.89	1.04

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.7%	6.3%	12.9%	8.4%
营业利润	5.5%	-30.2%	61.9%	18.8%
归属于母公司净利润	41.9%	21.3%	46.7%	16.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	35.9%	30.9%	32.7%	33.1%
净利率	5.8%	6.6%	8.6%	9.3%
ROE	8.5%	9.3%	12.0%	12.3%
ROIC	7.1%	6.8%	8.0%	8.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	78.1%	77.2%	76.7%	75.9%
净负债比率	90.63	90.08%	90.45	90.74%
流动比率	0.60	0.77	0.93	1.09
速动比率	0.41	0.59	0.76	0.91
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.32	0.33	0.34	0.33
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	2.83	6.45	6.22	6.20
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.61	0.89	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	2.18	3.53	3.12	3.57
每股净资产(最新摊薄)	5.93	6.56	7.45	8.50
<b>估值比率</b>				
P/E	32.70	26.96	18.39	15.74
P/B	2.77	2.51	2.20	1.93
EV/EBITDA	10	10	9	8

**相关报告**

请务必阅读正文之后的免责条款部分

报告日期	报告标题
2012-03-19	中国玻纤 - 受出口影响大, 11 年前高后低走势明显
2011-10-30	中国玻纤-国内外需求受制, 降价或将来临
2011-08-18	中国玻纤-行业景气与结构升级保障业绩高增长
2011-07-20	中国玻纤-上半年净利润同比增长 50%以上
2011-06-23	中国玻纤-股权收购与行业景气共助业绩提升

## 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, 7 年证券行业从业经验。  
王海青, 王海青, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

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

### 北京市

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

### 上海市

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