

**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:** 13元

当前股价: 10.99元

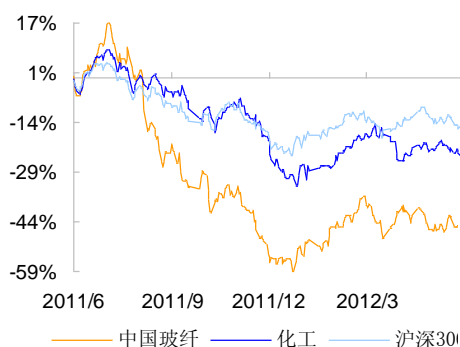
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2318.92
总股本(百万)	872
流通股本(百万)	641
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	6.73	-6.29	21.92
化工	-5.15	-10.94	-7.37
沪深300指数	-3.67	-4.66	1.47



**相关报告**

中国玻纤 - 行业需求低迷持续, 一季度量价齐跌 2012-04-26

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, 降价或将来临 2011-10-30

**中国玻纤**

**600176**

**推荐**

**二季度需求环比上升, 价格触底回升**

近日我们到公司拜访, 就近期行业与公司经营情况进行深入交流, 相关要点如下。

**投资要点:**

- **二季度需求环比明显好转, 预计上半年销量达 42 万吨, 今年将呈前低后高走势。**公司一季度销量 19 万吨, 二季度预计达 23 万吨 (其中 4、5 月均不足 8 万吨, 略差于 3 月), 与去年持平。全年前, 销量将呈现前低后高走势, 全年目标 90 万吨。今年的增长点主要来自美国 (地产与汽车较好) 与国内。
- **价格触底回升, PPG 与美国巨石正式通知涨价 5% 与 7%, 实施情况有等观察。**在全球部分产能扩张放缓情况下, 需求逐步好转, 供求有所改善; 而成本及通胀等因素也促使企业涨价。今年一季度令大量企业亏损的价格应该是底部, 五月份公司部分产品提价后目前均价环比涨幅小于 100 元/吨, 总体均价在 5000-5500 元/吨。公司表示, 7 月 1 日包括 OCV、PPG 与巨石在内的企业均将涨价。我们认为需求与成本是涨价的推动因素, 但最终实施情况仍决定于需求的持续好转程度。
- **公司近年坚持结构调整, 简单扩张不再, 看好下游复合材料。**公司一方面通过产品高端化调整产品结构, 另一方面通过成立国际开发公司大力发展直供客户, 计划今年国外 50% 通过直供销售, 意在提高服务与盈利空间。中长期看, 公司扩张将重点放在国外, 但不再是简单扩张; 向下游复合材料发展将是方向, 十二五制品占比计划达到一半。
- **给予“推荐”的投资评级。**我们在年初的盈利预测已包含了下半年好转的假设, 即使 7 月份成功涨价, 业绩仍没超过预测, 因此不上调预测。按全面摊薄后股本计算, 预计 12-14 年 EPS 为 0.4 元、0.59 元与 0.69 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	5336	5995	6504
收入同比(%)	6%	6%	12%	8%
归属母公司净利润	292	353	514	605
净利润同比(%)	42%	21%	46%	18%
毛利率(%)	35.9%	30.9%	32.6%	33.1%
ROE(%)	8.5%	9.5%	12.1%	12.5%
每股收益(元)	0.33	0.40	0.59	0.69
P/E	32.81	27.17	18.65	15.85
P/B	2.78	2.57	2.26	1.98
EV/EBITDA	10	10	9	8

资料来源: 中投证券研究所

## 一、行业与公司总体看法：今年前低后高

1. 从政策面来看，是比较积极的，今年将前低后高。十二五的新材料、海水淡化、风力发电等规划出来了。目前公司的负债率比较高，一季度财务费用增加了不少，而最近出台的降息是小利好。欧债的影响不大，今年一季度出口到欧盟比去年同比有增加，因为下游比较分散。今年总体将前低后高。上半年销量低，价格低。

2. 玻纤行业需求发展点：A.国内水利与海水淡化；B.风电：今年有可能是最差的一年了。风电，主要是做近海地区的发电。风电能占全球纱的10%，约50多万吨。C.高压管道：一般来说：地上与地下的投资比例大概是1:2，但国内过去一直是1:1；我们比国外落后太多年。D.节能减排，汽车轻量化。E.飞行器与游艇。

3. 行业总体产能情况：①今年国内有约20万吨冷修，占去年国内总体产能的10%。一般时间需要两至三个月，但不是同一时间停，但不是同品种。②新增供给方面，外企的动作也在放缓。OC在杭州的风电纱厂，去年刚开就停了；今年它又延缓在墨西哥与俄罗斯的产能，并关掉全球约5%的产能。③新进入者方面，目前投资门槛约有10个亿（要求粗纱要5万吨池窑，细纱要3万吨池窑）、技术（要申请专利）、当地认证、企业认证，所以新进入者只能从低端进入，构不成威胁。

## 二、公司需求：二季度销量环比上升，增长来自中国与美国

### 国

4. 销量：二季度销量环比上升，预计可达23万吨；全年销量目标90万吨。①今年一季度同比不是太好，主要是11年一季度是处于10年底以来的复苏。去年七月份的涨价没有到位，后来价格有所回落，并于今年一季度触底。今年三月底在法国开的复合材料会，厂商达到共识：这个行业还要价格回归。销量上，一季度是19万吨，其中三月约8万吨，销大于产；四月下来一些，主要原因是三月有涨价预期透支需求；五月高于四月，但不及三月，七万多吨。因此估计二季度将达到23万吨。②全年看，下半年量大于上半年，全年销量目标90万吨。一般来说，三季度销量达到二季度水平绝对没问题，四季度由于圣诞节会稍微降低，有不确定性。

5. 各地区需求比例：国内占52.4%，外销47%。今年北美与国内均有增长。去年公司销量82万吨，国内占52.4%，外销约47%；其中北美占12-14%，欧洲占9-10%，中东与欧盟差不多10%，其它就是东南亚与拉美。今年来看，北美与国内均会有增长。其中，美国今年预计可销10万吨（去年7万吨），主要是地产与汽车起来。

## 三、总体价格与盈利情况：计划7月1日提价7%。

6. 价格一季度触底，五月涨价后均价提高不到100元/吨；计划7月1日起涨价

7%。去年7月份均价约6100-6200元/吨，年底5500-5600元/吨，今年一季度5200-5300，现在回升一点。三月份的价格，各家基本是亏钱，我们是微利。复合材料会后各家厂商均有表态，有试探性和表态性的涨价。五月涨价后，五月比四月均价有不到100元的上涨，当然其中也有结构性的因素。目前来看，OCV、PPG与巨石均计划在7月1日涨价，其中PPG与美国巨石通知如下：

表 1 目前正式出涨价通知的厂商

厂家	价格涨幅	涨价产品	覆盖范围
PPG	5%	所有玻纤产品	美洲、欧洲、中东与非洲
美国巨石公司	7%	所有玻纤增强材料	美国与加拿大
OCV		仍未有正式通知	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

#### 7. 成本情况：通过技术与管理不断降低。

i. 通过技术与管理降成本：07年的产品成本是目前售价。产品80%的成本在研发过程中已经确定，而新产品的成本低、性能好、应用范围广。正是通过技术推出新产品，再加上管理节约降低总体成本。另外，公司每年有增收节支计划，去年1.2亿元计划（最终完成1.5亿），今年计划是2亿元。

### 四、公司经营战略与情况：调结构，扩张重在海外

#### 8. 结构调整：产品结构调整，销售模式调整。

- i. 公司产品将高端化，并向下游复合材料发展。公司高端产品通过开发国外市场再进入国内更为容易。原来风电纱一直无法进去国内，后来通过开发国外市场，再切回国内。目前6MW都可以用巨石的纱。产品上，短切原丝从2万吨增至16万吨，也是在调整结构。制品目前占10%以上，希望十二五可以达到50%，但这并非指简单加工，主要是复合材料，其技术含量更高（OC有三大业务：纱、保温材料与屋面材料，这是值得我们借鉴的）。复合材料的前景公司都看好，但制品相对看好薄毡（用在防水）与土工格栅（基建）。
- ii. 公司大力发展海外直供客户，12年目标海外50%通过直供销售。以前贸易商占比较大，现在各厂商都在培育自己的力量，我们建了14家外国的销售公司，大多是控股的，并实现人员本土化，他们有分红权。因为玻纤的发展要把握下游的需求，所以我们在调结构：成立国际开发公司，开发直供公司。今年目标在海外销售50%的给直供。这样方式服务与盈利空间会更好，未来客户肯定是抓大放小。其它竞争对手也在做，OC在国外也是直销多一些，巨石在国内基本上实现直供。

#### 9. 扩张情况：重在海外。

- i. 扩张计划：未来将根据布局需要建线，但主要在国外。目前国内量达到200多万吨，已经太大了。
- ii. 埃及基地：计划在13年上半年投产，目前已经动工了，这次给了18个月的时间建设，比一般12个月要长。埃及建厂优势较大：从埃及到欧洲是免税，也没有反倾销，总的或免20.8%的税；物流费用也少了；那边生产成本不比国内高，但生产效率会低一些。

## 五、盈利预测与投资建议

我们年初就预计 12 年行业季度需求与盈利将环比逐步上升，因此本次不上调预测。

我们预计公司 12-14 年收入为 53.4 亿、60.0 亿、65.0 亿元，对应 EPS 为 0.4 元、0.59 元与 1.69 元，给予“推荐”的投资评级。

**表 2 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	82.56	83.00	90.00	96.00
均价 (元/吨)	5,738.03	5,549.13	5,850.00	6,050.00	6,150.00
增速 (%)	16.92%	-3.29%	5.42%	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	480.00	550.00	600.00
营业成本 (百万元)	133.66	192.53	288.00	335.50	366.00
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>5,335.50</b>	<b>5,995.00</b>	<b>6,504.00</b>
<b>合计营业成本 (百万元)</b>	<b>3,240.09</b>	<b>3,193.62</b>	<b>3,686.85</b>	<b>4,038.10</b>	<b>4,351.20</b>
<b>毛利率 (%)</b>	<b>30.53%</b>	<b>34.77%</b>	<b>30.90%</b>	<b>32.64%</b>	<b>33.10%</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	6489	8459	10484
现金	1458	3208	4814	6706
应收账款	1214	1244	1398	1483
其他应收款	90	94	106	114
预付账款	59	66	72	77
存货	1514	1396	1530	1518
其他流动资产	498	480	540	585
<b>非流动资产</b>	11115	10771	10585	10529
长期投资	99	120	117	118
固定资产	10057	10333	10155	10101
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	17260	19044	21014
<b>流动负债</b>	8055	8583	9247	9904
短期借款	5839	5800	6500	7000
应付账款	518	1054	986	1123
其他流动负债	1699	1729	1762	1781
<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	13482	14746	16103
少数股东权益	42	44	50	58
股本	582	873	873	873
资本公积	1651	1360	1360	1360
留存收益	1228	1501	2015	2620
归属母公司股东权益	3449	3733	4247	4853
<b>负债和股东权益</b>	15948	17260	19044	21014

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	1271	2487	1709	2323
净利润	455	355	520	613
折旧摊销	788	895	978	1054
财务费用	643	653	661	690
投资损失	-23	-40	-50	-60
营运资金变动	-607	647	-415	14
其他经营现金流	14	-24	14	12
<b>投资活动现金流</b>	-1590	-476	-747	-941
资本支出	1534	600	800	1000
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	-260	644	510
短期借款	1074	-39	700	500
长期借款	818	500	600	700
普通股增加	154	291	0	0
资本公积增加	1585	-291	0	0
其他筹资现金流	-3590	-722	-656	-690
<b>现金净增加额</b>	-285	1751	1606	1892

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	5336	5995	6504
营业成本	3230	3687	4038	4351
营业税金及附加	44	45	53	58
营业费用	161	160	189	205
管理费用	472	476	540	585
财务费用	643	653	661	690
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	340	546	654
营业外收入	72	90	98	105
营业外支出	11	12	17	20
<b>利润总额</b>	551	418	627	739
所得税	96	63	107	126
<b>净利润</b>	455	355	520	613
少数股东损益	163	2	6	8
<b>归属母公司净利润</b>	292	353	514	605
<b>EBITDA</b>	1921	1888	2185	2398
<b>EPS (元)</b>	0.50	0.40	0.59	0.69

**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%	5.9%	12.4%	8.5%
营业利润	5.5%	-30.6%	60.7%	19.8%
归属于母公司净利润	41.9%	20.8%	45.6%	17.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	35.9%	30.9%	32.6%	33.1%
净利率	5.8%	6.6%	8.6%	9.3%
ROE	8.5%	9.5%	12.1%	12.5%
ROIC	7.1%	6.9%	8.1%	9.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	78.1%	78.1%	77.4%	76.6%
净负债比率	90.63	87.24%	88.58	88.57%
流动比率	0.60	0.76	0.91	1.06
速动比率	0.41	0.59	0.75	0.90
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.32	0.32	0.33	0.32
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	2.83	4.69	3.96	4.13
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.40	0.59	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	2.85	1.96	2.66
每股净资产(最新摊薄)	3.95	4.28	4.87	5.56
<b>估值比率</b>				
P/E	32.81	27.17	18.65	15.85
P/B	2.78	2.57	2.26	1.98
EV/EBITDA	10	10	9	8

## 相关报告

报告日期	报告标题
2012-04-26	中国玻纤 - 行业需求低迷持续，一季度量价齐跌
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。

## 免责声明

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