

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: 13.00元

当前股价: 9.52元

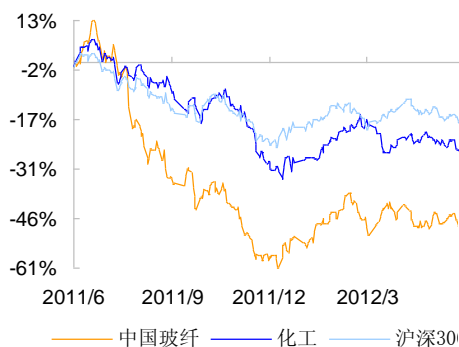
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2216.93
总股本(百万)	872
流通股本(百万)	641
流通市值(亿)	61
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	-5.98	-7.80	18.76
化工	-5.11	-10.19	0.31
沪深300指数	-4.59	-3.84	4.06



相关报告

- 中国玻纤 - 二季度需求环比上升, 价格触底回升 2012-06-14
- 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

600176

推荐

向上游拓展, 收购增厚业绩

公司今日公告巨石集团将以 3.28 亿元收购桐乡金石贵金属设备公司 75%股权, 以 4.19 亿元收购桐乡磊石微粉公司 75%股权。两公司 12-14 年合并净利润预计为 7547.6 万、7524.97 万、7269.29 万元, 若某年未达预测数, 港石控股将补偿差额。

投资要点:

- **收购涉及铂铑合金与叶腊石粉, 有望增强对上游资源控制力。**本次收购两公司中, 桐乡金石主要生产专用铂铑设备并回收提炼铂铑合金; 而桐乡磊石主要销售与生产叶腊石粉。铂铑合金是玻纤生产设备中占有很大比重, 而叶腊石又是玻纤生产的必备原材料, 本次有收购有利于公司降低成本, 意味着公司在一体化进程中向上游发展有了更大进展。
- **以收益法评估的收购金额合计 7.46 亿元, 价格偏贵。**公司以收益法评估桐乡金石净资产为 4.37 亿元, 增值率 142.53%; 而桐乡磊石净资产 5.58 亿元, 增值率 145.24%。虽然收益法能够反映企业整体资产价值, 但该收购价格, 我们认为偏贵。
- **业绩承诺下, 两公司合计增厚 12-14 年 EPS 各 0.065、0.065、0.062 元。**公司以收益法测算的桐乡金石 12-14 年净利润为 2688 万、3017 万与 2992 万元; 而桐乡磊石净利润为 4859 万、4507 万与 4278 万元, 合计 7548 万、7525 万与 7269 万元。由于公司与港石控股签订盈利补偿, 若任一年度两公司合计盈利数低于预测数, 将补偿差额。由于收购后巨石将持有 75%股权, 而巨石又是中国玻纤全资子公司, 这意味着公司 12-14 年净利润将增加 5661、5644 与 5452 万元, 对应 EPS 为 0.065、0.065、0.062 元。
- **短期关注玻纤纱价格触底回升, 长期看公司结构调整。**公司计划 7 月开始涨价 7%, 但由于全球宏观经济仍相对低迷, 涨价实施情况有待观察。长期看, 公司一方面实现产品高端化, 另一方面将向上下游发展实现一体化战略, 特别是向下游复合材料环节拓展。
- **考虑本次收购公司业绩, 上调公司 12-14 年 EPS 至 0.46、0.65 与 0.75 元, 维持“推荐”评级。**由于本次收购的两公司有业绩承诺, 且每一年度均进行结算。其盈利将增厚公司业绩, 则公司 12-14 年 EPS 分别为 0.46、0.65 与 0.75 元。给予“推荐”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	5631	6285	6783
收入同比(%)	6%	12%	12%	8%
归属母公司净利润	292	405	564	655
净利润同比(%)	42%	39%	39%	16%
毛利率(%)	35.9%	31.1%	32.7%	33.2%
ROE(%)	8.5%	10.7%	13.0%	13.1%
每股收益(元)	0.33	0.46	0.65	0.75
P/E	28.63	20.65	14.83	12.77
P/B	2.43	2.21	1.92	1.67
EV/EBITDA	9	9	8	7

资料来源: 中投证券研究所

一、本次收购资产成本与收益

表 1 公司收购桐乡金石与桐乡磊石成本

	净资产价格 (收益法评估)	股权	收购成本 (万元)
桐乡金石	43,690.04	75%	32767.53
桐乡磊石	55,839.58	75%	41879.69
合计			74647.22

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 桐乡金石与桐乡磊石未来三年盈利预测

	2011 年	2012 年 (E)	2013 年 (E)	2014 年 (E)
桐乡金石净利润 (万元)	3,485	2,688	3,017	2,992
桐乡磊石净利润 (万元)	5,191	4,859	4,508	4,278
合计	8,676	7,548	7,525	7,269
75%股权		5,661	5,644	5,452
对应 EPS		0.065	0.065	0.062

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

由于本次收购的两个公司均有业绩承诺,且每年都会进行结算。公司控股 75%,将直接增厚 EPS。我们上调 12-14 年 EPS 分别至 0.46、0.65 与 0.75 元。给予“推荐”评级。

表 3 公司盈利预测

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
玻纤及制品					
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%
其它					
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%
桐乡金石收入 (百万)			81.84	91.86	91.08

桐乡金石成本（百万）	45.99	51.62	51.18		
桐乡金石营业利润（百万）	35.85	40.24	39.90		
毛利率（%）	43.81%	43.81%	43.81%		
桐乡磊石收入（百万）	213.53	198.07	187.96		
桐乡磊石成本（百万）	148.91	138.13	131.08		
桐乡磊石营业利润（百万）	64.62	59.94	56.88		
毛利率（%）	30.26%	30.26%	30.26%		
合计营业收入（百万元）	4,663.96	4,895.91	5,630.87	6,284.93	6,783.04
合计营业成本（百万元）	3,240.09	3,193.62	3,881.75	4,227.85	4,533.46
毛利率（%）	30.53%	34.77%	31.06%	32.73%	33.16%

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
流动资产	4833	6609	8621	10697
现金	1458	3151	4801	6758
应收账款	1214	1313	1466	1547
其他应收款	90	99	111	119
预付账款	59	69	75	81
存货	1514	1470	1602	1582
其他流动资产	498	507	566	610
非流动资产	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
资产总计	15948	17380	19206	21226
流动负债	8055	8651	9305	9962
短期借款	5839	5800	6500	7000
应付账款	518	1110	1032	1170
其他流动负债	1699	1741	1773	1792
非流动负债	4402	4899	5499	6199
长期借款	4162	4662	5262	5962
其他非流动负债	240	237	237	237
负债合计	12457	13550	14804	16161
少数股东权益	42	44	51	60
股本	582	873	873	873
资本公积	1651	1360	1360	1360
留存收益	1228	1553	2118	2773
归属母公司股东权益	3449	3786	4350	5005
负债和股东权益	15948	17380	19206	21226

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1271	2430	1755	2387
净利润	455	408	571	664
折旧摊销	788	895	978	1054
财务费用	643	654	662	689
投资损失	-23	-40	-50	-60
营运资金变动	-607	532	-420	28
其他经营现金流	14	-19	14	11
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	41	-261	643	511
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	-723	-657	-689
现金净增加额	-285	1693	1651	1957

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	5038	5631	6285	6783
营业成本	3230	3882	4228	4533
营业税金及附加	44	48	56	60
营业费用	161	168	198	214
管理费用	472	502	566	610
财务费用	643	654	662	689
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
营业利润	490	402	607	715
营业外收入	72	90	98	105
营业外支出	11	12	17	20
利润总额	551	480	688	800
所得税	96	72	117	136
净利润	455	408	571	664
少数股东损益	163	2	7	9
归属母公司净利润	292	405	564	655
EBITDA	1921	1951	2248	2458
EPS (元)	0.50	0.46	0.65	0.75

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	5.7%	11.8%	11.6%	7.9%
营业利润	5.5%	-17.9%	51.2%	17.7%
归属于母公司净利润	41.9%	38.7%	39.2%	16.1%
获利能力				
毛利率	35.9%	31.1%	32.7%	33.2%
净利率	5.8%	7.2%	9.0%	9.7%
ROE	8.5%	10.7%	13.0%	13.1%
ROIC	7.1%	7.3%	8.4%	9.4%
偿债能力				
资产负债率	78.1%	78.0%	77.1%	76.1%
净负债比率	90.63	86.80%	88.23	88.25%
流动比率	0.60	0.76	0.93	1.07
速动比率	0.41	0.59	0.75	0.91
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.34	0.34	0.34
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	2.83	4.77	3.95	4.12
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.46	0.65	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	2.78	2.01	2.73
每股净资产(最新摊薄)	3.95	4.34	4.99	5.74
估值比率				
P/E	28.63	20.65	14.83	12.77
P/B	2.43	2.21	1.92	1.67
EV/EBITDA	9	9	8	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2012-06-14	中国玻纤 - 二季度需求环比上升, 价格触底回升
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

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