

玻纤

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

署名人: 王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 10.00元

当前股价: 8.72元

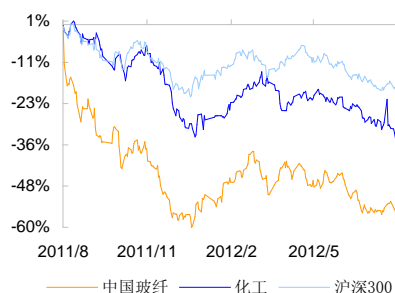
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2118.95
总股本(百万)	872
流通股本(百万)	641
流通市值(亿)	55
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	-3.11	-15.32	-14.22
化工	-0.51	-10.40	-8.97
沪深300指数	-3.82	-10.61	-6.91



相关报告

中国玻纤 - 向上游拓展, 收购增厚业绩

2012-06-29

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

600176

推荐

需求疲软继续制约玻纤行业盈利提升

公司今日公布中报, 12年上半年实现收入 27.86 亿元, 同比降 4.4%; 营业利润为 9487 万元, 同比降 72.9%; 归属于上市公司净利润为 1.02 亿元, 同比降 21.5%。对应 EPS 为 0.116 元。

投资要点:

- 上半年需求继续疲软, 盈利大幅下滑。公司上半年收入 27.86 亿元, 同比降 4.4%; 而包括少数股东损益在内的净利润 1 亿元, 下滑幅度高达 65% 元。值得注意的是, 上半年营业外净收入 3700 万元, 而去年同期为 800 万元; 如果将此剔除, 下滑幅度将更大。整体玻纤行业上半年盈利没有明显好转, 公司毛利率为 29.5%, 较去年的 35.9% 下滑了 6.4 个百分点, 这根本原因仍在于国内外需求较弱。
- 二季度单吨盈利不及去年同期一半, 下半年需求或略有改善, 预计下半年产品大幅涨价可能性较小。公司上半年 5 月份部分产品提价约 100 元左右, 但仍难以改变利润率下滑情况。上半年公司销量约 42 万吨, 其中二季度估计 23 万吨, 以此计算, 单吨净利约 265 元, 较去年同期近 650 元的水平相比, 下跌超一半。虽然作为龙头企业的巨石仍然有所盈利, 但行业依然处于亏损状态。虽然龙头企业原本计划在 7 月份提价, 但据我们在行业内了解情况, 市场目前价格不仅上涨困难, 近期还继续下滑。我们预计下半年国内货币政策有所放松的情况下需求环比或有所改善, 但出口增加了不确定性, 预计大幅涨价仍较难。
- 长期关注公司产品结构调整及向下游发展。公司目前玻纤及简单制品占据绝大部分收益, 未来将通过产品升级调整产品结构, 保证公司较高的盈利水平; 另一方面近两年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, 可关注公司在国外的扩张进程及向下游复材的发展计划。
- 给予“推荐”的投资评级。考虑到今年玻纤行业盈利下滑, 我们预计公司 12-14 年 EPS 为 0.35 元、0.5 元与 0.64 元, 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	5451	6135	6683
收入同比(%)	6%	8%	13%	9%
归属母公司净利润	292	302	441	556
净利润同比(%)	42%	3%	46%	26%
毛利率(%)	35.9%	29.4%	30.8%	31.8%
ROE(%)	8.5%	8.2%	10.7%	11.9%
每股收益(元)	0.33	0.35	0.50	0.64
P/E	25.97	25.15	17.23	13.66
P/B	2.20	2.06	1.84	1.62
EV/EBITDA	9	9	8	7

资料来源: 中投证券研究所

一、需求继续疲软，盈利大幅下滑

1.1 上半年需求制约下价格维持低位，总体利润较下滑高达 65%

12年上半年公司实现收入 27.86 亿元，同比降 4.4%；营业利润为 9487 万元，同比降 72.9%；归属于上市公司净利润为 1.02 亿元，同比降 21.5%。

由于公司去年收购巨石 49% 股权完成，自 8 月份后开始合并报表，为了更好地对比，我们结合净利润（不扣除少数股东权益）分析。今年上半年为 1 亿元，而去年同期为 2.85 亿元，下滑幅度高达 65%。另外，值得注意的是，上半年营业外净收入 3700 万元，而去年同期为 800 万元。如果将此剔除，下滑幅度将更大。当然去年上半年为行业景气高点，但我们认为业绩下滑根本原因还是在于今年国内及出口需求的疲软。

从出货量上看，今年上半年估计销量在 42 万吨左右，略低于去年同期的 43.5 万吨。价格上，今年一季度大量企业亏损使得涨价动力较强，在 5 月份公司部分产品提价后、均价环比涨幅小于 100 元/吨，总体均价在 5000-5500 元/吨，基本上盈利仍在低位。这从公司上半年毛利率也可以看出，上半年总体毛利率 29.5%，较去年的 35.9% 下滑了 6.4 个百分点

虽然 7 月 1 日包括 OCV、PPG 与巨石在内的企业均将计划涨价，但据我们从行业了解情况看，7-8 月业内各家的涨价计划均无实施，且由于库存较高，市场价格有所下降。对于下半年，我们预计国内货币政策放松情况下需求或略有好转；但目前出口仍然具有较大的不确定性，因而提升速度可能较为缓慢。价格如果短期下调过多，亏损企业涨价动力增强，则价格会再次回弹，但大幅涨价可能性小。

图 1 公司年度经营情况

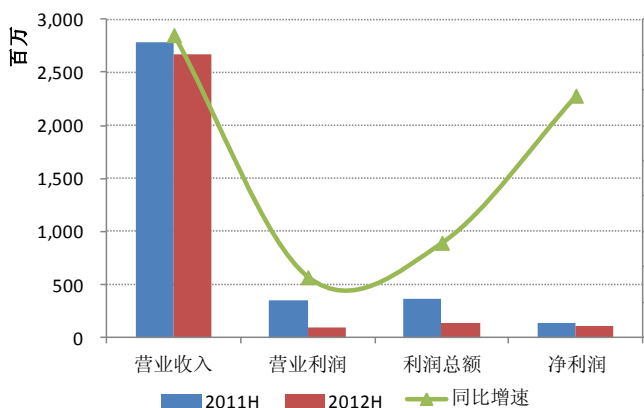
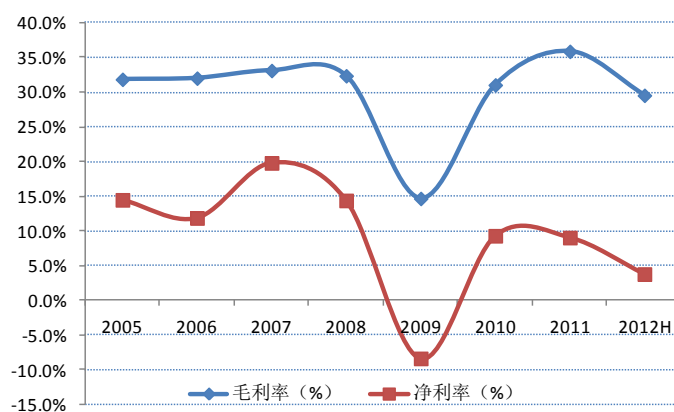


图 2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

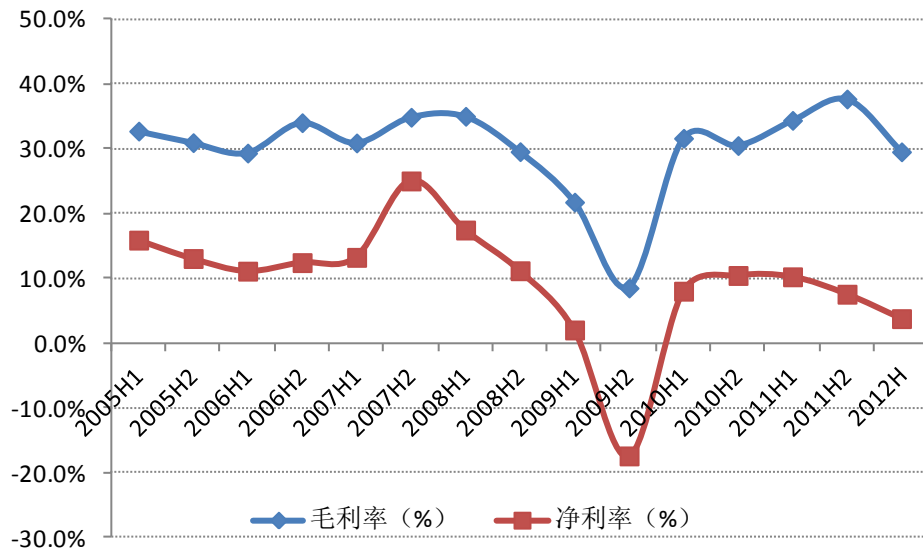
1.2 二季度净利润 6078 万元，单吨净利润不到去年同期一半

上半年一季度行业盈利较差，二季度虽然出货量环比增加，但盈利下降更为明显，情况不容乐观。

单季度净利润（包含少数股东权益）为 6078 万元，我们估计销量约 42 万吨，则单吨盈利为 264 元。这与去年同期接近 650 元的单吨盈利来看，下幅超过一半。虽然作为龙头企业的巨石仍然有所盈利，但行业依然处于大量亏损状态。

二季度毛利率为 27.3%，较一季度进一步下滑；三大费用率为 23%，下降明显。在政策放松下，预计下半年费用率仍有下降空间。进入三季度，虽然为传统旺季，但近期仍反映需求较弱，且行业库存较高，涨价困难。我们认为下半年总体盈利将略有好转，但大幅涨价可能性不大。

图 3 公司半年度毛利率



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

	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
收入 (亿元)	7.88	14.65	10.92	14.20	14.34	13.52	12.11	10.41	11.27	15.37
环比增速	-6.9%	85.9%	-25.4%	30.1%	1.0%	-5.7%	-10.5%	-14.0%	8.2%	36.4%
毛利率	34.1%	30.3%	31.9%	29.5%	31.1%	37.9%	34.6%	41.4%	32.7%	27.3%
费用率	27.6%	16.8%	21.4%	23.3%	19.6%	22.2%	25.4%	37.2%	27.9%	23.0%
净利润 (亿元)	0.47	1.33	0.97	1.65	1.38	1.48	1.09	0.66	0.40	0.61
环比增速	-122.9%	180.3%	-27.0%	69.9%	-16.7%	7.4%	-26.2%	-39.2%	-40.1%	53.2%
净利率	6.0%	9.1%	8.9%	11.6%	9.6%	10.9%	9.0%	6.4%	3.5%	4.0%

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。

三、公司未来将重视结构调整与向下游复材发展

公司主营业务是玻纤纱及制品为主，目前产能为93.5万吨。在收入与营业利润中，玻纤及制品占比达到98.1%与94.5%，预计该状况将持续。

未来公司将通过产品升级调整产品结构，预计高端玻纤纱及制品的占比将逐步提升，从而保证公司较高的盈利水平。另一方面，公司近两年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，值得关注。

图 4 公司历年收入占比

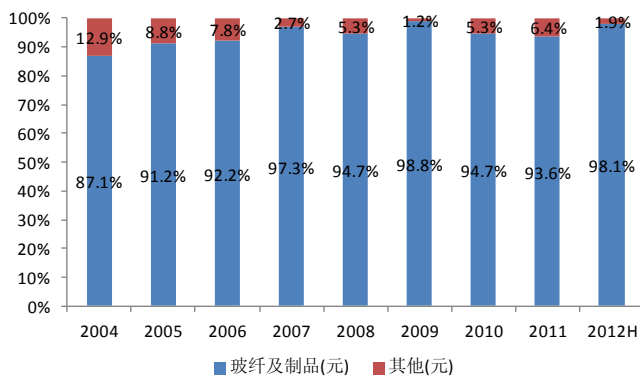
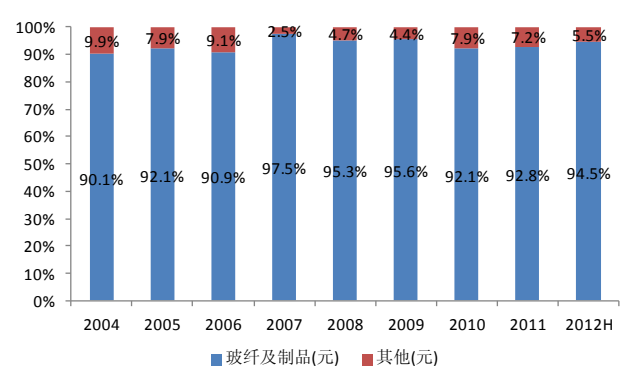


图 5 公司历年营业利润占比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司目前产能表

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
	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
	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、公司经营情况

2012上半年公司存货周转率与应收帐款率分别为1.2与2.0。上半年经营性现金流为4.8亿元，而同期资本性支出为3.9亿元，说明现金流充沛，也说明公司扩张速

度明显放缓。

值得注意的是，公司负债率在年初基础上进一步上升至79.7%，这也是公司财务费用率高企的原因，财务风险需关注。

表 3 公司季度经营情况

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年H
营运能力								
存货周转率(次)		5.2	7.6	4.6	3.0	3.2	2.4	1.2
应收账款周转率(次)		4.8	6.6	5.7	3.1	4.2	4.3	2.0
资金状况								
资产负债率(%)	67.5	72.2	67.4	73.7	81.1	80.6	78.1	79.7
经营活动现金流(亿元)	1.2	3.2	6.0	-4.6	-1.3	7.8	12.7	4.8
增长率(%)		169.3	87.0	(175.6)	-72.3	-718.9	62.2	-62.4
资本性支出								
资本性支出(亿元)	5.5	13.4	12.9	28.4	13.2	4.2	15.3	3.9
增长率(%)		144.0	-3.9	120.7	(53.5)	(68.2)	264.7	(74.6)

资料来源：公司公告、中投证券研究所

五、盈利预测

由于国内外经济发展放缓，必然影响玻纤的需求，进而影响价格变动幅度。虽然我们认为下半年国内经济环境将有所放松，但出口仍然具有较大不确定性。预计玻纤价格难以大幅度回升。

表 4 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	3,471.68	3,811.50	4,073.76
毛利率(%)	29.69%	34.49%	28.50%	30.00%	31.00%
其它					
营业收入(百万元)	245.68	314.55	300.00	400.00	500.00
营业成本(百万元)	133.66	192.53	180.00	244.00	305.00
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	5,450.87	6,134.93	6,683.04
合计营业成本（百万元）	3,240.09	3,193.62	3,846.58	4,245.25	4,561.02
毛利率（%）	30.53%	34.77%	29.43%	30.80%	31.75%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

六、投资建议：推荐

考虑到今年玻纤行业盈利下滑，我们预计公司 12-14 年 EPS 为 0.35 元、0.5 元与 0.64 元，推荐评级。

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	4833	6489	8391	10371
现金	1458	3106	4616	6456
应收账款	1214	1271	1431	1524
其他应收款	90	96	108	118
预付账款	59	68	76	81
存货	1514	1456	1608	1591
其他流动资产	498	491	552	601
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	17260	18976	20900
流动负债	8055	8635	9305	9966
短期借款	5839	5800	6500	7000
应付账款	518	1100	1036	1177
其他流动负债	1699	1735	1769	1790
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	13534	14804	16165
少数股东权益	42	44	49	56
股本	582	873	873	873
资本公积	1651	1360	1360	1360
留存收益	1228	1450	1890	2446
归属母公司股东权益	3449	3682	4123	4678
负债和股东权益	15948	17260	18976	20900

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1271	2386	1618	2276
净利润	455	304	446	563
折旧摊销	788	895	978	1054
财务费用	643	655	665	696
投资损失	-23	-40	-50	-60
营运资金变动	-607	594	-436	11
其他经营现金流	14	-22	14	12
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	-262	640	504
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	-660	-696
现金净增加额	-285	1648	1510	1839

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
营业收入	5038	5451	6135	6683
营业成本	3230	3847	4245	4561
营业税金及附加	44	46	55	59
营业费用	161	163	193	211
管理费用	472	486	552	601
财务费用	643	655	665	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
营业利润	490	279	456	593
营业外收入	72	90	98	105
营业外支出	11	12	17	20
利润总额	551	357	537	678
所得税	96	54	91	115
净利润	455	304	446	563
少数股东损益	163	2	5	7
归属母公司净利润	292	302	441	556
EBITDA	1921	1829	2100	2344
EPS (元)	0.50	0.35	0.50	0.64

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	5.7%	8.2%	12.5%	8.9%
营业利润	5.5%	-43.0%	63.4%	30.1%
归属于母公司净利润	41.9%	3.3%	45.9%	26.1%
获利能力				
毛利率	35.9%	29.4%	30.8%	31.8%
净利率	5.8%	5.5%	7.2%	8.3%
ROE	8.5%	8.2%	10.7%	11.9%
ROIC	7.1%	6.5%	7.4%	8.6%
偿债能力				
资产负债率	78.1%	78.4%	78.0%	77.3%
净负债比率	90.63	86.91%	88.23	88.23%
流动比率	0.60	0.75	0.90	1.04
速动比率	0.41	0.58	0.73	0.88
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.33	0.34	0.34
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	2.83	4.76	3.98	4.12
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.35	0.50	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	2.73	1.85	2.61
每股净资产(最新摊薄)	3.95	4.22	4.72	5.36
估值比率				
P/E	25.97	25.15	17.23	13.66
P/B	2.20	2.06	1.84	1.62
EV/EBITDA	9	9	8	7

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
2012-06-29	中国玻纤 - 向上游拓展, 收购增厚业绩
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

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