

中国玻纤 (600176.SH) 其它非金属行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

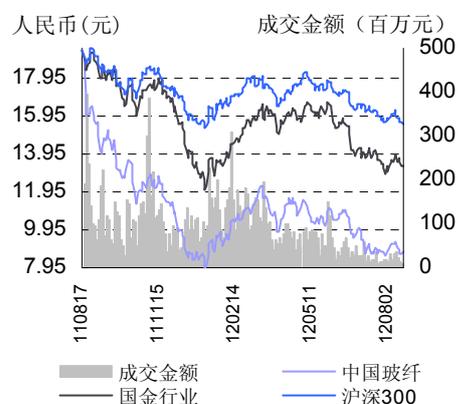
市价(人民币): 8.82元

中国玻纤 2012 年中期业绩点评

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	641.09
总市值(百万元)	76.97
年内股价最高最低(元)	19.01/7.95
沪深 300 指数	2313.48
上证指数	2114.89



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.482	0.502	0.476	0.664	0.823
每股净资产(元)	3.33	5.93	6.66	7.66	8.89
每股经营性现金流(元)	1.83	2.18	2.41	1.80	1.92
市盈率(倍)	52.71	25.83	18.29	13.09	10.57
行业优化市盈率(倍)	72.06	20.11	29.56	29.56	29.56
净利润增长率(%)	N/A	41.92%	42.02%	39.66%	23.85%
净资产收益率(%)	14.48%	8.48%	10.71%	13.01%	13.88%
总股本(百万股)	427.39	581.75	872.63	872.63	872.63

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 中国玻纤于 8 月 17 日发布中期业绩, 上半年实现收入 26.64 亿, 同比下降 4.4%, 归属于母公司的净利润为 1.02 亿, 同比下降 21.5%。以期末股本计算的 EPS 为 0.12 元/股。

经营分析

- 量价齐跌, 2 季度环比回升:** 预计公司上半年销售玻纤纱接近 40 万吨, 与去年同期略少。受到去年 4 季度以来低迷景气的影响, 价格同比有所下滑, 预计上半年吨毛利为 1880 元/吨左右, 同比下降 180 元/吨。从单季度来看, 2 季度玻纤均价环比有所提升, 收入和净利润环比 1 季度均有提升。
- 玻纤行业景气已至底部:** 从上半年的基本面表现来看, 玻纤是存在一定比较优势的, 价格止跌并出现缓慢上涨的特点(强于其他大部分周期性行业)。但由于全球经济复苏的曲折进程, 我们认为玻纤景气或将呈现缓慢复苏的态势, 各企业目前库存和发货状况要明显好于上轮金融危机时的情况, 企业行为也将对玻纤景气的复苏速度起到重要作用。
- 收购关联企业:** 公司以 7.4 亿现金收购两家上游关联企业桐乡金石和桐乡磊石 75% 的股权, 减少对关联交易, 进一步完善产业链, 增厚巨石集团的业绩。

投资建议

- 公司是玻纤行业的世界级龙头企业, 拥有 93 万吨产能和 8 万吨在建产能, 是玻纤景气见底复苏受益的品种。收购两家上游关联公司也将进一步增强投资者对今明两年业绩承诺的信心。
- 我们结合公司的业绩承诺, 预计 2012~2014 年 EPS 分别为 0.48、0.66、0.82 元/股, 给予“增持”评级。由于从供需角度来看, 玻纤价格上涨幅度不能寄予很高预期, 我们需要跟踪公司对完成业绩承诺所做的努力。

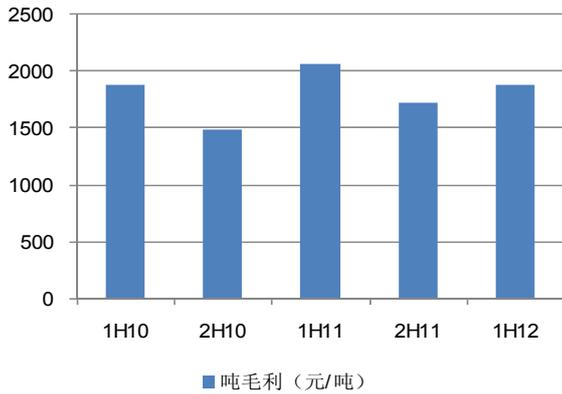
黄诗涛 分析师 SAC 执业编号: S1130512080004
(8621)61357457
huangst@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

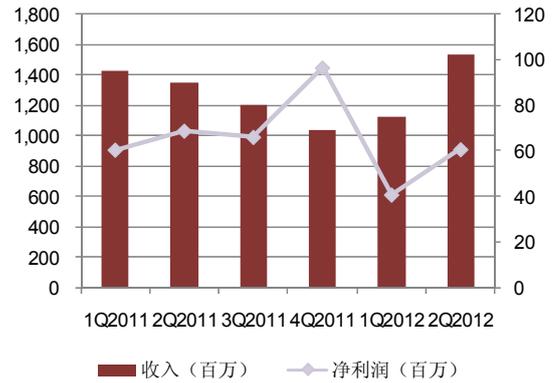
量价齐跌，2 季度环比 1 季度出现回升

- 预计公司上半年销售玻纤纱接近 40 万吨，与去年上半年略少。受到去年 4 季度以来低迷景气的影响，价格同比有所下滑，预计上半年吨毛利为 1880 元/吨左右，同比下降 180 元/吨。
- 从单季度来看，2 季度玻纤均价有一定涨幅，因此收入和净利润环比 1 季度均有提升。

图表 1：吨毛利（元/吨）



图表 2：单季度收入、净利润

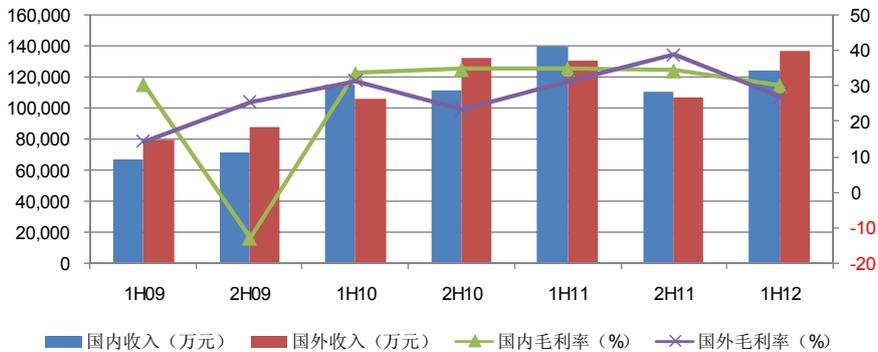


来源：国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

- 分地区来看，国外收入 13.7 亿元，同比环比均有增长，预计主要是对北美地区增长较多，且北美是对公司涨价政策执行得较好的区域。国内收入 12.4 亿元，环比有所增长。

图表 3：分地区收入及毛利率

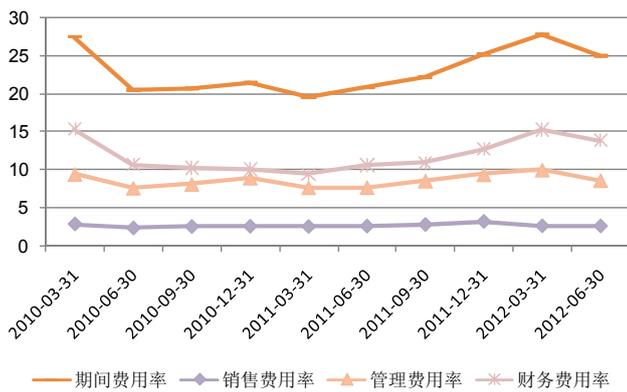


来源：公司公告、国金证券研究所

财务费用率仍然较高

- 上半年公司期间费用率为 25%，较上年增长 4 个百分点，主要来自于财务费用率和管理费用率的上升。上半年财务费用率为 13.9%，同比增长 3 个百分点，管理费用率为 8.6%，同比增长 1 个百分点。
- 上半年营业外收入有所增长，主要来自于固定资产处置和政府补贴。

图表 4：期间费用率



来源：公司公告、国金证券研究所

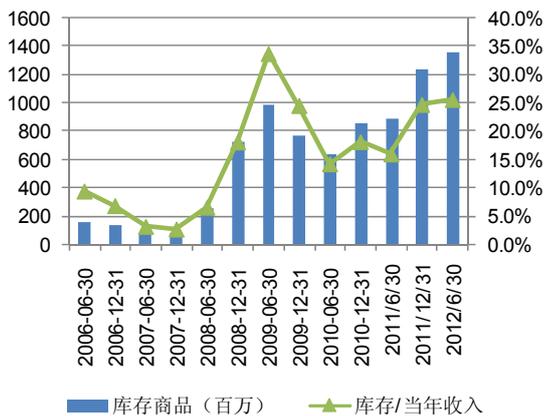
图表 5：营业外收支

	2010年报	2011中报	2011年报	2012中报
营业外收入合计(万元)	5377	1304	7190	3930
营业外支出合计(万元)	965	506	1055	225
非流动资产处置利得合计(万元)	1625	107	296	1559
非流动资产处置损失合计(万元)	686	381	544	214
政府补助(万元)	3423	831	6454	2180

来源：公司公告、国金证券研究所

- 库存商品余额为 13.6 亿，较去年底有所增长，但和 09 年相比，仍处于中等水平。应收账款余额为 15.4 亿，略有增长，但仍处合理水平。
- 现金流状况良好，经营性净现金流 4.8 亿，较去年同期增长 28.2%。

图表 6：库存商品



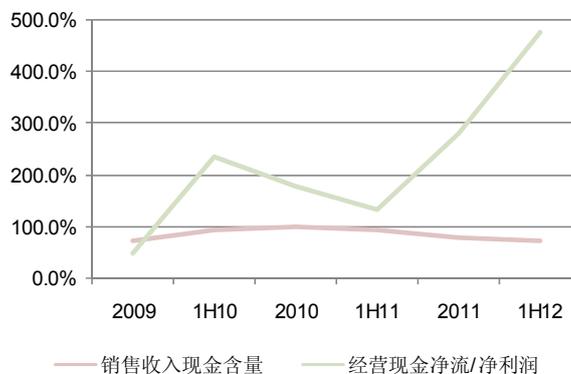
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 7：应收账款周转天数



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 8：经营性现金流指标

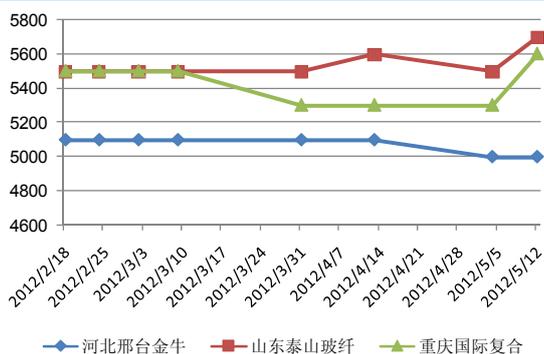


来源：公司公告、国金证券研究所

玻纤行业景气已出底部，呈现缓慢回升特征

- 从行业本身的表现来看，本轮行业调整中玻纤价格和产销量受到的影响较08年金融危机小得多。受益于电子市场、美国建筑市场和国内基建复工，近期玻纤行业出现了回暖的迹象，典型企业月销量回升，巨石、泰山玻纤、PPG等玻纤主导企业开始酝酿提价——这个特征显著区别于其他周期性行业。
- 中期趋势上，供给面压力不大，根据可获得资料统计，今明两年预计新增玻纤产能约50万吨，增速分别为5%左右。
- 由于全球经济复苏的曲折进程，我们认为玻纤景气或将呈现缓慢复苏的态势。

图表 9：典型企业无碱 2400 号缠绕纱出厂价（元/吨）



来源：卓创资讯、国金证券研究所

图表 10：今明两年全球玻纤产能预测



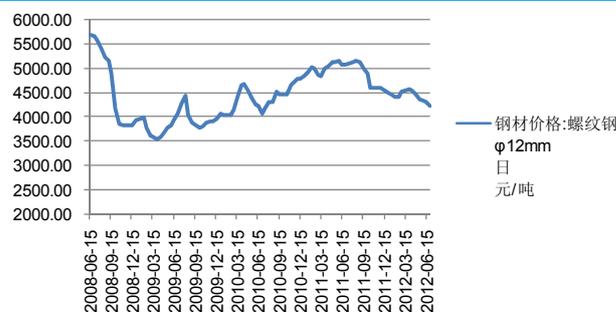
来源：公开信息、国金证券研究所

图表 11：案例：水泥价格走势



来源：国金证券研究所

图表 12：案例：钢材价格走势



来源：WIND、国金证券研究所

收购关联企业

- 公司以 7.4 亿现金收购两家上游关联企业桐乡金石和桐乡磊石 75% 的股权，减少对关联交易，进一步完善产业链，增厚巨石集团的业绩。我们认为，公司未来将努力拓展收入来源，尽力实现业绩承诺。

投资建议

- 公司是玻纤行业的世界级龙头企业，拥有 93 万吨产能和 8 万吨在建产能，是玻纤景气见底复苏受益的品种。收购两家上游关联公司也将进一步增强投资者对今明两年业绩承诺的信心。
- 我们结合公司的业绩承诺，预计 2012~2014 年 EPS 分别为 0.48、0.66、0.82 元/股，给予“增持”评级。由于从供需角度来看，玻纤价格上涨幅度不能寄予很高预期，我们需要跟踪公司对完成业绩承诺所做的努力。

图表 13 : 2012 年 EPS 敏感性分析

	单价(元/吨)					
	0.476	5700	6000	6300	6600	6900
毛利率	28%	0.298	0.334	0.369	0.404	0.439
	29%	0.347	0.384	0.422	0.460	0.498
	30%	0.395	0.435	0.476	0.516	0.557
	31%	0.443	0.486	0.529	0.572	0.615
	32%	0.492	0.537	0.583	0.628	0.674

来源: 国金证券研究所

图表 14 : 敏感性分析对应吨毛利(元/吨)

	单价(元/吨)					
		5700	6000	6300	6600	6900
毛利率	28%	1596	1680	1764	1848	1932
	29%	1653	1740	1827	1914	2001
	30%	1710	1800	1890	1980	2070
	31%	1767	1860	1953	2046	2139
	32%	1824	1920	2016	2112	2208

来源: 国金证券研究所

附录: 三张报表预测摘要

损益表(人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	3,171	4,765	5,038	5,455	5,910	6,750
增长率		50.3%	5.7%	8.3%	8.3%	14.2%
主营业务成本	-2,706	-3,285	-3,230	-3,763	-3,939	-4,444
%销售收入	85.3%	68.9%	64.1%	69.0%	66.6%	65.8%
毛利	465	1,480	1,808	1,692	1,971	2,306
%销售收入	14.7%	31.1%	35.9%	31.0%	33.4%	34.2%
营业税金及附加	-8	-17	-44	-47	-51	-59
%销售收入	0.2%	0.4%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-81	-121	-161	-142	-154	-176
%销售收入	2.6%	2.5%	3.2%	2.6%	2.6%	2.6%
管理费用	-315	-425	-472	-469	-508	-581
%销售收入	9.9%	8.9%	9.4%	8.6%	8.6%	8.6%
息税前利润(EBIT)	61	916	1,131	1,034	1,258	1,491
%销售收入	1.9%	19.2%	22.5%	18.9%	21.3%	22.1%
财务费用	-474	-481	-643	-585	-618	-678
%销售收入	14.9%	10.1%	12.8%	10.7%	10.5%	10.0%
资产减值损失	-26	-24	-22	0	2	-8
公允价值变动收益	12	0	0	0	0	0
投资收益	27	53	23	0	0	0
%税前利润	-9.1%	10.4%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-399	464	490	448	642	805
营业利润率	n.a	9.7%	9.7%	8.2%	10.9%	11.9%
营业外收支	99	44	61	40	40	40
税前利润	-300	508	551	488	682	845
利润率	n.a	10.7%	10.9%	9.0%	11.5%	12.5%
所得税	34	-65	-96	-73	-102	-127
所得税率	n.a	12.8%	17.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	-266	443	455	415	580	718
少数股东损益	-112	237	163	0	0	0
归属于母公司的净利润	-155	206	292	415	580	718
净利率	n.a	4.3%	5.8%	7.6%	9.8%	10.6%

资产负债表(人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,896	1,607	1,458	1,700	1,700	1,800
应收款项	1,477	1,687	1,803	1,927	2,095	2,393
存货	911	1,129	1,514	1,546	1,619	1,826
其他流动资产	282	175	59	77	81	91
流动资产	4,566	4,598	4,833	5,251	5,495	6,110
%总资产	33.3%	29.4%	30.3%	30.9%	32.9%	35.7%
长期投资	197	128	99	100	99	99
固定资产	8,654	10,599	10,627	11,189	10,626	10,431
%总资产	63.1%	67.8%	66.6%	65.8%	63.7%	61.0%
无形资产	235	266	363	457	459	462
非流动资产	9,142	11,040	11,115	11,749	11,187	10,994
%总资产	66.7%	70.6%	69.7%	69.1%	67.1%	64.3%
资产总计	13,708	15,639	15,948	16,999	16,681	17,104
短期借款	5,542	6,557	7,128	7,246	6,263	5,738
应付款项	1,070	2,047	782	1,562	1,641	1,853
其他流动负债	156	617	145	111	118	134
流动负债	6,768	9,221	8,055	8,920	8,022	7,726
长期贷款	4,315	3,344	4,162	4,162	4,162	4,163
其他长期负债	31	33	240	0	0	0
负债	11,115	12,598	12,457	13,082	12,184	11,889
普通股股东权益	1,218	1,422	3,449	3,876	4,456	5,174
少数股东权益	1,375	1,619	42	42	42	42
负债股东权益合计	13,708	15,639	15,948	16,999	16,681	17,104

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	-0.362	0.482	0.502	0.476	0.664	0.823
每股净资产	2.850	3.328	5.928	6.662	7.659	8.893
每股经营现金净流	-0.296	1.834	2.184	2.414	1.805	1.921
每股股利	0.000	0.000	0.138	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-12.71%	14.48%	8.48%	10.71%	13.01%	13.88%
总资产收益率	-1.13%	1.32%	1.83%	2.44%	3.48%	4.20%
投入资本收益率	0.44%	6.17%	6.32%	5.73%	7.17%	8.39%
增长率						
主营业务收入增长率	-20.89%	50.27%	5.74%	8.27%	8.34%	14.21%
EBIT增长率	-93.80%	1394.78%	23.46%	-8.65%	21.72%	18.55%
净利润增长率	N/A	N/A	41.92%	42.02%	39.66%	23.85%
总资产增长率	7.11%	14.09%	1.97%	6.59%	-1.87%	2.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	123.7	91.6	88.8	90.0	90.0	90.0
存货周转天数	123.3	113.3	149.4	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	142.1	119.3	128.9	130.0	130.0	130.0
固定资产周转天数	899.5	808.2	728.7	643.7	621.1	533.2
偿债能力						
净负债/股东权益	307.01%	272.76%	281.70%	247.81%	194.00%	155.33%
EBIT利息保障倍数	0.1	1.9	1.8	1.8	2.0	2.2
资产负债率	81.08%	80.56%	78.11%	76.95%	73.04%	69.51%

现金流量表(人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	-266	443	455	415	580	718
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	679	1,038	810	546	569	611
非经营收益	435	436	612	573	582	643
营运资金变动	-974	-1,133	-607	572	-156	-295
经营活动现金净流	-127	783	1,271	2,107	1,575	1,676
资本开支	-1,311	-411	-1,533	-1,165	31	-370
投资	-39	-412	-57	-1	0	0
其他	4	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-1,346	-823	-1,590	-1,166	31	-370
股权募资	28	3	1	0	0	0
债权募资	2,618	269	818	-122	-983	-524
其他	-555	-734	-785	-577	-622	-683
筹资活动现金净流	2,091	-461	34	-698	-1,606	-1,206
现金净流量	618	-501	-285	242	0	100

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	4	6	9	20
增持	1	1	3	3	11
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.22	1.28	1.27	1.34

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B