国金证券 SINOLINK SECURITIES

中国玻纤 (600176.SH)　其它非金属行业

评级：增持　维持评级　　**公司研究简报**

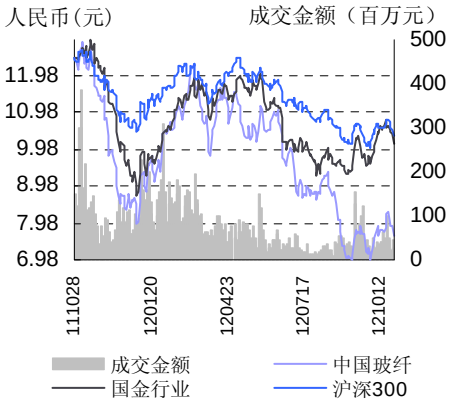
市价（人民币）：7.63 元

冷修或带来供给减量

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)	66.58
年内股价最高最低(元)	12.88/6.98
沪深 300 指数	2247.91
上证指数	2066.21



相关报告

1.《中国玻纤 2012 年中期业绩点评》，2012.8.19

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	16.56	11.86	9.58
行业优化市盈率(倍)	72.06	20.11	32.86	32.86	32.86
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 2012 年 10 月 26 日公布 3 季度业绩，1~9 月实现收入 40.7 亿，同比增长 1.92%；归属于母公司的净利润为 1.84 亿，下降 6%；以期末股本计算的 EPS 为 0.211 元/股。
- 公司同时公告了 6 万吨池窑冷修计划和美国 10 万吨池窑建设计划。

经营分析

- **Q3 毛利率同比负增长，但环比明显改善**：Q3 单季度毛利率 33.6%，同比略有下滑，但环比 Q2 毛利率 27.3%明显回升，结合预计的销量判断，前 3 季度吨产品毛利下降了 100 元/吨左右，为 2030 元/吨左右，吨净利下降了 300 元/吨，约为 300 元/吨。环比改善的主要原因在于收购关联公司提升了毛利率水平，而景气方面的变化基本稳定。
- **期间费用有所增加**，三项费用率为 25.1%，同比上升了 3 个百分点，主要因为公司借款增加，财务费用率增加了 2.7 个百分点。
- **国际化步伐加快**，继埃及项目之后，公司再度在海外投资建线，将进一步完善公司全球产业布局，有效规避国际贸易保护主义威胁，并可充分利用国外资源，增强竞争力，提高国际影响力。

投资建议

- **玻纤行业明年可能是少数供给侧存在减量的周期性行业**，全球大约有 20 多座窑将处于冷修阶段（其中含中国 16 座窑），影响供给量大约 15～20 万吨，另外，明年可能淘汰的坩埚等落后产能大约 15～20 万吨。而从需求来看，玻纤行业是少数能看到长期有增量的建材行业。
- **目前时点行业库存处于“双降”状态**：一方面客户的库存量由 2012 年结转到 2013 年的库存量基本没有（由于它对市场把握不准，没有放什么库存）。而生产厂商的情况来看，12 年普遍来说库存比 11 年下降（**巨石由于品种多，客户全球化等特征，库存变化不明显**）。
- 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。建议投资者从明年的供给角度慢慢布局。

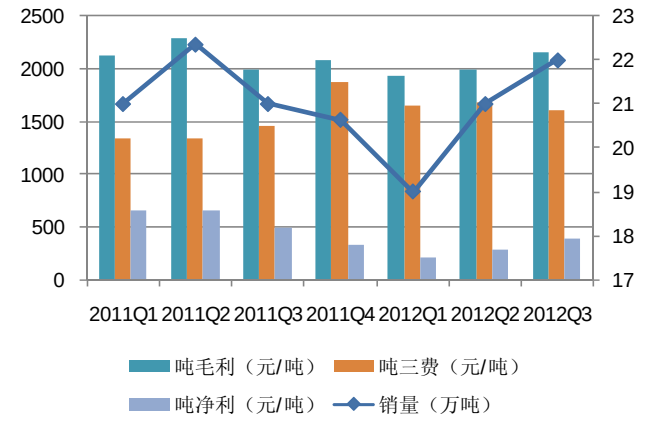
黄诗涛　分析师 SAC 执业编号：S1130512080004
(8621)61357457
huangst@gjzq.com.cn
贺国文　分析师 SAC 执业编号：S1130512040001
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

敬请参阅最后一页特别声明

Q3 毛利率环比明显改善

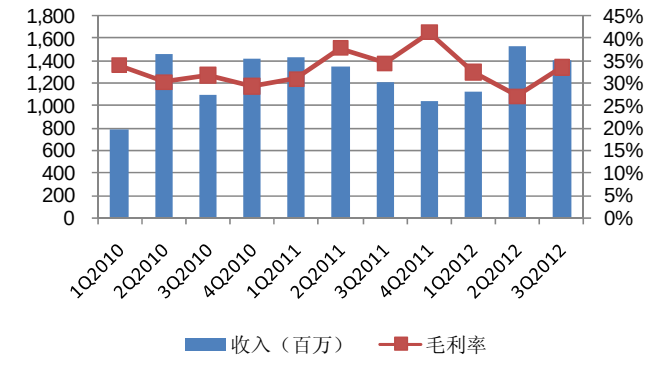
- Q3 单季度毛利率 33.6%，同比略有下滑，但环比 Q2 毛利率 27.3%明显回升，结合预计的销量判断，前 3 季度吨产品毛利下降了 100 元/吨左右，为 2030 元/吨左右，吨净利下降了 300 元/吨，约为 300 元/吨。环比改善的主要原因在于收购关联公司提升了毛利率水平，而景气方面的变化基本稳定。

图表 1 ： 销量及吨毛利测算（元/吨）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2 ： 单季度收入及毛利率

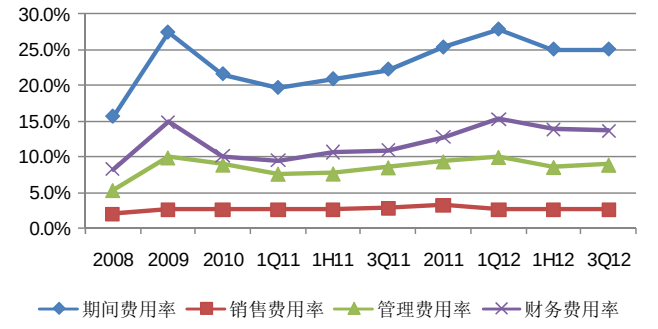


来源：公司公告、国金证券研究所

期间费用有所增加

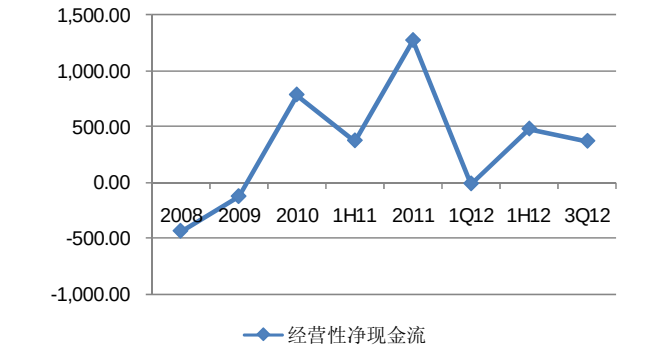
- 三项费用率为 25.1%，同比上升了 3 个百分点，主要因为公司借款增加，财务费用率增加了 2.7 个百分点。
- 经营性净现金流为 3.7 亿，较年中略有下滑。

图表 3 ： 期间费用率



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 4 ： 经营性净现金流



来源：公司公告、国金证券研究所

收购关联企业，增厚业绩

- 公司以 7.4 亿现金收购了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。

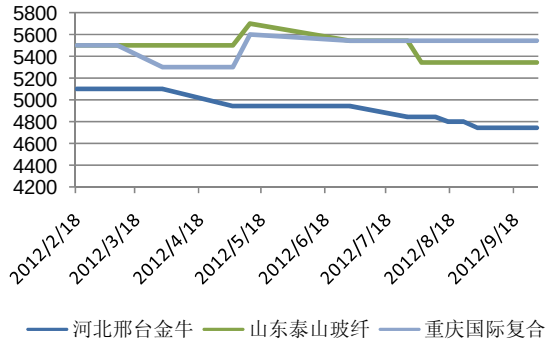
国际化步伐加快

- 继埃及项目之后，公司再度在海外投资建线，将进一步完善公司全球产业布局，有效规避国际贸易保护主义威胁，并可充分利用国外资源，增强竞争力，提高国际影响力。

玻纤纱景气低位走稳，明年可能是少数供给侧存在减量的周期性行业

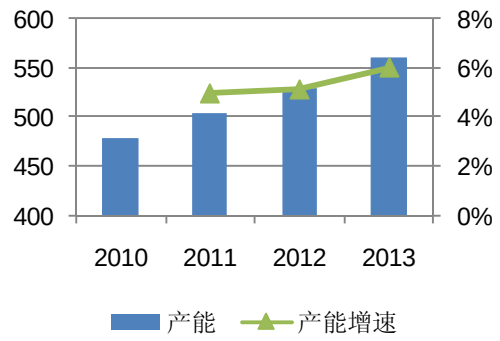
- 2 季度以来在行业的努力下，产量得到控制，价格低位走稳，下跌空间有限。
- 中期趋势上，供给面压力不大，根据可获得资料统计，今明两年预计新增玻纤产能约 50 万吨，增速分别为 5%左右。但明年全球大约有 20 多座窑将冷修（其中含中国 16 座窑），影响供给量大约 15～20 万吨，另外，明年可能淘汰的坩埚等落后产能大约 15～20 万吨。

图表 5 ： 典型企业无碱 2400 号缠绕纱出厂价（元/吨）



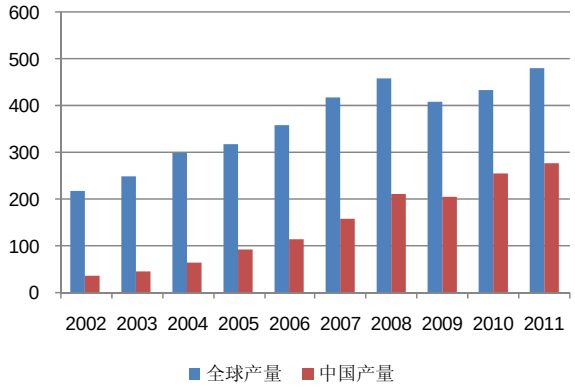
来源：卓创资讯、国金证券研究所

图表 6 ： 今明两年全球玻纤产能预测



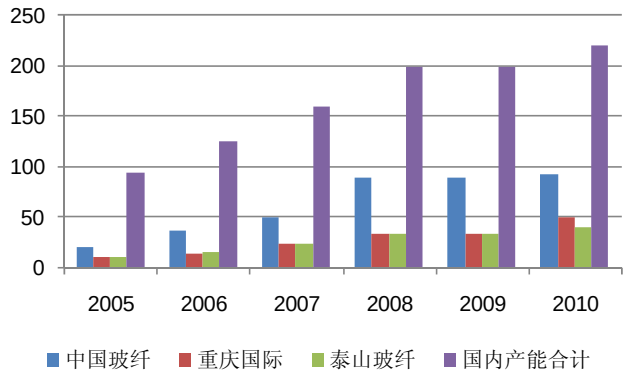
来源：公开信息、国金证券研究所

图表 7 ： 全球及中国玻纤产量（万吨）



来源：公开信息、国金证券研究所

图表 8 ： 国内玻纤池窑产能变化（万吨）



来源：公开信息、国金证券研究所

投资建议

- 玻纤行业明年可能是少数供给侧存在减量的周期性行业，全球大约有 20 多座窑将处于冷修阶段（其中含中国 16 座窑），影响供给量大约 15～20 万吨，另外，明年可能淘汰的坩埚等落后产能大约 15～20 万吨。而从需求来看，玻纤行业是少数能看到长期有增量的建材行业。
- 目前时点行业库存处于“双降”状态：一方面客户的库存量由 2012 年结转到 2013 年的库存量基本没有（由于它对市场把握不准，没有放什么库存）。而生产厂商的情况来看，12 年普遍来说库存比 11 年下降（巨石由于品种多，客户全球化等特征，库存变化不明显）。
- 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。建议投资者从明年的供给角度慢慢布局。

图表 9 ：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 10 ：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	**-155**	**206**	**292**	**415**	**580**	**718**
净利率	*n.a*	*4.3%*	*5.8%*	*7.6%*	*9.8%*	*10.6%*

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**

来源：公司年报、国金证券研究所

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%

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	2	2	2	6	11
增持	3	3	3	8	11
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.60**	**1.60**	**1.60**	**1.63**	**1.60**

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

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-08-19	增持	8.82	N/A

来源：国金证券研究所

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

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 5599-8803

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518026

地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B