

证券研究报告

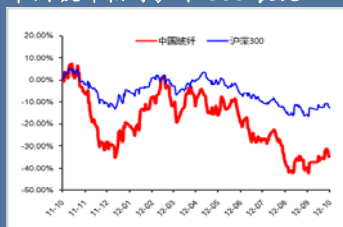
公司研究——季报点评

中国玻纤（600176.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2012.08.17

中国玻纤相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2012-10-25）

收盘价(元)	7.88
52周内股价波动区间(元)	6.87-19.87
最近一月涨跌幅(%)	12.89
总股本(亿股)	8.73
流通A股比例(%)	73.47
总市值(亿元)	68.76

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

关键鑫 行业分析师

执业编号：S1500512050001

联系电话：+86 10 63081092

邮箱：guanjianxin@cindasc.com

徐林锋 研究助理

联系电话：+86 10 63080935

邮箱：xulinfeng@cindasc.com

相关研究

《中国玻纤：玻纤龙头，等待黎明》

2012.6.18

《业绩低于预期，等待价格启动》

2012.8.17

毛利率大幅回升，业绩环比改善

2012年三季度报点评

2012年10月26日

事件：2012年10月26日中国玻纤发布三季度报，前三季度公司实现营业收入40.74亿元，同比增长1.93%；归属于上市公司股东的净利润1.84亿元，同比下降6.14%；基本每股收益0.2108元，低于我们的预期。

点评：

◆ **毛利率环比大幅提升带来业绩改善。**三季度毛利率环比大幅提升6.34个百分点，达33.62%，这是公司三季度业绩环比改善最主要的原因。毛利率的提升主要来自于公司成本的降低，中国玻纤一直是全球玻纤行业成本控制的领先者，毛利率高于行业均值10个百分点左右。目前，公司玻纤销量稳定，三季度销量为20余万吨，玻纤价格环比持平，但低于去年同期水平，这也成为拖累公司业绩的主要原因。从公司期间费用来看，财务费用仍然是最大的支出，占营业收入高达13.24%，环比小幅提升0.41个百分点，这与公司高负债率的运行模式密不可分。

◆ **加快国外生产基地布局，进一步降低成本和抢占市场。**公司埃及年产8万吨无碱玻纤项目已经开工，我们预计2013年中投入使用。埃及项目完工后，原材料和燃料都将当地取材，并且将采用集装箱物流，飘过地中海节省物流成本。公司美国10万吨碱玻璃纤维池窑拉丝生产线项目也计划于明年一季度开工，这将有利于公司进一步开拓海外市场，并能有效降低成本和规避贸易摩擦。

◆ **仍然看好玻纤的需求，等待价格回暖。**国内基础设施建设新项目持续投入，需求逐步回暖；海外市场方面，美国经济复苏相对较好；产能方面，全行业高度集中，今年全球除了长海股份新投入7万吨产能外，其他新增产能较少，产能压力得到缓解，玻纤行业寡头垄断局面将继续维持；玻纤的下游领域不断扩大，包括新能源（风能发电）、水利工程、海水淡化、造船、航空等，都有巨大的潜在市场需求。

◆ **盈利预测与投资评级：**受全球经济运行持续放缓的影响，公司前三季度玻纤价格一直处在低位，对公司业绩影响较大，因此我们下调公司2012-2014年EPS分别至0.49元（-19.67%）、0.60元（-18.92%）和0.78元（-17.02%）。鉴于公司在国内玻纤的龙头地位，我们认为给予公司2012年24倍PE估值是合理的，对应目标价格为11.76元（较上次目标价格下调18.62%），以10月25日收盘价（7.88元）对应2012年PE为16倍。对于玻纤的下游需求我们仍然看好，维持“买入”评级。

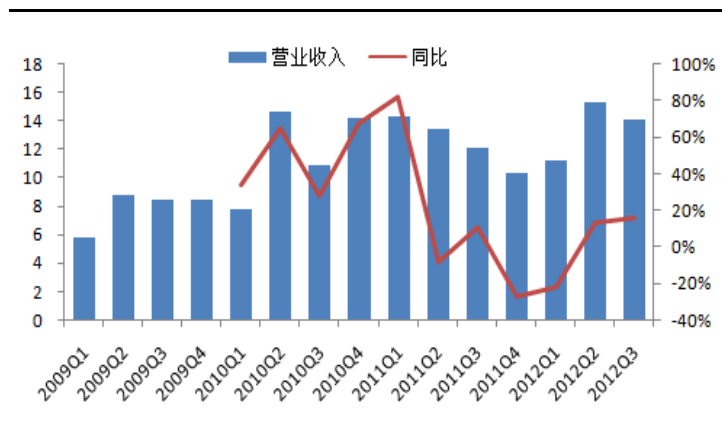
◆ **风险因素：**全球经济增长放缓风险；汇率风险；反倾销风险。

公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	4,765.02	5,038.39	5,394.67	5,997.60	6,647.34
增长率 YoY %	50.27%	5.74%	7.07%	11.18%	10.83%
净利润(百万元)	205.96	292.29	427.76	524.66	683.34
增长率 YoY%	-233.08%	41.92%	46.35%	22.65%	30.25%
毛利率%	31.05%	35.89%	33.36%	33.16%	34.04%
净资产收益率 ROE%	15.60%	12.00%	11.81%	13.12%	15.25%
每股收益 EPS(元)	0.35	0.50	0.49	0.60	0.78
市盈率 P/E(倍)	33	24	16	13	10
市净率 P/B(倍)	3.22	1.33	1.81	1.64	1.44

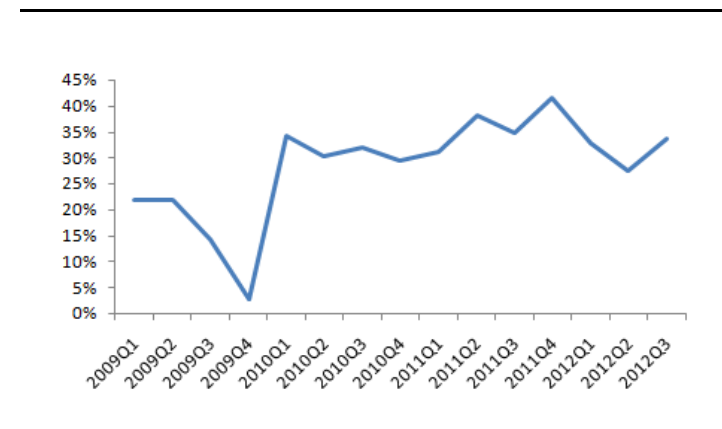
资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2012 年 10 月 25 日收盘价

图 1: 中国玻纤营业收入季度变化情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 2: 中国玻纤毛利率走势 (季度)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 1: 中国玻纤生产能力

地点	定项目及生产线名称	实际产能(吨)	投产日期	主要产品名称
巨石桐乡基地	年产四万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线扩建项目	60000	2004-9	无碱玻纤纱
	年产八万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线增资项目	100000	2006-1	无碱玻纤纱
	年产十二万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线增资项目	120000	2007-4	无碱玻纤纱
	年产十四万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线增资项目	140000	2008-2	无碱玻纤纱
	年产十四万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线增资项目	160000	2008-6	无碱玻纤纱
	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	35000	2010-6	无碱玻纤纱
巨石成都基地	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	40000	2008-1	无碱玻纤纱
	年产六万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线扩建技术改造项目	60000	2008-8	中碱玻纤纱
	年产四万吨玻璃纤维池窑生产线技术改造项目	40000	2010-3	无碱玻纤纱
	年产七万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线	70000	2010-2	无碱玻纤纱
巨石九江基地	年产八万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线	80000	2010-6	无碱玻纤纱
	年产二万吨玻璃纤维节能环保池窑拉丝生产线	20000	2010-6	无碱玻纤纱
桐乡巨石攀登	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	10000	2006-11	电子纱/ 电子布
巨石埃及	年产八万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线	80000	2013-6	无碱玻纤纱
当前产能合计		935000		

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	4,598.45	4,833.13	5,857.36	7,231.02	8,544.04
现金	1,606.91	1,457.56	2,386.72	3,377.27	4,308.55
应收账款	435.37	498.31	513.22	570.58	632.40
其它应收款	1,109.67	1,213.93	1,278.04	1,420.88	1,574.81
预付账款	174.93	58.72	128.39	143.17	156.58
存货	1,129.46	1,514.29	1,460.68	1,628.80	1,781.39
其他	142.10	90.31	90.31	90.31	90.31
非流动资产	11,040.43	11,114.57	11,203.26	10,409.76	9,826.47
长期投资	105.22	98.97	98.97	98.97	98.97
固定资产	10,549.64	10,056.94	9,357.68	9,617.98	9,039.94
无形资产	242.31	245.89	233.78	221.67	209.56
其他	143.26	712.77	1,512.83	471.14	478.00
资产总计	15,638.88	15,947.69	17,060.61	17,640.78	18,370.51
流动负债	9,221.14	8,055.42	8,809.90	8,972.38	9,121.67
短期借款	4,764.58	5,838.51	5,838.51	5,838.51	5,832.68
应付账款	1,764.12	518.05	1,253.51	1,397.79	1,528.74
其他	2,692.45	1,698.86	1,717.87	1,736.07	1,760.25
非流动负债	3,376.84	4,401.80	4,401.80	4,401.80	4,401.80
长期借款	3,344.19	4,161.85	4,161.85	4,161.85	4,161.85
其他	32.65	239.95	239.95	239.95	239.95
负债合计	12,597.98	12,457.22	13,211.69	13,374.17	13,523.46
少数股东权益	1,618.58	41.86	52.83	66.28	83.81
归属母公司股东权益	1,422.32	3,448.61	3,796.09	4,200.32	4,763.24
负债和股东权益	15638.88	15947.69	17060.61	17640.78	18370.51

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	4,765.02	5,038.39	5,394.67	5,997.60	6,647.34
同比	50.27%	5.74%	7.07%	11.18%	10.83%
归属母公司净利润	205.96	292.29	427.76	524.66	683.34
同比	-233.08%	41.92%	46.35%	22.65%	30.25%
毛利率	31.05%	35.89%	33.36%	33.16%	34.04%
ROE	15.60%	12.00%	11.81%	13.12%	15.25%
每股收益(元)	0.35	0.50	0.49	0.60	0.78
P/E	33	24	16	13	10
P/B	3.22	1.33	1.81	1.64	1.44
EV/EBITDA	6.60	8.14	9.43	8.73	7.84

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	4,765.02	5,038.39	5,394.67	5,997.60	6,647.34
营业成本	3,285.42	3,230.12	3,595.15	4,008.95	4,384.51
营业税金及附加	17.00	43.90	53.95	59.98	66.47
营业费用	121.32	160.69	188.81	209.92	232.66
管理费用	424.89	472.28	507.36	553.69	620.65
财务费用	481.47	642.98	570.89	559.96	547.06
资产减值损失	23.75	21.75	26.38	28.67	31.54
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	52.68	22.90	-4.19	-1.26	-2.39
营业利润	463.84	489.56	447.94	575.18	762.06
营业外收入	53.77	71.90	76.70	67.45	72.02
营业外支出	9.65	10.55	8.49	9.56	9.53
利润总额	507.96	550.90	516.15	633.07	824.54
所得税	65.06	95.69	77.42	94.96	123.68
净利润	442.90	455.21	438.73	538.11	700.86
少数股东损益	236.94	162.91	10.97	13.45	17.52
归属母公司净利润	205.96	292.29	427.76	524.66	683.34
EBITDA	2,011.59	1,949.79	1,926.33	2,080.78	2,317.64
EPS (摊薄)	0.48	0.50	0.49	0.60	0.78

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	783.66	1,270.76	2,505.64	1,758.89	1,963.78
净利润	442.90	455.21	438.73	538.11	700.86
折旧摊销	1,014.34	788.14	821.07	857.91	903.82
财务费用	489.29	610.75	589.11	589.80	589.28
投资损失	-1.65	-52.68	-22.90	4.19	1.26
营运资金变动	-1,133.22	-606.59	633.02	-249.29	-258.15
其它	23.03	46.14	19.53	21.10	25.58
投资活动现金流	-822.88	-1,590.18	-907.10	-58.11	-316.96
资本支出	-411.36	-1,533.20	-902.91	-56.85	-314.58
长期投资	-88.73	-53.23	-4.19	-1.26	-2.39
其他	-322.79	-3.75	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-450.31	40.63	-680.30	-720.44	-726.11
短期借款	3.14	1.33	0.00	0.00	0.00
长期借款	-230.91	118.33	0.00	0.00	-5.84
其他	526.47	643.04	680.30	720.44	720.27
现金净增加额	-500.57	-285.19	929.16	990.56	931.28

分析师简介

关健鑫，经济学硕士，证券从业 5 年，曾就职于政府部门、民族证券研究发展中心等机构，获得过 2010 年度“天眼”中国证券分析师金属与采矿行业第三名，2011 年度“天眼”中国证券分析师行业盈利预测最准确分析师第三名。目前主要负责非金属材料、建筑与工程行业研究，坚持独立、客观、有针对性的研究风格，挖掘潜在的投资价值。目前，主要覆盖公司包括围海股份、中国玻纤等。

重点覆盖公司

亚泰集团 (600881)	冀东水泥 (000401)	海螺水泥 (600585)
海螺型材 (000619)	中国玻纤 (600176)	北新建材 (000786)
围海股份 (002586)	东方园林 (002310)	江河幕墙 (601886)

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入： 股价相对强于基准 20% 以上；

增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；

持有： 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；

卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好： 行业指数超越基准；

中性： 行业指数与基准基本持平；

看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。