

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

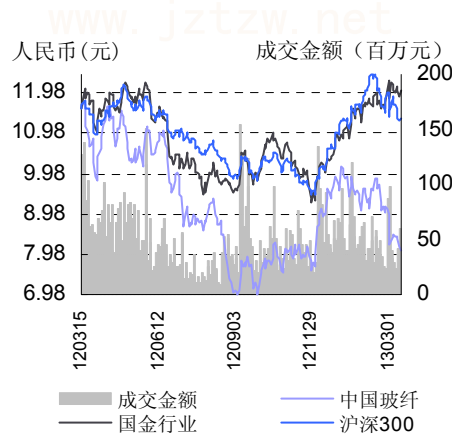
市价(人民币): 8.08元

基本面与股价均处于底部, 逐渐布局

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)	70.51
年内股价最高最低(元)	11.75/6.98
沪深300指数	2534.27
上证指数	2270.28



相关报告

1. 《冷修或带来供给减量》, 2012.10.28
2. 《中国玻纤2012年中期业绩点评》, 2012.8.19

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

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.502	0.314	0.650	0.854	1.092
每股净资产(元)	5.93	4.17	4.84	5.52	6.62
每股经营性现金流(元)	2.18	1.29	1.97	2.00	2.19
市盈率(倍)	25.83	32.30	12.42	9.46	7.40
行业优化市盈率(倍)	20.11	34.21	38.04	38.04	38.04
净利润增长率(%)	41.92%	-6.20%	107.01%	31.37%	27.76%
净资产收益率(%)	8.48%	7.54%	13.44%	15.47%	16.50%
总股本(百万股)	581.75	872.63	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3月15日公布年度业绩, 全年实现收入51亿, 同比增长1.3%; 归属于母公司的净利润为2.7亿, 同比下降6.2%; 以期末股本计算的EPS为0.31元/股。
- 公司拟以2012年底股本为基数, 每10股派1元(含税)。
- 根据此前定增的盈利承诺, 中国建材、振石集团、珍成国际、索瑞斯特按照约定共锁定4087万股以进行补偿。

经营分析

- **海外收入增长较快:** 在美国房地产回暖的带动下, 海外实现收入27.6亿, 同比增长15.9%; 国内实现收入22.5亿, 同比下降10.7%。
- **玻纤价格下跌导致毛利率下滑:** 受需求低迷和原燃料、人工成本上升的影响, 子公司巨石集团的玻纤销售均价下滑了7.7%, 毛利率下降2个百分点, 净利润同比下降24.4%。相应地, 公司全年收入仅增长1.3%, 毛利率下降2个百分点, 为33.7%。
- **期间费用有所增加:** 三项费用率为27%, 同比上升了1.7个百分点, 主要因为公司借款增加, 财务费用率增加了1.3个百分点。
- **产品高端化, 布局国际化:** 公司通过持续的技术创新, 开发新产品, 例如复合纤维、阻燃玻纤、石油高压管用纱等等, 以提高高端产品比重, 拓展盈利空间。另外, 公司在埃及、美国投资建线, 将进一步增加产能, 完善全球产业布局, 规避贸易保护。

投资建议

- 玻纤在需求上是能看到长期增长的新材料, 在供给上是今明两年少数确定性有产能减量的行业。结合经济复苏的背景, 尤其是美国房地产的持续回暖, 以及目前行业确定性处于底部(价格、库存、行业盈利水平等指标可以反应), 我们有理由期待今年的玻纤价格出现上涨。
- 公司是少数基本面和股价均处于底部的高弹性品种。结合公司的业绩承诺, 预计2013~2015年EPS分别为0.65、0.85、1.09元/股, 给予“增持”评级。建议投资者逐渐布局。

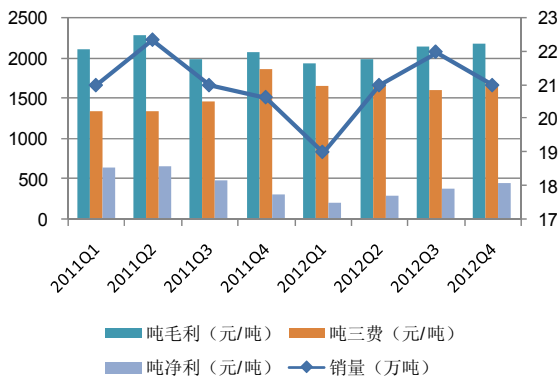
风险提示

- 涨价时点的不确定。

玻纤价格下跌导致毛利率下滑

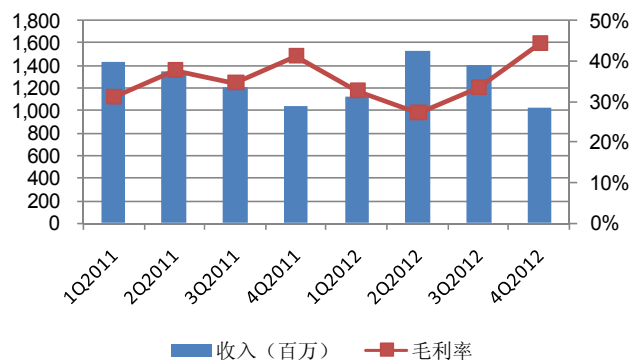
- 受需求低迷和原燃料、人工成本上升的影响，子公司巨石集团的玻纤销售均价下滑了 7.7%，毛利率下降 2 个百分点，净利润同比下降 24.4%。相应地，公司全年收入仅增长 1.3%，毛利率下降 2 个百分点，为 33.7%。4 季度单季度公司收入下降 1.2%，毛利率上升 3 个百分点，为 44.4%。

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

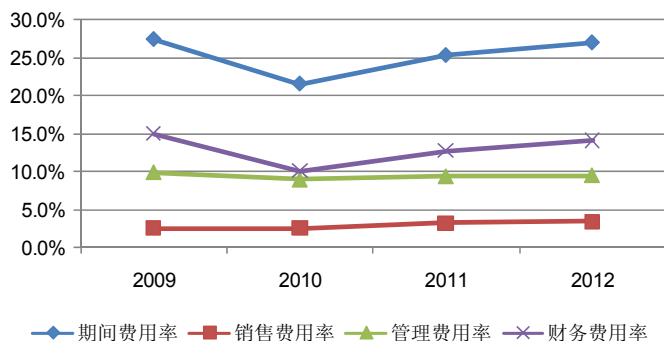


来源：公司公告、国金证券研究所

期间费用有所增加

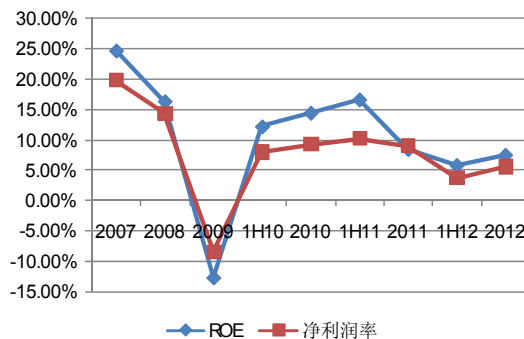
- 三项费用率为 27%，同比上升了 1.7 个百分点，主要因为公司借款增加，财务费用率增加了 1.3 个百分点。
- 受毛利率下滑和期间费用率增加的双重影响，净利率为 5.6%，同比下滑 3.5 个百分点。

图表3. 期间费用率



来源：公司公告、国金证券研究所

图表4. ROE 和净利率

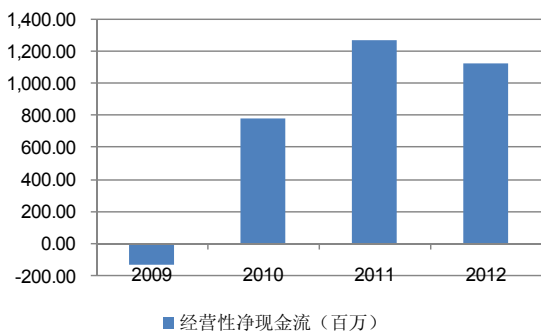


来源：公司公告、国金证券研究所

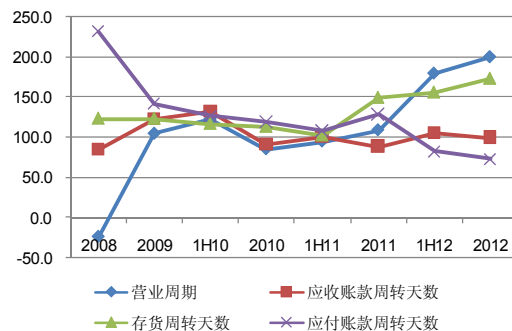
现金流保持平稳

- 经营性净现金流为 11.3 亿，同比略有下滑。

图表5. 经营性净现金流



图表6. 经营周转指标



来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

纵向收购，横向拓展海外市场

- 巨石集团收购了上游环节的桐乡金石和桐乡磊石 75% 的股权，以及湖北红嘉，有利于公司进一步完善产业链，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。
- 公司在埃及、美国投资建线，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。

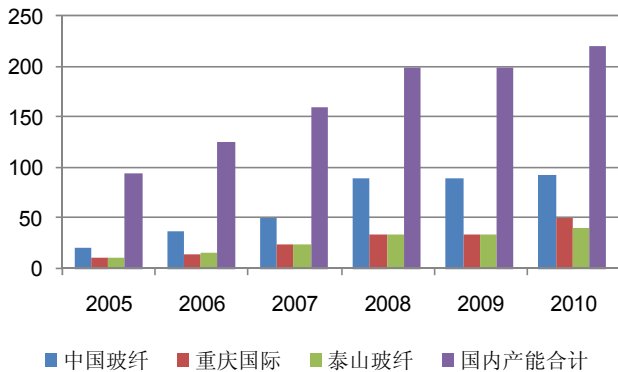
产品高端化，拓展盈利空间

- 公司通过持续的技术创新，开发新产品，例如复合纤维、阻燃玻纤、石油高压管用纱等等，以提高高端产品比重。
- 另外，公司准备扩建电子级玻纤池窑和电子级玻纤布产能，预计 2013 年 4 月投产。

两个确定性带来价格的可能上涨

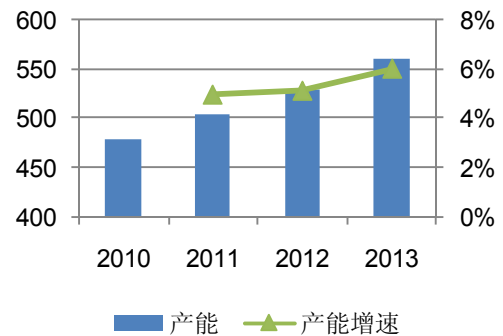
- 玻纤景气确定性处于底部，从玻纤价格、存货数据来看，2012 年 2 季度以来，玻纤价格低位走稳，经销商和客户库存处于低位。从企业盈利来看，行业陷入亏损，仅有少量优势企业获取微利。
- 冷修带来确定性的供给减量。根据可获得资料统计，2013 年全球大约有 20 多座窑将冷修（其中含中国 16 座窑），影响供给量大约 15~20 万吨，另外，2013 年可能淘汰的坩埚等落后产能大约 15~20 万吨。同时今年预计新增玻纤产能约 25 万吨，新增产能或可被冷修减量抵消。

图表7. 中国 2005~2008 年玻纤产能（万吨）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表8. 全球玻纤产能预测



来源：公开信息、国金证券研究所

投资建议

- 玻纤在需求上是能看到长期增长的新材料，在供给上是今明两年少数确定性有产能减量的行业。结合经济复苏的背景，尤其是美国房地产的回暖，以及目前行业确定性处于底部（价格、库存、行业盈利水平等指标可以反应），我们有理由期待今年的玻纤价格出现上涨
- 公司是少数基本面和股价均处于底部的高弹性品种。结合公司的业绩承诺，预计 2013~2015 年 EPS 分别为 0.65、0.85、1.09 元/股，给予“增持”评级。建议投资者逐渐布局。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	4,765	5,038	5,103	6,090	6,610	7,500	货币资金	1,607	1,458	2,121	1,700	1,700	1,800
增长率		5.7%	1.3%	19.3%	8.5%	13.5%	应收款项	1,687	1,803	2,217	2,144	2,327	2,640
主营业务成本	-3,285	-3,230	-3,385	-3,986	-4,292	-4,829	存货	1,129	1,514	1,691	1,638	1,764	1,984
%销售收入	68.9%	64.1%	66.3%	65.4%	64.9%	64.4%	其他流动资产	175	59	276	82	88	99
毛利	1,480	1,808	1,718	2,104	2,318	2,671	流动资产	4,598	4,833	6,305	5,564	5,879	6,523
%销售收入	31.1%	35.9%	33.7%	34.6%	35.1%	35.6%	%总资产	29.4%	30.3%	34.1%	28.2%	28.8%	30.5%
营业税金及附加	-17	-44	-50	-53	-58	-65	长期投资	128	99	92	93	92	92
%销售收入	0.4%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	10,599	10,627	11,275	13,772	14,138	14,436
营业费用	-121	-161	-175	-183	-198	-225	%总资产	67.8%	66.6%	60.9%	69.7%	69.2%	67.5%
%销售收入	2.5%	3.2%	3.4%	3.0%	3.0%	3.0%	无形资产	266	363	813	330	330	330
管理费用	-425	-472	-486	-579	-595	-638	非流动资产	11,040	11,115	12,207	14,197	14,561	14,860
%销售收入	8.9%	9.4%	9.5%	9.5%	9.0%	8.5%	%总资产	70.6%	69.7%	65.9%	71.8%	71.2%	69.5%
息税前利润 (EBIT)	916	1,131	1,008	1,290	1,468	1,743	资产总计	15,639	15,948	18,512	19,760	20,440	21,383
%销售收入	19.2%	22.5%	19.8%	21.2%	22.2%	23.2%	短期借款	6,557	7,128	7,088	8,449	8,391	8,138
财务费用	-481	-643	-717	-725	-739	-812	应付款项	2,047	782	1,190	1,665	1,793	2,019
%销售收入	10.1%	12.8%	14.1%	11.9%	11.2%	10.8%	其他流动负债	617	145	883	121	130	147
资产减值损失	-24	-22	-10	-6	-6	-11	流动负债	9,221	8,055	9,160	10,234	10,314	10,304
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	3,344	4,162	3,939	3,939	3,939	3,940
投资收益	53	23	21	50	60	70	其他长期负债	33	240	1,600	1,190	1,190	1,190
%税前利润	10.4%	4.2%	5.7%	7.0%	6.4%	5.9%	负债	12,598	12,457	14,700	15,363	15,444	15,434
营业利润	464	490	302	609	782	991	普通股股东权益	1,422	3,449	3,638	4,222	4,821	5,774
营业利润率	9.7%	9.7%	5.9%	10.0%	11.8%	13.2%	少数股东权益	1,619	42	175	175	175	175
营业外收支	44	61	70	100	150	200	负债股东权益合计	15,639	15,948	18,512	19,760	20,440	21,383
税前利润	508	551	372	709	932	1,191	比率分析						
利润率	10.7%	10.9%	7.3%	11.7%	14.1%	15.9%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-65	-96	-89	-142	-186	-238	每股指标						
所得税率	12.8%	17.4%	23.9%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.482	0.502	0.314	0.650	0.854	1.092
净利润	443	455	284	568	746	953	每股净资产	3.328	5.928	4.169	4.838	5.525	6.617
少数股东损益	237	163	9	0	0	0	每股经营现金净流	1.834	2.184	1.294	1.966	2.002	2.186
归属于母公司的净利润	206	292	274	568	746	953	每股股利	0.000	0.000	0.138	0.000	0.000	0.000
净利率	4.3%	5.8%	5.4%	9.3%	11.3%	12.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	14.48%	8.48%	7.54%	13.44%	15.47%	16.50%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	1.32%	1.83%	1.48%	2.87%	3.65%	4.46%
净利润	443	455	284	568	746	953	投入资本收益率	6.17%	6.32%	4.78%	5.74%	6.34%	7.26%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	1,038	810	735	519	651	723	主营业务收入增长率	50.27%	5.74%	1.28%	19.34%	8.54%	13.46%
非经营收益	436	612	671	590	534	546	EBIT增长率	#####	23.46%	-10.90%	27.97%	13.79%	18.78%
营运资金变动	-1,133	-607	-560	39	-183	-313	净利润增长率	N/A	41.92%	-6.20%	107.01%	31.37%	27.76%
经营活动现金净流	783	1,271	1,130	1,716	1,747	1,908	总资产增长率	14.09%	1.97%	16.08%	6.74%	3.44%	4.61%
资本开支	-411	-1,533	-954	-2,430	-859	-810	资产管理能力						
投资	-412	-57	-377	-1	0	0	应收账款周转天数	91.6	88.8	100.1	90.0	90.0	90.0
其他	0	0	0	50	60	70	存货周转天数	113.3	149.4	173.1	150.0	150.0	150.0
投资活动现金净流	-823	-1,590	-1,331	-2,381	-799	-740	应付账款周转天数	119.3	128.9	73.1	130.0	130.0	130.0
股权募资	3	1	2	0	-147	0	固定资产周转天数	808.2	728.7	708.4	623.4	649.8	587.2
债权募资	269	818	1,407	967	-58	-252	偿债能力						
其他	-734	-785	-535	-723	-744	-816	净负债/股东权益	272.76%	281.70%	264.78%	270.12%	236.58%	192.78%
筹资活动现金净流	-461	34	874	244	-948	-1,068	EBIT利息保障倍数	1.9	1.8	1.4	1.8	2.0	2.1
现金净流量	-501	-285	673	-421	0	100	资产负债率	80.56%	78.11%	79.40%	77.75%	75.56%	72.18%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	1	2	6
增持	0	0	2	2	19
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.67	1.57	1.76

来源：朝阳永续

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
2 2012-10-28	增持	7.63	8.00 ~ 10.00

来源：国金证券研究所

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

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作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 6793	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: 100053	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: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net