

**玻纤**

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

署名人: 王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@china-invs.cn

**中国玻纤**

**600176**

**推荐**

**需求略有增长，二季度涨价将提升盈利**

公司4月27日晚公布13年一季度业绩，收入11.66亿元，同比增3.58%；净利润为2389万元，同比降42.42%。EPS为0.0274元。

**投资要点:**

- **一季度价格低迷，利润率略有下滑。**13年初以来玻纤总体需求稳定，公司月均产量约7万吨，销量比去年同期小幅增长；但玻纤价格在12年下半年有所下滑并持续至今，导致价格同比下滑。总体毛利率为31.9%，略低于去年同期的32.7%。由于本期比去年新增金石与磊石并表，而这两者正常的毛利率高于玻纤，则实际玻纤纱毛利率低于31.9%。总体来看，主业经营相对稳定。净利润率仅2.5%，低于去年同期的3.5%，主要在于所得税1869万元，明显高于去年同期的866万元，为新增子公司所得税费用增加有关。我们认为今年总体需求将小幅增长。
- **二季度初玻纤粗纱普遍小幅提价，盈利能力将上行。**国内外经济弱复苏带动玻纤粗纱需求有所回暖，4月份国内无碱纱大部分提价200-300元/吨左右，目前来看下游接受程度尚可。根据我们测算，今年全球玻纤供给面相对持平，若经济继续弱复苏，则玻纤价格略有上涨可持续，但大幅涨价可能性小。公司总体盈利有望逐步回升。
- **公司13年销量仍有所增加，外销占比将提升。**公司计划今年销量提高至90万吨以上。从一季度来看，需求相对较好，量增实现可能性大。从各市场看，北美有望延续去年情况，成为销售的亮点。公司今年计划将外销占比从去年的42.7%升至45%，有望增加销售的稳定性与盈利能力。
- **周转率略有下滑，负债率仍高企。**存货周转率与应收账款周转率为0.46与0.76，略低于去年的0.5与0.85。经营性现金流214万元，明显少于资本支出1.7亿元，不过好于去年同期的-1226万元。负债率79.3%，维持去年水平。短期内负债率难以明显下降。
- **投资建议:**在经济弱复苏情况下，预计13年玻纤行业供需面略有改善，粗纱二季度涨价符合预期，下半年能否继续涨价要看需求情况。预计13-15年EPS为0.43元、0.57元与0.7元，推荐评级。
- **风险提示:**经济复苏差于预期，玻纤价格难以提升。

**6-12个月目标价:** 10.00元

当前股价: 8.38元

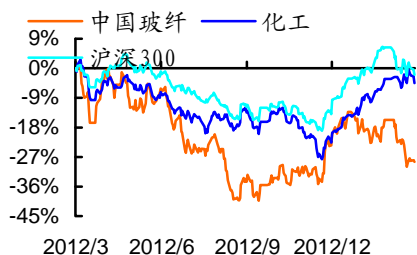
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2286.61
总股本(百万)	873
流通股本(百万)	641
流通市值(亿)	54
EPS	0.21
每股净资产(元)	4.42
资产负债率	78.0%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
中国玻纤	-15.11%	-6.69%	7.86%
化工	-1.36%	21.71%	8.40%
沪深300	-7.80%	12.69%	10.15%



**相关报告**

中国玻纤一向上游拓展，收购增厚业绩

2012-06-29

中国玻纤一、二季度需求环比上升，价格触底回升

2012-06-14

中国玻纤一行业需求低迷持续，一季度量价齐跌

2012-04-26

**主要财务指标**

单位: 百万元	2012年	2013E	2014E	2015E
营业收入	5103	5271	6025	6783
收入同比(%)	1%	3%	14%	13%
归属母公司净利润	274	373	501	615
净利润同比(%)	-6%	36%	34%	23%
毛利率(%)	33.7%	33.2%	33.7%	33.6%
ROE(%)	7.5%	9.3%	11.1%	12.0%
每股收益(元)	0.31	0.43	0.57	0.70
P/E	25.72	18.91	14.07	11.47
P/B	1.94	1.75	1.56	1.37
EV/EBITDA	10	9	8	7

资料来源: 中投证券研究所

## 一、公司经营情况

图 1 公司经营情况

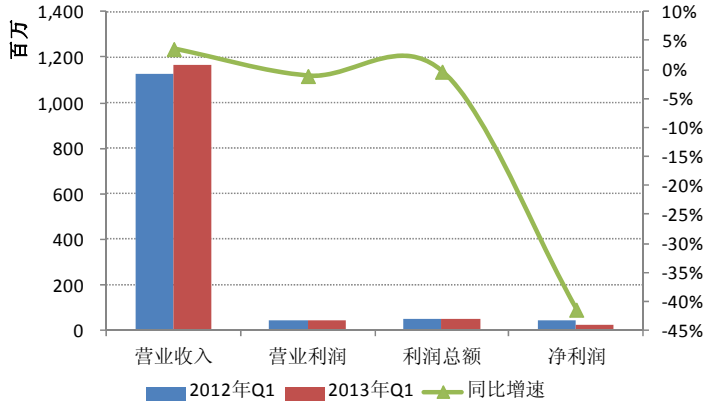
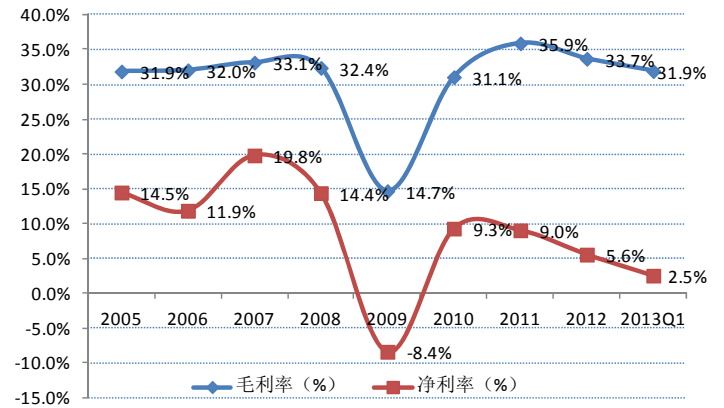


图 2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司季度经营情况

	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1
销量 (万吨)		20.50	23.00	17.00	22.00	19.00	20.00	21.00	23.00	24.00
收入 (亿元)	14.20	14.34	13.52	12.11	10.41	11.27	15.37	14.10	10.29	11.67
环比增速	30.1%	1.0%	-5.7%	-10.5%	-14.0%	8.2%	36.4%	-8.2%	-27.0%	13.4%
毛利率	29.5%	31.1%	37.9%	34.6%	41.4%	32.7%	27.3%	33.6%	44.4%	31.9%
费用率	23.3%	19.6%	22.2%	25.4%	37.2%	27.9%	23.0%	25.1%	34.7%	27.2%
净利润 (亿元)	1.65	1.38	1.48	1.09	0.66	0.40	0.61	0.86	0.97	0.29
环比增速	69.9%	-16.7%	7.4%	-26.2%	-39.2%	-40.1%	53.2%	41.9%	12.3%	-69.6%
净利率	11.6%	9.6%	10.9%	9.0%	6.4%	3.5%	4.0%	6.1%	9.4%	2.5%

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。

表 2 公司运营情况

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年Q1
<b>营运能力</b>									
存货周转率 (次)		5.2	7.6	4.6	3.0	3.2	2.4	2.1	0.5
应收账款周转率 (次)		4.8	6.6	5.7	3.1	4.2	4.3	3.8	0.8
<b>资金状况</b>									
资产负债率 (%)	67.5	72.2	67.4	73.7	81.1	80.6	78.1	79.4	79.3
经营活动现金流 (亿元)	1.2	3.2	6.0	-4.6	-1.3	7.8	12.7	11.3	0.0
增长率 (%)		169.3	87.0	(175.6)	-72.3	-718.9	62.2	-11.2	-99.8

**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	9.8	1.7
增长率(%)		144.0	-3.9	120.7	(53.5)	(68.2)	264.7	(35.9)	(82.7)

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 二、公司产能情况

**表 3 中国玻纤产能表**

地点	生产线	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	已技改投产	2013年3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
	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
	一万吨玻璃纤维电子纱生产线/年产5000万米电子布生产线		已投产	2006年11月
	年产3万吨电子纱与配套1亿米电子级玻纤布生产线		在建	2014年4月
<b>合计</b>		<b>61.5</b>		
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
<b>合计</b>		<b>17</b>		
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	技改中	2013年年底
<b>合计</b>		<b>14</b>		
<b>国内所有产能合计</b>		<b>92.5</b>		
美国	年产10万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线项目	10	在建	预计2014年投产
埃及	年产8万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线项目	8	在建	预计2013年Q3投产
<b>国内外粗纱产能合计</b>		<b>110.5</b>		

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 三、盈利预测

对于2013年，我们认为全球经济弱复苏的可能性较大。玻纤供需面略有改善，预计玻纤价格将小幅回升。

**表 4 公司盈利预测**

	2012	2013E	2014E	2015E
玻纤及制品				
产能(万吨)	93.50	93.50	101.50	111.50

销量 (万吨)	85.00	87.00	96.00	105.00
均价 (元/吨)	5,450.00	5,610.00	5,850.00	6,050.00
增速 (%)	-1.79%	2.94%	4.28%	3.42%
营业收入 (百万元)	4,632.50	4,880.70	5,616.00	6,352.50
营业成本 (百万元)	3,130.14	3,250.55	3,706.56	4,192.65
毛利率 (%)	32.43%	33.40%	34.00%	34.00%
其它				
营业收入 (百万元)	90.90	100.00	130.00	150.00
营业成本 (百万元)	75.66	80.00	104.00	120.00
毛利率 (%)	16.77%	18.00%	20.00%	20.00%
桐乡金石收入 (百万)				
桐乡金石收入 (百万)	81.84	91.86	91.08	90.00
桐乡金石成本 (百万)	45.99	51.62	51.18	54.00
桐乡金石营业利润 (百万)	35.85	40.24	39.90	36.00
毛利率 (%)	43.81%	43.81%	43.81%	40.00%
桐乡磊石收入 (百万)				
桐乡磊石收入 (百万)	213.53	198.07	187.96	190.00
桐乡磊石成本 (百万)	148.91	138.13	131.08	134.90
桐乡磊石营业利润 (百万)	64.62	59.94	56.88	55.10
毛利率 (%)	30.26%	30.26%	30.26%	29.00%
合计营业收入 (百万元)				
合计营业收入 (百万元)	5,103.08	5,270.63	6,025.04	6,782.50
合计营业成本 (百万元)				
合计营业成本 (百万元)	3,384.62	3,520.29	3,992.82	4,501.55
毛利率 (%)	33.68%	33.21%	33.73%	33.63%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

#### 四、投资建议：推荐

考虑经济逐步复苏，我们预计公司 13-15 年 EPS 为 0.43 元、0.57 元与 0.7 元，推荐评级。

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	6305	5193	6780	8920	<b>营业收入</b>	5103	5271	6025	6783
现金	2121	2000	3143	4992	营业成本	3385	3520	3993	4502
应收账款	1461	1229	1405	1546	营业税金及附加	50	52	59	66
其他应收款	127	93	106	119	营业费用	175	179	205	231
预付账款	276	63	71	80	管理费用	486	497	565	636
存货	1691	1334	1513	1571	财务费用	717	656	688	702
其他流动资产	629	474	542	610	资产减值损失	10	8	9	10
<b>非流动资产</b>	12207	11897	11674	11400	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	92	120	115	117	投资净收益	21	35	50	60
固定资产	9903	11390	11177	10901	<b>营业利润</b>	302	394	556	695
无形资产	330	330	330	330	营业外收入	72	90	100	110
其他非流动资产	1882	57	52	53	营业外支出	2	4	12	15
<b>资产总计</b>	18512	17090	18454	20320	<b>利润总额</b>	372	480	644	790
<b>流动负债</b>	9160	8200	8449	8982	所得税	89	96	129	158
短期借款	5450	5723	5800	6200	<b>净利润</b>	284	384	515	632
应付账款	838	769	911	1012	少数股东损益	9	11	14	17
其他流动负债	2872	1708	1738	1770	<b>归属母公司净利润</b>	274	373	501	615
<b>非流动负债</b>	5540	4676	5276	5976	EBITDA	1745	1935	2257	2474
长期借款	3939	4439	5039	5739	EPS (元)	0.31	0.43	0.57	0.70
其他非流动负债	1600	237	237	237					
<b>负债合计</b>	14700	12876	13725	14959	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	175	186	200	218	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
股本	873	873	873	873	<b>成长能力</b>				
资本公积	1360	1360	1360	1360	营业收入	1.3%	3.3%	14.3%	12.6%
留存收益	1422	1795	2296	2911	营业利润	-38.3%	30.4%	41.2%	25.0%
归属母公司股东权益	3638	4027	4529	5144	归属于母公司净利润	-6.2%	36.0%	34.4%	22.7%
<b>负债和股东权益</b>	18512	17090	18454	20320	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	33.7%	33.2%	33.7%	33.6%
					净利率(%)	5.4%	7.1%	8.3%	9.1%
					ROE(%)	7.5%	9.3%	11.1%	12.0%
					ROIC(%)	5.6%	6.2%	7.3%	8.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	79.4%	75.3%	74.4%	73.6%
					净负债比率(%)	75.02	89.02%	88.44	88.51%
					流动比率	0.69	0.63	0.80	0.99
					速动比率	0.50	0.47	0.62	0.82
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.30	0.30	0.34	0.35
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	4.99	4.38	4.75	4.68
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.31	0.43	0.57	0.70
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.29	2.09	2.17	2.51
					每股净资产(最新摊薄)	4.17	4.62	5.19	5.89
					<b>估值比率</b>				
					P/E	25.72	18.91	14.07	11.47
					P/B	1.94	1.75	1.56	1.37
					EV/EBITDA	10	9	8	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
2012-03-14	中国玻纤—12 年盈利低位，13 年有望小幅上行
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,中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。

## 免责声明

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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

## 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	北京市	上海市
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434