

# 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

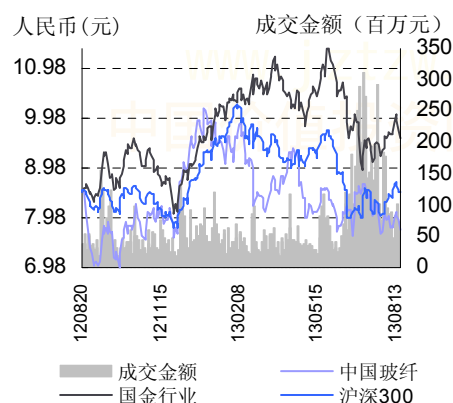
市价(人民币): 7.73元

## 逐步布局的高弹性品种

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)	67.45
年内股价最高最低(元)	10.15/6.98
沪深300指数	2304.14
上证指数	2068.45



### 相关报告

- 《基本面与股价均处于底部, 逐渐布局》, 2013.3.15
- 《冷修或带来供给减量》, 2012.10.28
- 《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	0.371	0.451	0.581
每股净资产(元)	5.93	4.17	4.56	5.01	5.59
每股经营性现金流(元)	2.18	1.29	1.93	1.79	2.02
市盈率(倍)	25.83	32.30	21.77	17.90	13.90
行业优化市盈率(倍)	20.11	34.21	35.65	35.65	35.65
净利润增长率(%)	41.92%	-6.20%	18.14%	21.58%	28.77%
净资产收益率(%)	8.48%	7.54%	8.14%	9.01%	10.39%
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8月19日公布上半年业绩, 上半年实现收入25.8亿, 同比下降3.3%; 归属于母公司的净利润为8136万, 同比下降19.9%; 以期末股本计算的EPS为0.09元/股。
- 公司拟以2.5亿现金收购双星公司持有的金石和磊石25%股权。

### 经营分析

- 上半年量升价跌:** 在全球经济缓慢复苏的带动下, 公司上半年销量预计略有增长。但2012年下半年玻纤价格出现下跌并延续至今, 导致上半年收入未能同步放大。受益于金石、磊石并表, 上半年综合毛利率为31.6%, 同比上升约2个百分点。
- 期间费用率保持稳定:** 期间费用率为25%, 同比持平, 其中管理费用率同比上升0.5个百分点, 为9.1%, 财务费用率得到有效控制, 同比下降了0.8个百分点, 为13.1%。
- 金石磊石提供较大业绩贡献:** 上半年金石、磊石合计净利润为4925万。若扣除这两家公司并表的影响, 上半年综合毛利率同比略有下降, 归属于母公司的净利润为4442万。
- 纵向收购, 横向扩张:** 公司拟收购金石、磊石25%股权, 金石、磊石公司盈利能力较强而且较稳定, 本次收购将为2013年业绩提供额外增量。同时, 本次收购说明, 公司为完成业绩承诺不断做出努力。另外, 公司准备扩建电子级玻纤池窑和1亿米电子级玻纤布产能。

### 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。结合海外复苏, 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), 玻纤价格上涨具有比较强的基础。
- 公司是少数基本面和股价均处于底部的高弹性品种。我们认为公司为了完成业绩承诺将作不断的努力, 预计2013~2015年EPS分别为0.37、0.45、0.58元/股, 给予“增持”评级。建议投资者逐渐布局。

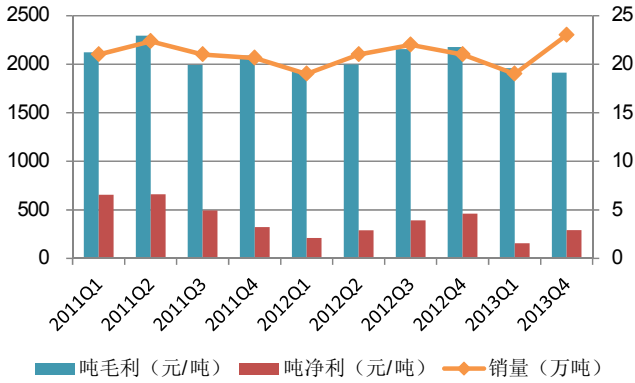
### 风险提示

- 涨价时点的不确定。

### 上半年量升价跌

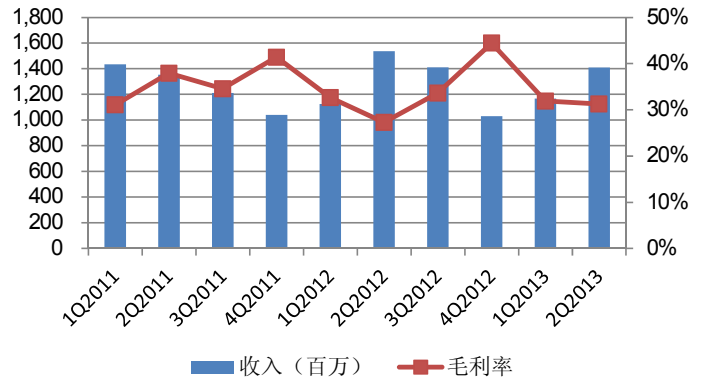
- 上半年在全球经济缓慢复苏的带动下，公司销量预计略有增长。但 2012 年下半年价格出现下跌并延续至今，导致上半年收入未能同步放大。
- 受益于金石、磊石并表，上半年综合毛利率为 31.6%，同比上升约 2 个百分点。

图表1. 销量及吨毛利测算



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

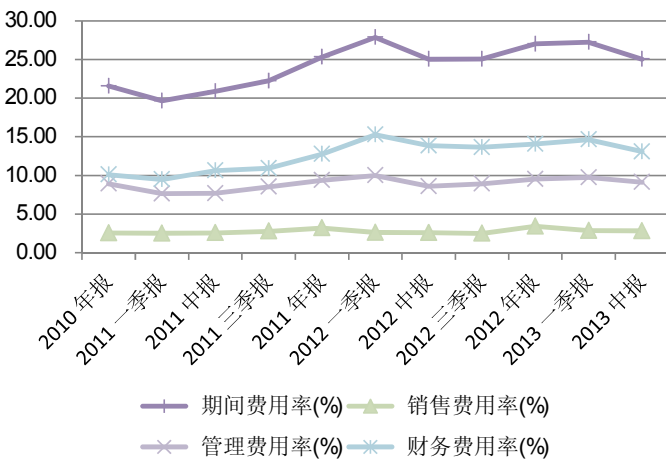
### 期间费用率保持稳定

- 期间费用率为 25%，同比持平，其中管理费用率同比上升 0.5 个百分点，为 9.1%，财务费用率得到有效控制，同比下降了 0.8 个百分点，为 13.1%。

### 金石磊石提供较大业绩贡献

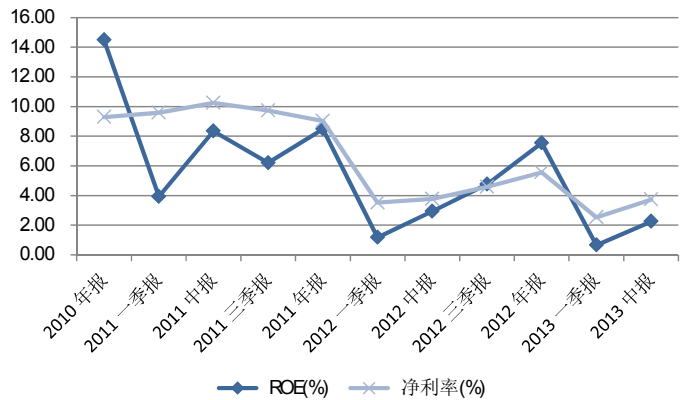
- 上半年金石、磊石合计净利润为 4925 万。若扣除这两家公司并表的影响，上半年综合毛利率同比略有下降，而归属于母公司的净利润为 4442 万，显示出玻纤行业较高的杠杆效应。

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 和净利润率



来源：公司公告、国金证券研究所

### 纵向收购，横向拓展

- 下半年将收购金石、磊石 25% 股权，金石、磊石公司盈利能力较强而且较稳定，本次收购将为 2013 年业绩提供额外增量。同时，本次收购说明，公司为完成业绩承诺不断做出努力。
- 另外，公司准备扩建电子级玻纤池窑和 1 亿米电子级玻纤布产能，目前正在做前期工作。

### 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。结合海外复苏，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），玻纤价格上涨具有比较强的基础。
- 公司是少数基本面和股价均处于底部的高弹性品种。我们认为公司为了完成业绩承诺将作不断的努力，预计 2013~2015 年 EPS 分别为 0.37、0.45、0.58 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
<b>主营业务收入</b>	<b>4,765</b>	<b>5,038</b>	<b>5,103</b>	<b>5,610</b>	<b>6,095</b>	<b>6,600</b>	货币资金	1,607	1,458	2,121	1,700	1,700	1,800
增长率		5.7%	1.3%	9.9%	8.6%	8.3%	应收账款	1,687	1,803	2,217	1,975	2,146	2,324
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,285</b>	<b>-3,230</b>	<b>-3,385</b>	<b>-3,828</b>	<b>-4,095</b>	<b>-4,365</b>	存货	1,129	1,514	1,691	1,573	1,683	1,794
%销售收入	68.9%	64.1%	66.3%	68.2%	67.2%	66.1%	其他流动资产	175	59	276	79	84	89
<b>毛利</b>	<b>1,480</b>	<b>1,808</b>	<b>1,718</b>	<b>1,782</b>	<b>2,000</b>	<b>2,235</b>	流动资产	4,598	4,833	6,305	5,327	5,612	6,007
%销售收入	31.1%	35.9%	33.7%	31.8%	32.8%	33.9%	%总资产	29.4%	30.3%	34.1%	27.3%	27.8%	28.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-17</b>	<b>-44</b>	<b>-50</b>	<b>-49</b>	<b>-53</b>	<b>-57</b>	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
<b>营业费用</b>	<b>-121</b>	<b>-161</b>	<b>-175</b>	<b>-168</b>	<b>-183</b>	<b>-198</b>	%总资产	67.8%	66.6%	60.9%	70.5%	70.1%	69.2%
%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
<b>管理费用</b>	<b>-425</b>	<b>-472</b>	<b>-486</b>	<b>-533</b>	<b>-579</b>	<b>-627</b>	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%	9.5%	9.5%	%总资产	70.6%	69.7%	65.9%	72.7%	72.2%	71.2%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>916</b>	<b>1,131</b>	<b>1,008</b>	<b>1,032</b>	<b>1,185</b>	<b>1,353</b>	<b>资产总计</b>	<b>15,639</b>	<b>15,948</b>	<b>18,512</b>	<b>19,523</b>	<b>20,174</b>	<b>20,866</b>
%销售收入	19.2%	22.5%	19.8%	18.4%	19.4%	20.5%	短期借款	6,557	7,128	7,088	8,535	8,669	8,729
<b>财务费用</b>	<b>-481</b>	<b>-643</b>	<b>-717</b>	<b>-728</b>	<b>-817</b>	<b>-882</b>	应付款项	2,047	782	1,190	1,592	1,706	1,821
%销售收入	10.1%	12.8%	14.1%	13.0%	13.4%	13.4%	其他流动负债	617	145	883	114	122	131
<b>资产减值损失</b>	<b>-24</b>	<b>-22</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	流动负债	9,221	8,055	9,160	10,240	10,497	10,682
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	3,344	4,162	3,939	3,939	3,939	3,940
<b>投资收益</b>	<b>53</b>	<b>23</b>	<b>21</b>	<b>50</b>	<b>60</b>	<b>70</b>	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%	12.3%	12.2%	11.0%	<b>负债</b>	<b>12,598</b>	<b>12,457</b>	<b>14,700</b>	<b>15,370</b>	<b>15,626</b>	<b>15,812</b>
<b>营业利润</b>	<b>464</b>	<b>490</b>	<b>302</b>	<b>355</b>	<b>422</b>	<b>534</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,422</b>	<b>3,449</b>	<b>3,638</b>	<b>3,978</b>	<b>4,372</b>	<b>4,879</b>
营业利润率	9.7%	9.7%	5.9%	6.3%	6.9%	8.1%	少数股东权益	1,619	42	175	175	175	175
<b>营业外收支</b>	<b>44</b>	<b>61</b>	<b>70</b>	<b>50</b>	<b>70</b>	<b>100</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>15,639</b>	<b>15,948</b>	<b>18,512</b>	<b>19,523</b>	<b>20,174</b>	<b>20,866</b>
<b>税前利润</b>	<b>508</b>	<b>551</b>	<b>372</b>	<b>405</b>	<b>492</b>	<b>634</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	10.7%	10.9%	7.3%	7.2%	8.1%	9.6%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>所得税</b>	<b>-65</b>	<b>-96</b>	<b>-89</b>	<b>-81</b>	<b>-98</b>	<b>-127</b>	<b>每股指标</b>						
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	0.371	0.451	0.581
<b>净利润</b>	<b>443</b>	<b>455</b>	<b>284</b>	<b>324</b>	<b>394</b>	<b>507</b>	每股净资产	3.328	5.928	4.169	4.559	5.011	5.592
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	1.928	1.795	2.024
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>206</b>	<b>292</b>	<b>274</b>	<b>324</b>	<b>394</b>	<b>507</b>	每股股利	0.000	0.138	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	4.3%	5.8%	5.4%	5.8%	6.5%	7.7%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	14.48%	8.48%	7.54%	8.14%	9.01%	10.39%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	1.32%	1.83%	1.48%	1.66%	1.95%	2.43%
净利润	443	455	284	324	394	507	投入资本收益率	6.17%	6.32%	4.78%	4.63%	5.17%	5.72%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	1,038	810	735	513	650	718	主营业务收入增长率	50.27%	5.74%	1.28%	9.93%	8.65%	8.29%
非经营收益	436	612	671	642	691	717	EBIT增长率	#####	23.46%	-10.90%	2.40%	14.84%	14.10%
营运资金变动	-1,133	-607	-560	203	-169	-176	净利润增长率	N/A	41.92%	-6.20%	18.14%	21.58%	28.77%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>783</b>	<b>1,271</b>	<b>1,130</b>	<b>1,683</b>	<b>1,566</b>	<b>1,766</b>	总资产增长率	14.09%	1.97%	16.08%	5.46%	3.33%	3.43%
资本开支	-411	-1,533	-954	-2,480	-939	-910	<b>资产管理能力</b>						
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-823</b>	<b>-1,590</b>	<b>-1,331</b>	<b>-2,431</b>	<b>-879</b>	<b>-840</b>	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	0	0	固定资产周转天数	808.2	728.7	708.4	676.7	704.7	667.2
债权募资	269	818	1,407	1,053	134	61	<b>偿债能力</b>						
其他	-734	-785	-535	-726	-821	-887	净负债/股东权益	272.76%	281.70%	264.78%	288.04%	266.05%	238.58%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-461</b>	<b>34</b>	<b>874</b>	<b>327</b>	<b>-687</b>	<b>-826</b>	EBIT利息保障倍数	1.9	1.8	1.4	1.4	1.5	1.5
<b>现金净流量</b>	<b>-501</b>	<b>-285</b>	<b>673</b>	<b>-421</b>	<b>0</b>	<b>100</b>	资产负债率	80.56%	78.11%	79.40%	78.72%	77.46%	75.78%

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	0	1	6
增持	0	0	3	3	14
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	1.86	1.79

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
3 2013-03-15	增持	8.27	N/A

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**

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 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net