

## 中国玻纤：业绩增速放缓不改市场改善预期

核心观点：

### 1. 事件

中国玻纤发布了 2013 年中期报告。报告显示，公司上半年实现营业收入 25.76 亿元，较上年同期下降 3.27%；归属于上市公司股东的净利润 8135.72 万元，较上年同期下降 19.88%；EPS 为 0.0932 元。

### 2. 我们的分析与判断

产品均价小幅下跌，营业成本同比下滑6.01%，管理费用同比增长2.82%。受国内外经济形势影响，玻纤行业增速进一步放缓，公司产品均价有小幅下滑。2013年上半年，营业成本17.63亿元，同比下滑6.01%；管理费用2.35亿元，较上年同期增长2.82%，源于2013年合并范围新增桐乡磊石、桐乡金石，导致职工薪酬、办公费相应增加。

受经济形势影响，公司窑炉冷修致使产能投放放缓。受上半年宏观经济形势的影响，整个玻纤行业处于低中速缓慢发展，冷修减少的产能较大。公司桐乡基地年产6万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线已于2013年4月完工投产，成都基地年产6万吨中碱玻璃纤维池窑拉丝生产线、巨石集团成都有限公司包装材料车间等多条生产线处于冷修和改造状态。

国内营收比重上升，国外产能投放慢于预期。2013年上半年，国际市场缓慢复苏，国内市场需求逐步提升。受此影响，国内营业收入较上年同期增长12.14%，国外同比下滑16.86%。国内营收占比由去年的44.88%提高到55.04%。目前巨石埃及年产8万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线项目正在建设中，基建工程已基本完工，目前正在进行设备安装及调试。巨石美国年产10万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线处于前期准备阶段，尚未正式开工，进展略慢于预期。在国外需求不振，海外生产线仍处于建设中的背景下，我们预期国内需求仍将维持较高比重。

加快并购步伐应对业绩下滑，我们预计并购将提升公司盈利能力。为进一步完善产业链上下游的布局，公司2013年8月18日发布公告称，其全资子公司巨石集团拟斥资2.5亿元现金收购双星有限公司持有的桐乡金石25%的股权及桐乡磊石25%的股权。收购完成后，巨石集团将拥有桐乡金石和桐乡磊石100%的股权。收购完成后将夯实公司产业供应链基础，提升自主创新能力和可持续发展能力。

中国玻纤 (600176.SH)

推荐 维持推荐

分析师

洪亮

☎: 010-66568750

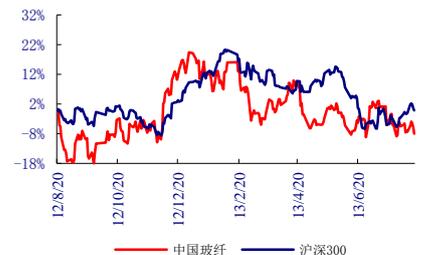
✉: hongliang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010005

市场数据 时间 2013.08.16

A 股收盘价(元)	7.73
A 股一年内最高价(元)	10.23
A 股一年内最低价(元)	6.87
上证指数	2304.14
市净率	1.85
总股本(万股)	87262.95
实际流通 A 股(万股)	64108.80
限售的流通 A 股(万股)	23154.15
流通 A 股市值(亿元)	49.56

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

随着技术改造、产品结构调整、海外产能投放的完成，预期公司盈利将有所提升。巨石成都包装材料车间技改、年产6万吨中碱玻纤池窑拉丝生产线改造和巨石攀登年产1亿米电子级玻璃纤维布生产线增资项目的完成将进一步优化公司产品结构，提升产品盈利能力和公司效益。海外生产线的完工投产将提升公司产能，改善海外营收下滑的现状。

给予“推荐”的投资评级，看好公司的长期发展。目前玻纤处于行业调整期，在全球经济缓慢复苏，玻纤行业产能投放放缓的背景下，公司稳步推进产业链并购进程，积极改进生产技术，调整产品结构，推进海外产业布局。作为行业龙头企业，中国玻纤在规模优势、产品质量、成本管理、技术创新等方面具有比较优势。随着冷修生产线技术改造的完成和海外产能的陆续投放，公司盈利或将有大提升。预计公司13/14/15年的EPS为0.35/0.70/0.86元，给予“推荐”的投资评级。

**表 1: 中国玻纤 (600176) 财务报表预测**

资产负债表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	1338	1986	1627	1796	2061	营业收入	5038	5103	5422	5988	6870
应收票据及账款	1712	2090	1918	2118	2431	营业成本	3230	3385	3604	3930	4544
预付账款	59	276	294	365	419	营业税金及附加	44	50	31	34	39
其他应收款	90	127	128	142	163	销售费用	161	175	198	180	172
存货	1514	1691	1432	1562	1806	管理费用	472	486	503	555	637
其他流动资产	0	0	0	0	0	财务费用	643	717	604	551	512
流动资产总计	4714	6170	5399	5983	6879	其他经营损益	(22)	(10)	(5)	1	3
长期股权投资	99	92	85	84	85	投资收益	23	21	(6)	1	3
固定资产	10057	9903	9674	9641	8929	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	570	1371	786	300	150	营业利润	490	302	472	740	973
无形资产	246	330	332	372	400	其他非经营损益	61	70	62	66	66
长期待摊费用	13	11	15	16	12	利润总额	551	372	534	806	1039
其他非流动资产	104	473	609	696	788	所得税	96	89	130	201	259
非流动资产合计	11089	12180	11500	11108	10363	净利润	455	284	404	605	780
资产总计	15803	18350	16899	17091	17242	少数股东损益	163	9	13	20	26
短期借款	5839	5450	3946	3681	2681	<b>财务指标</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
应付票据及账款	521	920	1196	1002	1300	<b>成长性</b>					
其他流动负债	1551	2644	2106	2290	2619	营收增长率	5.74%	1.28%	6.25%	10.43%	14.74%
流动负债合计	7910	9014	7248	6973	6600	EBIT 增长率	20.66%	-8.72%	4.40%	19.30%	14.27%
长期借款	4162	5129	5129	5129	5129	净利润增长率	2.78%	-37.70%	42.56%	49.62%	28.89%
其他非流动负债	240	394	394	394	394	<b>盈利性</b>					
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	毛利率	35.89%	33.68%	33.54%	34.37%	33.86%
税后经营利润	435	245	363	555	727	净利率	9.03%	5.56%	7.46%	10.10%	11.35%
折旧与摊销	788	725	1071	1190	1249	ROE	8.48%	7.54%	9.92%	13.33%	15.43%
财务费用	643	717	604	551	512	ROA	1.85%	1.49%	2.31%	3.42%	4.37%
其他经营资金	(595)	(558)	150	(424)	(4)	ROIC	8.10%	5.70%	5.86%	7.34%	8.31%
经营性现金净流量	1271	1129	2188	1871	2485	毛利率	35.89%	33.68%	33.54%	34.37%	33.86%
投资性现金净流量	(1590)	(1331)	(350)	(748)	(453)	净利率	9.03%	5.56%	7.46%	10.10%	11.35%
筹资性现金净流量	41	878	(2197)	(954)	(1768)	<b>估值倍数</b>					
现金流量净额	(279)	676	(359)	170	265	P/E	25.14	26.80	18.80	12.56	9.75
税后经营利润	435	245	363	555	727	P/S	0.60	-4.32	0.44	0.25	0.34
折旧与摊销	788	725	1071	1190	1249	P/B	2.13	2.02	1.87	1.68	1.50
财务费用	643	717	604	551	512	股息率	0.01	0.01	0.01	0.02	0.04
其他经营资金	(595)	(558)	150	(424)	(4)	EV/EBIT	12.51	16.19	14.61	12.07	9.94
经营性现金净流量	1271	1129	2188	1871	2485	EV/EBITDA	7.54	9.72	7.53	6.43	5.51
投资性现金净流量	(1590)	(1331)	(350)	(748)	(453)	EV/NOPLAT	16.76	22.95	20.36	16.91	13.83

资料来源: 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**洪亮，行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

港股：海螺水泥(0914.HK)、中国建材(3323.HK)、中材股份(1893.HK)、中国玻璃(3300.HK)

A 股：海螺水泥(600585.SH)、华新水泥(600801.SH)、冀东水泥(000401.SZ)、金隅股份(601992.SH)、祁连山(600720.SH)、天山股份(000877.SZ)、青松建化(600425.SH)、赛马实业(600449.SH)、巢东股份(600318.SH)、南玻 A(000012.SS)、中国玻纤(600176.SH)。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)