



证券研究报告：公司研究/点评报告

功能材料行业

报告原因：半年报公布

2013年8月19日

市场数据：2013年8月19日

收盘价(元)	7.75
一年内最高/最低(元)	10.11/6.87
市净率	1.87
股息率	-
流通A股市值(百万元)	4968.43

基础数据：2013年6月30日

每股净资产(元)	4.14
资产负债率%	79.91
总股本/流通A股(百万)	872.63/641.09
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

调研简报：海外战略布局部分建成，正逢核心市场复苏契机

分析师：裴云鹏

投资咨询证书编号：S0760511010009

peiyunpeng@sxzq.com

研究助理：张良

021-38529769

zhangliang@sxzq.com

地址：上海浦东新区源深路1088号7层

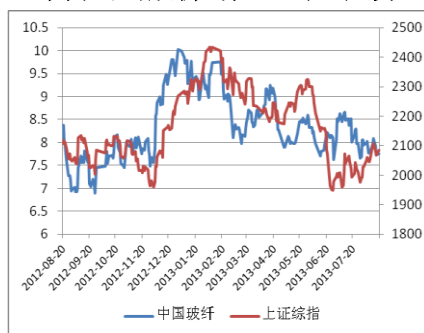
<http://www.i618.com.cn>

销售联系人：张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

一年内公司股价与大盘对比走势：



中国玻纤 (600176)

收购兼并延伸上游产业链，海外市场放量仍需时间

增持
维持评级

半年目标价：6.41-8.49元

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

	主营收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2012A	5103.1	3384.6	274.2	0.31	24.7
2013E	4610.8	3072.1	279.6	0.32	24.2
2014E	5045.4	3268.0	411.8	0.47	16.4
2015E	5771.5	3789.6	486.6	0.56	13.9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● **公司2013年半年报**显示：2013年上半年营业收入25.76亿元，营业成本17.64亿元，实现归属母公司净利润0.81亿元，同比分别增长-3.27%、-6.01%和-4.30%。

● **前后斥资共10亿元向上游延伸产业链，提升主营成本控制能力。**公司斥资2.5亿元收购金石和磊石各剩余25%的股权。上半年俩公司共计收入1.68亿元，毛利率较去年全年提升0.94个百分点至44.36%，净利润4925.42万元。

● **公司提高金石、磊石盈利预测。**此前，两家被收购公司2013、2014年合计净利润补偿临界线为7,524.97万元、7,269.29万元。本报告期公司对两个子公司的合计净利润预测分别向上提升至8489.67万元、7496.10万元。

● **主营玻纤及其制品毛利水平基本保持平稳。**本报告期内，公司整体毛利率较去年年底下降2.13个百分点至31.55%，而玻纤及制品毛利率则回升0.04个百分点至33.06%，扣除两个子公司并表影响后毛利率水平下降0.13个百分点至32.18%。

● **主要下游房地产市场表现国内外均低于预期。**今年1-7月我国房地产土地成交量增速从去年上半年的负增长回升到6.78%，根据现有开发商购地计划预计下半年开发商土地成交量将较稳步增长。美国房地产市场需求将在下半年进一步向上游传导。

● **我们预测**公司2013-2015年EPS为0.32、0.47、0.56元，公司主要下游上半年已有不同程度复苏，特别是铁路投资和轿车需求的增长将是下半年主要拉动国内玻璃纤维需求的动力；海外房地产市场复苏将在下半年向下游深入传导，预计下半年海外市场增速将有所提升；我们给予21倍市盈率及“增持”评级，半年目标价6.41-8.49元。

- **前后斥资共 10 亿元向上游延伸产业链, 提升主营成本控制能力。**公司斥资 2.5 亿元收购金石和磊石各剩余 25% 的股权, 两个子公司自此成为公司全资控股子公司。金石主要从事为生产销售玻纤专用铂铑设备, 磊石主要经营叶腊石粉的生产和销售; 上半年俩公司共计收入 1.68 亿元, 毛利率较去年全年提升 0.94 个百分点至 44.36%, 净利润 4925.42 万元。

此前, 公司斥资 7.46 亿元收购两子公司 75% 的股权时承诺, 若两家被收购公司 2013、2014 年合计净利润数分别未到 7,524.97 万元、7,269.29 万元时, 则港石控股将按约定向巨石集团予以补偿, 本报告期公司对两个子公司的合计净利润预测分别向上提升至 8489.67 万元、7496.10 万元。今年上半年两公司已经完成预测净利润的 58.02%, 上半年毛利率 44.36% 高出全年预测值 2.9 个百分点。金石、磊石预计全年为公司增加 8489.67 万元净利润并记入合并报表, 占 2012 年公司净利润的 29.94%。

图表 1 上游全资子公司增厚收入及利润

单位: 万元	2012	2013H	2013E	2014E
承诺合计净利润	7,547.62		7,524.97	7,269.29
新合计净利润预测			8,489.67	7,496.10
实现合计净利润	8,804.93	4,925.42		
完成额度	116.66%	58.02%		
单位: 元	2012	2013H	2013E	2014E
收入				
金石	104827209.26	64377663.96	112137347.29	98941274.92
磊石	209058297.09	103494258.65	201814918.20	203700854.70
合计	313885506.35	167871922.61	313952265.49	302642129.62
成本				
金石	55539648.97	31323188.53	58358226.67	57847140.72
磊石	122067138.57	62083676.60	125426419.96	127611638.22
合计	177606787.54	93406865.13	183784646.63	185458778.94
毛利率				
金石	47.02%	51.34%	47.96%	41.53%
磊石	41.61%	40.01%	37.85%	37.35%
合计	43.42%	44.36%	41.46%	38.72%
净利润				
金石	37611803.91	23569913.02	38301418.44	29051020.66
磊石	50437462.74	25684267.83	46595276.86	45909999.44
合计	88049266.65	49254180.85	84896695.30	74961020.10

数据来源: 公司公告、山西证券研究所。

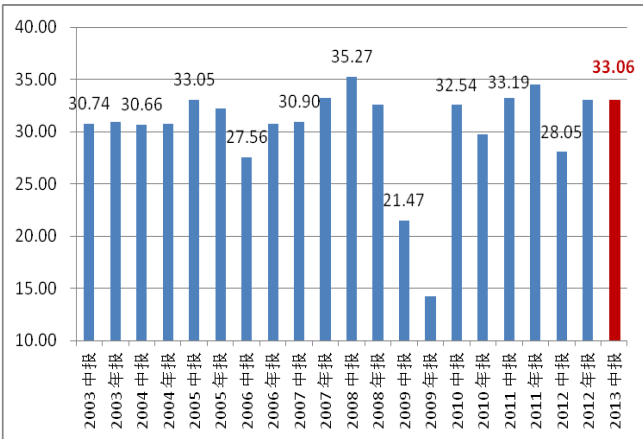
- **主营玻纤及其制品毛利水平基本保持平稳。**本报告期内, 公司整体毛利率较去年年底下降 2.13 个百分点至 31.55%, 而玻纤及制品毛利率则回升 0.04 个百分点至 33.06%, 扣除两个子公司并表影响后毛利率水平下降 0.13 个百分点至 32.18%, 原有主营产品毛利水平基本保持平稳。



山西证券股份有限公司
SHANXI SECURITIES CO., LTD.

证券研究报告: 公司研究/点评报告

图表 2 玻纤及制品毛利水平回归历史相对高位



数据来源: Wind 资讯、山西证券研究所。

图表 3 去除并表影响后玻纤及制品盈利能力较去年略有下降

单位: 元	2012	2013H
合并报表		
营业收入	5103082383.84	2576462756.18
营业成本	3384615888.54	1763625790.46
毛利率	33.68%	31.55%
玻纤及其制品		
营业收入	4914244776.68	2325595178.55
营业成本	3291629162.28	1556827419.72
毛利率	33.02%	33.06%
扣除金石、磊石影响		
营业收入	4600359270.33	2157723255.94
营业成本	3114022374.74	1463420554.59
毛利率	32.31%	32.18%

数据来源: Wind 资讯、山西证券研究所。

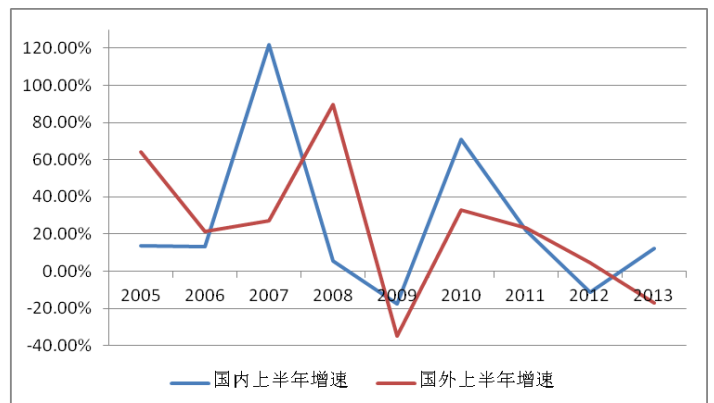
- **国内市场增长超预期, 三大下游需求不同程度复苏。** 各国玻璃纤维下游主要应用占比的情况略有不同, 我国目前以建筑、电子电器以及交通为主。玻纤最大的下游房地产市场上半年表现低于预期。今年 1-7 月我国房地产土地成交量增速从去年上半年的负增长回升到 6.78%, 根据现有开发商购地计划有增无减来看, 预计下半年开发商土地成交量将较稳步增长, 带动玻璃纤维第一大下游稳步增长。海外市场销售情况也略低于我们的预期, 根据我们调研简报中提到的美国房地产市场的明显复苏迹象, 1-4 月获批开工的私人住宅同比增速 41.19%, 已开工建设的私人住宅同比增速 13.53%, 美国房地产市场需求将在下半年进一步向上游传导, 预计下半年海外房地产领域需求增长将快于国内。

图表 4 我国下游交通领域仍有发展空间

	美国	欧洲	中国
建筑	38.50%	31.00%	33.80%
交通	27.70%	25.00%	15.70%
电子电器	11.00%	11.80%	20.80%
工业	10.60%	11.50%	9.90%
消费品	7.80%	9.70%	-
能源环保	-	-	3.10%
管罐防腐	-	-	12.50%
其他	4.40%	11.00%	4.20%
三大下游占比	77.20%	67.80%	70.30%

数据来源: 中国复合材料工业协会、山西证券研究所。

图表 5 公司国内上半年收入增速回升



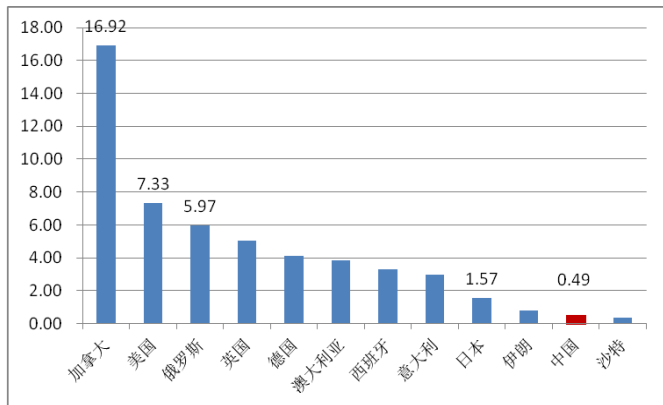
数据来源: Wind 资讯、山西证券研究所。

我国玻璃纤维在交通领域应用占比较低, 就我国现在人均拥有铁路的长度来看仍处较低水平, 与发达国家差距较大。8 月 19 日国务院出台《关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》, 铁路投融资体制改革后社会资本的增加将加快我国铁路建设速度。我国 1-7 月铁路投资增速回暖达到 15.96%。此外, 轿车市场的复苏

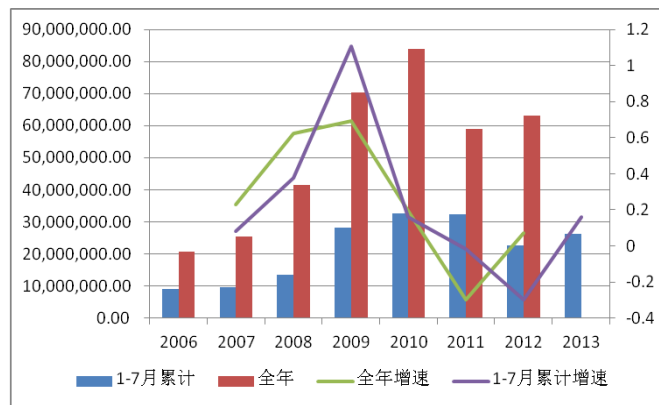


给玻璃纤维加强复合材料带来较大的机遇。全国上半年轿车销量增速上升 10.93 个百分点达到 17.82%。

图表 6 我国铁路人均拥有量与发达国家差距大(单位:公里/万人) 图表 7 全国 1-7 月铁路累计投资增速回暖

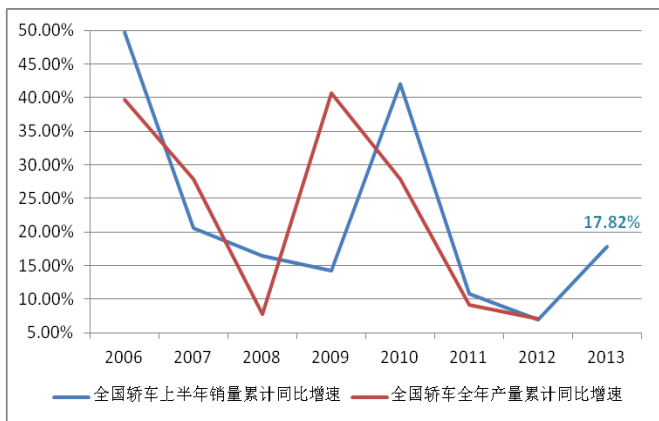


数据来源: Wind 资讯、山西证券研究所。



数据来源: Wind 资讯、山西证券研究所。

图表 8 全国轿车需求复苏速度加快



数据来源: Wind 资讯、山西证券研究所。

➤ 核心假设：

1. 下半年房地产调控政策维持现状或在部分地区有针对性放松；4个大中城市土地成交量至少保持现有增速。
2. 铁路投融资平台改革顺利进行，在最近的1-3年内对铁路建设推进速度形成正面影响。
3. 公司收购的全资子公司金石、磊石下半年运营情况与盈利预测相符。
4. 下半年人民币升值速度放缓。

➤ 风险提示：

1. 国家对房地产市场依然保持紧缩政策，从土地供给等源头遏制房地产市场过快发展，从而导致玻璃纤维上游核心需求受到压制。



当前股价 7.75

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

更新日期: 13/08/19

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	5,038.39	5,103.08	4,610.79	5,045.43	5,771.45	现金	1,457.56	2,120.94	1,471.87	1,708.65	482.17
YOY(%)	5.7%	1.3%	-9.6%	9.4%	14.4%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	3,230.12	3,384.62	3,072.11	3,268.02	3,789.55	应收款项净额	1,802.55	2,216.86	2,003.00	2,191.82	2,507.21
营业税金及附加	43.90	50.14	38.51	43.99	51.17	存货	1,514.29	1,691.15	1,282.06	1,336.92	1,632.81
销售费用	160.69	174.63	129.85	151.97	176.31	其他流动资产	58.73	276.37	249.71	273.25	312.57
占营业收入比(%)	3.2%	3.4%	2.8%	3.0%	3.1%	流动资产总额	4,833.13	6,305.32	5,006.63	5,510.63	4,934.76
管理费用	460.36	469.25	397.84	446.19	511.98	固定资产净值	10,078.69	9,913.28	11,725.28	11,746.68	11,178.83
占营业收入比(%)	9.1%	9.2%	8.6%	8.8%	8.9%	减: 资产减值准备	(21.75)	(9.85)	(11.65)	(11.67)	(11.11)
EBIT	1,131.40	1,008.03	959.29	1,122.06	1,229.25	固定资产净额	10,056.94	9,903.43	11,713.63	11,735.00	11,167.72
财务费用	642.98	717.29	600.53	628.24	630.72	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	12.8%	14.1%	13.0%	12.5%	10.9%	在建工程	570.17	1,371.11	(0.00)	107.06	11.96
资产减值损失	(21.75)	(9.85)	(16.91)	(16.44)	(16.52)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	22.90	21.22	28.77	27.72	28.66	固定资产总额	10,627.11	11,274.54	11,713.63	11,842.07	11,179.68
营业利润	489.56	302.11	370.63	505.10	610.67	无形资产	245.89	329.89	316.69	303.50	290.30
营业外净收入	61.35	70.33	61.51	62.39	61.84	长期股权投资	98.97	91.81	84.65	77.49	70.33
利润总额	550.90	372.44	432.15	567.48	672.51	其他长期资产	142.59	510.91	510.91	510.91	510.91
所得税	95.69	88.86	136.32	154.20	184.16	资产总额	15,947.69	18,512.47	17,632.52	18,244.60	16,985.99
所得税率(%)	17.4%	23.9%	31.5%	27.2%	27.4%	循环贷款	7,128.31	7,087.64	7,000.00	8,000.00	7,000.00
净利润	455.21	283.58	295.83	413.29	488.35	应付款项	520.85	919.52	697.09	726.92	887.80
占营业收入比(%)	9.0%	5.6%	6.4%	8.2%	8.5%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(162.91)	(9.39)	(16.20)	(1.50)	(1.78)	其他流动负债	406.26	1,152.91	887.55	941.90	1,135.92
归属母公司净利润	292.29	274.18	279.63	411.79	486.57	流动负债	8,055.42	9,160.07	8,584.63	9,668.81	9,023.72
YOY(%)	41.9%	-6.2%	2.0%	47.3%	18.2%	长期借款	4,161.85	3,939.44	3,939.44	3,939.44	3,939.44
EPS (元)	0.50	0.31	0.32	0.47	0.56	应付债券	0.00	1,189.71	1,189.71	1,189.71	1,189.71
						其他长期负债	239.95	410.36	580.77	751.18	921.59

主要财务比率

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力					
营业收入	5.7%	1.3%	-9.6%	9.4%	14.4%
营业利润	5.5%	-38.3%	22.7%	36.3%	20.9%
净利润	41.9%	-6.2%	2.0%	47.3%	18.2%

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
获利能力					
毛利率(%)	35.9%	33.7%	33.4%	35.2%	34.3%
净利率(%)	9.0%	5.6%	6.4%	8.2%	8.5%
ROE(%)	8.5%	7.5%	8.8%	16.2%	27.5%
ROA(%)	1.8%	1.5%	1.6%	2.3%	2.9%

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
偿债能力					
流动比率	0.60	0.69	0.58	0.57	0.55
速动比率	0.41	0.50	0.43	0.43	0.37
资产负债率%	78.1%	79.4%	81.1%	85.2%	88.7%

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营运能力					
总资产周转率	31.6%	27.6%	26.1%	27.7%	34.0%
应收账款周转天数	130.58	158.56	158.56	158.56	158.56
存货周转天数	221.05	226.24	226.24	226.24	226.24

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
每股指标 (元)					
每股收益	0.50	0.31	0.32	0.47	0.56
每股净资产	5.93	4.17	3.65	2.92	2.03
估值比率					
P/E	15.4	24.7	24.2	16.4	13.9
P/B	1.3	1.9	2.1	2.7	3.8

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债总额	12,457.22	14,699.58	14,294.55	15,549.14	15,074.46
少数股东权益	41.86	175.06	149.05	146.72	143.87
股东权益	3,448.61	3,637.83	3,188.91	2,548.73	1,767.66
负债和股东权益	15,947.69	18,512.47	17,632.52	18,244.60	16,985.99

现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
税后利润	292.29	274.18	279.63	411.79	486.57
加: 少数股东损益	-195.49	-16.50	-26.01	-2.33	-2.85
公允价值变动	21.75	9.85	16.91	16.44	16.52
折旧和摊销	785.58	722.76	1,055.40	1,168.29	1,219.63
营运资金的变动	-1,964.88	126.70	334.02	-12.60	-125.86
经营活动现金流	-1,060.75	1,116.99	1,659.96	1,581.59	1,594.00
短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	6.25	7.16	7.16	7.16	7.16
固定资产投资	-777.65	-1,332.03	-1,500.00	-1,300.00	-560.00
投资活动现金流	-771.40	-1,324.87	-1,492.84	-1,292.84	-552.84
股权融资	1.33	2.11	0.00	0.00	0.00
长期贷款的增加/	817.66	-222.41	0.00	0.00	0.00
公司债券发行/ (0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股利分配	-643.04	-755.90	-728.55	-1,051.97	-1,267.64
计入循环贷款前融	175.95	-976.20	-728.55	-1,051.97	-1,267.64
循环贷款的增加(1,332.23	2,825.77	-87.64	1,000.00	-1,000.00
融资活动现金流	1,682.80	871.26	-816.19	-51.97	-2,267.64
现金净变动额	-149.35	663.38	-649.07	236.78	-1,226.48

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。