东兴证券
DONGXING SECURITIES

乘行业之风，内部渐变发生中

——中国玻纤（600176）2014 年 3 季度财报点评

2014 年 10 月 26 日

推荐/维持

中国玻纤 | 财报点评

姓名	分析师 赵军胜	执业证书编号：S1480512070003
	Email: zhaojs@dxzq.net.cn	Tel:010-66554088

事件：

公司 2014 年前三季度营业收入为 44.17 亿元，同比增长 13.00%；营业利润为 3.77 亿元，同比增长 78.51%；利润总额为 3.96 亿元，同比增长 26.55%；归属于母公司所有者的净利润为 2.88 亿元，同比增长 69.14%。每股收益为 0.33 元。

公司分季度财务指标

指标	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3
营业收入（百万元）	1166.99	1409.48	1332.49	1300.69	1163.31	1670.68	1583.22
增长率（%）	3.58%	-8.29%	-5.53%	26.39%	-0.32%	18.53%	18.82%
毛利率（%）	31.90%	31.26%	29.89%	32.55%	32.08%	35.18%	36.47%
期间费用率（%）	27.23%	23.22%	23.84%	28.80%	27.59%	24.25%	24.06%
营业利润率（%）	3.82%	6.43%	5.70%	6.68%	3.35%	8.94%	11.90%
净利润（百万元）	29.48	66.67	95.66	141.80	24.15	108.33	158.69
增长率（%）	-25.71%	9.68%	10.91%	46.41%	-18.06%	62.48%	65.89%
每股盈利（季度，元）	0.027	0.066	0.102	0.170	0.028	0.122	0.180
资产负债率（%）	79.31%	79.91%	81.29%	80.30%	80.07%	80.45%	79.83%
净资产收益率（%）	0.77%	1.75%	2.64%	3.74%	0.63%	2.85%	4.01%
总资产收益率（%）	0.16%	0.35%	0.49%	0.74%	0.13%	0.56%	0.81%

观点：

- **盈利能力提升，3季度利润增长加速。** 2014年3季度公司营业收入增速为18.82%，较第2季度增速提高仅为0.29个百分点，营业收入增长保持稳定。但公司3季度营业利润和净利润增速较第2季度提高2.96和3.41个百分点，主要原因是公司综合毛利率水平同比提升明显，2014年第3季度综合毛利率水平为36.47%，同比提高6.58个百分点，这和公司产品在7月份的提价、成本控制、销量提升和产品结构调整有关。
- **管理费用控制，总体期间费用率略有提升。**2014年3季度公司期间费用率为24.06%，同比下降0.22个百分点。其中管理费用率同比下降0.57个百分点，销售费用率提高0.4个百分点，财务费用率提高0.39个百分点。总体保持稳中微升。
- **生产线投产为营业收入增长提供基础。**冷修生产线和埃及生产线的投产使得公司产能增加，并且也能够规避外部的风险，埃及生产线主要产品出口欧洲等地区，规避了高反倾销税率带来的风险。另外包括冷

修生产线的投产等成为公司营业收入未来增长的基础。

- **现金流状况好，财务结构调整开始。**2014 年 3 季度公司经营净现金流为 24.7 亿元，同比增加 0.2 亿元，经营现金流处于不断改善当中。2014 年 3 季度公司一年期到期的长期负债为 20.63 亿元，环比 2 季度减少 6.6 亿元；长期借款为 31.98 亿元，同比下降 14.54 亿元，而短期借款为 68.67 亿元，同比增加 7.2 亿元。公司的财务结构正在发生逐步的变化，短期负债的提升，有利于公司财务费用率较快的调整和改善，财务负累的解除正一步步出现契机。
- **大股东股权比例提升，有利于重大战略的实施。**2014 年 8 月 21 日由于巨石集团的 2013 年业绩达不到承诺的业绩，股东中建材、振石集团、珍诚国际和索瑞斯特按照承诺退还部分股份给所有的股东。退股完成后中国建材持股比例达到 33.82%，振石集团等 3 家公司持股比例降低到 30.43%，大股东持股比例的提升，有利于公司在集团公司大框架下的重大战略实施。
- **行业景气度向上确定。**玻纤行业 2013 年开始进入冷修期，未来 3 年产能控制较好。供给上不会有较大的增长成为行业景气度向上的主要推动力。同时需求保持稳定增长，随着行业成本的下降，替代领域逐步拓宽，环保、节能和新能源的发展均对行业需求提升有贡献。
- **盈利预测和投资评级：**仅考虑公司现有状况，我们假设 2014 年公司 4 季度不提价、2015 年公司销售玻纤均价增长 6%，预计 2014 到 2016 年公司的每股收益为 0.52 元、1.01 元和 1.18 元，以收盘价 9.78 元计算，对应的动态 PE 为 19 倍、10 倍和 8 倍，考虑到行业景气度向上、公司自身结构和战略的渐变，维持公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**行业需求波动性大于预期。

公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元	
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	6305.32	6431.98	6943.13	8328.90	9424.96
货币资金	2120.94	2061.14	2089.93	2571.84	2925.20
应收账款	1461.41	1478.37	1635.95	2013.18	2289.78
其他应收款	126.62	97.41	111.65	137.40	156.28
预付款项	276.37	288.01	288.01	288.01	288.01
存货	1691.15	1627.04	1803.29	2070.30	2346.01
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	12207.15	12798.03	13414.88	14001.67	14556.52
长期股权投资	91.81	76.29	90.00	90.00	90.00
固定资产	9903.43	9591.45	11346.38	12529.59	13402.51
无形资产	329.89	397.37	357.64	317.90	278.16
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	18512.47	19230.01	20358.01	22330.57	23981.48
流动负债合计	9160.07	9297.90	9857.91	10853.35	11372.15
短期借款	5450.13	5850.00	6263.94	7119.46	7493.74
应付账款	837.57	773.20	847.33	972.79	1102.34
预收款项	139.24	127.86	127.86	127.86	127.86
一年内到期的非流动	1637.51	737.12	740.00	740.00	740.00
非流动负债合计	5539.51	6143.82	6146.66	6146.66	6146.66
长期借款	3939.44	4674.12	4674.12	4674.12	4674.12
应付债券	1189.71	1190.99	1190.00	1190.00	1190.00
负债合计	14699.58	15441.72	16004.56	17000.01	17518.80
少数股东权益	175.06	83.19	103.85	143.98	190.77
实收资本（或股本）	872.63	872.63	872.63	872.63	872.63
资本公积	1359.65	1238.63	1238.63	1238.63	1238.63
未分配利润	1275.70	1499.77	1935.89	2782.98	3770.65
归属母公司股东权益	3637.83	3705.10	4158.78	5041.17	6069.99
负债和所有者权益	18512.47	19230.01	20358.01	22330.57	23981.48

现金流量表				单位:百万元	
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1128.84	1425.85	1528.81	1636.70	2118.94
净利润	283.58	333.62	474.95	922.52	1075.61
折旧摊销	722.76	720.91	778.75	862.83	967.25
财务费用	717.29	659.06	644.48	680.28	714.27
应付帐款的变化	319.51	(64.36)	74.13	125.46	129.55
预收帐款的变化	16.91	(11.38)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(1330.94)	(1507.42)	(1272.48)	(1330.03)	(1425.60)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资减少	(7.16)	(15.52)	13.71	0.00	0.00
投资收益	21.22	67.93	50.00	75.00	50.00
筹资活动现金流	878.46	270.87	(227.54)	175.24	(339.98)
应付债券增加	1189.71	1.28	(0.99)	0.00	0.00
长期借款增加	(222.41)	734.68	0.00	0.00	0.00
普通股增加	290.88	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(290.88)	(121.02)	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	676.36	189.30	28.79	481.91	353.36

利润表				单位:百万元	
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	5103.08	5209.64	5971.23	7348.10	8357.71
营业成本	3384.62	3575.22	3965.07	4552.16	5158.41
营业税金及附加	50.14	47.87	59.12	72.75	82.74
营业费用	174.63	173.20	197.05	242.49	275.80
管理费用	485.66	505.13	573.24	705.42	802.34
财务费用	717.29	659.06	644.48	680.28	714.27
资产减值损失	9.85	19.26	19.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	21.22	67.93	50.00	75.00	50.00
营业利润	302.11	297.83	563.27	1160.02	1364.15
营业外收入	72.49	149.47	75.00	75.00	75.00
营业外支出	2.16	4.53	5.00	5.00	5.00
利润总额	372.44	442.78	633.27	1230.02	1434.15
所得税	88.86	109.16	158.32	307.51	358.54
净利润	283.58	333.62	474.95	922.52	1075.61
少数股东损益	9.39	14.49	20.66	40.13	46.79
归属母公司净利润	274.18	319.13	454.29	882.39	1028.82
EBITDA	1918.12	1742.16	1677.80	1986.51	2703.13
EPS（元）	0.31	0.37	0.52	1.01	1.18

主要财务比率					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力	1.28%	2.09%	14.62%	23.06%	13.74%
营业收入增长	-38.29%	-1.42%	89.12%	105.94%	17.60%
营业利润增长	-6.20%	16.39%	42.35%	94.23%	16.60%
归属于母公司净利润					
获利能力	33.68%	31.37%	33.60%	38.05%	38.28%
毛利率(%)	5.37%	6.13%	7.61%	12.01%	12.31%
净利率(%)	5.62%	5.11%	6.06%	8.50%	8.99%
总资产净利润（%）		7.54%	8.61%	10.92%	17.50%
ROE(%)					
偿债能力	79.40%	80.30%	78.62%	76.13%	73.05%
资产负债率(%)	0.69	0.69	0.70	0.77	0.83
流动比率	0.50	0.52	0.52	0.58	0.62
速动比率					
营运能力	0.30	0.28	0.30	0.34	0.36
总资产周转率	3.81	3.54	3.83	4.03	3.88
应收账款周转率					
应付账款周转率					
每股指标（元）	0.31	0.37	0.52	1.01	1.18
每股收益(最新摊薄)	1.29	1.63	1.75	1.88	2.43
每股净现金流(最新摊	4.17	4.25	4.77	5.78	6.96
每股净资产(最新摊					
估值比率	31.13	26.74	18.79	9.67	8.30
P/E	2.35	2.30	2.05	1.69	1.41
P/B	10.69	11.28	9.72	7.28	6.47
EV/EBITDA	1.28%	2.09%	14.62%	23.06%	13.74%

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学产业经济学硕士研究生， 2008 年进入证券行业，多年行业研究经验，2011 年加盟东兴证券，从事建筑建材等行业研究。2014 年第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师第 3 名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15％以上；

推荐：　相对强于市场基准指数收益率 5％～15％之间；

中性：　相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

回避：　相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：　相对强于市场基准指数收益率 5％以上；

中性：　相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

看淡：　相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。