

公司研究 / 季报点评

2014年10月27日

建材 / 非金属新材料II

投资评级: 增持 (维持评级)

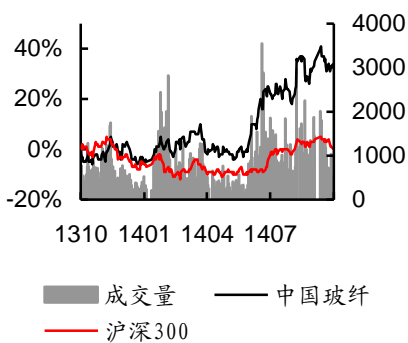
当前价格(元): 9.79  
合理价格区间(元): 12-13

周煊 执业证书编号: S0570512070003  
研究员 0755-82492072  
zhouhuan@mail.htsc.com.cn  
邓云程 执业证书编号: S0570512070015  
研究员 0755-82492080  
dengyuncheng@mail.htsc.com.cn

相关研究

- 1 《公司研究\_中国玻纤(600176) 20140904: 玻纤行业佼佼者, 慢复苏下成本优势突显(增持)》 2014.09
- 2 《公司研究-中国玻纤(600176)年报点评 20140319: 玻纤行业景气回升和产品结构优化助推业绩增长(增持)》 2014.03
- 3 《公司研究-中国玻纤(600176) 2013年三季报点评 20131030: 业绩仍处底部, 未来供需改善可期(增持)》 2013.11

股价走势图



毛利率稳步上升, 海外或成明年业绩增长来源

中国玻纤(600176)2014Q3 季报点评

投资要点:

- 2014年第三季度, 公司实现收入 15.83 亿元, 归属母公司净利润 1.57 亿元, 分别同比增长 19%、76%, 公司前三季度实现收入 44.17 亿元, 归属母公司净利润 2.88 亿元, 分别同比增长 13%、70%, 符合预期。公司第三季度是实行国内用户调价的一个完整季度, 考虑国内收入约占公司收入一半, 调价幅度约 6%, 则整体价格上涨幅度约 3%, 则销量同比增幅约 16%。利润的增长另一方面得益于公司毛利率的增长, 公司今年三个季度毛利率稳步上升, 上升主要受益于产品结构的调整、三季度粗纱价格的上升以及成本管控, 结构调整指产品更偏重于热塑型产品, 或环保与新能源用玻纤纱产品, 这类产品附加值较高。
- 未来玻纤纱价上涨势能较弱, 明年或受益海外销量增长: 我们在上篇报告《玻纤行业佼佼者, 慢复苏下成本优势突显》中分析, 整个行业, 2015-2016 年均消费纱 13-16 万吨, 与 2014 年规模相当; 国内建筑需求或成拖累, 海外经济复苏分化, 美国经济复苏较为健康, 欧洲经济在 2014 大选年后或能渡过最差时期, 2015 年海外或成新增需求, 综合判断年新增需求约 5 万吨, 未来价格上涨势能较弱, 或呈现小幅上扬, 考虑 2014 年中期才开始调价, 2015 全年均价或可小幅上扬。
- 公司在成本管控上拥有优势, 第三季度毛利率可持续。公司拥有稳定可持续的成本优势与全球化管理能力: 公司单线规模具备优势、自有叶腊石资源, 约可使用十年、自主研发的纯氧燃烧技术节约天然气消耗 50%、2007 年至 2013 年, 公司产能翻番, 生产人员乃至总人员均减少, 人员结构偏向研发与机械化操作; 产能输出缓解反倾销压力: 埃及工厂(8 万吨)克服政局、文化等困难建成并达产可以窥见其全球化运营与管理能力, 明后年海外需求向好利于中国玻纤。埃及工厂辐射欧洲, 对于巩固与发展海外客户具有重要的战略意义。埃及政治文化、工作效率等方面为埃及建厂带来考验, 也为其它企业进入带来难度, 这一状况使得竞争格局短期内不会发生较大变化。
- 盈利预测与估值: 维持前期预期, 预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.53、0.65、0.77 元, 对应 PE 分别为 18、15、13, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 国内外经济弱势, 通缩风险。

公司基本资料

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本(百万)      | 872.63     |
| 流通 A 股(百万)   | 872.63     |
| 52 周内股价区间(元) | 7.03-10.30 |
| 总市值(百万)      | 8,543.04   |
| 总资产(百万)      | 19,644.08  |
| 每股净资产(元)     | 4.44       |

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

|          | 2013     | 2014E    | 2015E    | 2016E    |
|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万) | 5,209.64 | 5,820.89 | 6,359.03 | 6,744.35 |
| +/-%     | 2.09%    | 11.73%   | 9.24%    | 6.06%    |
| 净利润(百万)  | 319.13   | 464.24   | 567.82   | 672.55   |
| +/-%     | 16.39%   | 45.47%   | 22.31%   | 18.44%   |
| EPS      | 0.37     | 0.53     | 0.65     | 0.77     |
| PE       | 26.74    | 18.38    | 15.03    | 12.69    |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 盈利预测

资产负债表单位：百万元

| 会计年度    | 2013  | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产    | 6432  | 6870  | 7456  | 7934  |
| 现金      | 2061  | 2328  | 2416  | 2563  |
| 应收账款    | 1478  | 1576  | 1783  | 1876  |
| 其他应收账款  | 97    | 126   | 128   | 142   |
| 预付账款    | 288   | 233   | 306   | 311   |
| 存货      | 1627  | 1848  | 1927  | 2052  |
| 其他流动资产  | 880   | 759   | 896   | 989   |
| 非流动资产   | 12798 | 13679 | 13066 | 12319 |
| 长期投资    | 76    | 78    | 77    | 77    |
| 固定投资    | 9591  | 10744 | 10401 | 9793  |
| 无形资产    | 397   | 428   | 453   | 482   |
| 其他非流动资产 | 2733  | 2430  | 2136  | 1967  |
| 资产总计    | 19230 | 20549 | 20523 | 20253 |
| 流动负债    | 9298  | 13002 | 13538 | 12153 |
| 短期借款    | 5850  | 11553 | 12067 | 10698 |
| 应付账款    | 773   | 805   | 926   | 940   |
| 其他流动负债  | 2675  | 644   | 545   | 516   |
| 非流动负债   | 6144  | 3354  | 2354  | 2954  |
| 长期借款    | 4674  | 2874  | 1974  | 2674  |
| 其他非流动负债 | 1470  | 480   | 380   | 280   |
| 负债合计    | 15442 | 16356 | 15892 | 15107 |
| 少数股东权益  | 83    | 104   | 130   | 161   |
| 股本      | 873   | 873   | 873   | 873   |
| 资本公积    | 1239  | 1239  | 1239  | 1239  |
| 留存公积    | 1658  | 2018  | 2433  | 2919  |
| 归属母公司股  | 3705  | 4089  | 4500  | 4985  |
| 负债和股东权益 | 19230 | 20549 | 20523 | 20253 |

现金流量表单位：百万元

| 会计年度   | 2013  | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金 | 1426  | 907   | 1763  | 2005  |
| 净利润    | 334   | 485   | 594   | 703   |
| 折旧摊销   | 723   | 857   | 960   | 997   |
| 财务费用   | 659   | 768   | 852   | 819   |
| 投资损失   | -68   | -68   | -68   | -68   |
| 营运资金变动 | -270  | -1149 | -578  | -449  |
| 其他经营现金 | 48    | 14    | 2     | 3     |
| 投资活动现金 | -1507 | -1695 | -282  | -185  |
| 资本支出   | 1315  | 1710  | 300   | 200   |
| 长期投资   | 53    | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金 | -139  | 15    | 18    | 15    |
| 筹资活动现金 | 271   | 1055  | -1393 | -1673 |
| 短期借款   | 400   | 5703  | 515   | -1370 |
| 长期借款   | 735   | -1800 | -900  | 700   |
| 普通股增加  | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加 | -121  | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金 | -743  | -2848 | -1007 | -1004 |
| 现金净增加额 | 59    | 267   | 88    | 146   |

利润表单位：百万元

| 会计年度    | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入    | 5210 | 5821  | 6359  | 6744  |
| 营业成本    | 3575 | 3871  | 4133  | 4350  |
| 营业税金及附加 | 48   | 53    | 58    | 62    |
| 营业费用    | 173  | 169   | 184   | 202   |
| 管理费用    | 505  | 536   | 579   | 614   |
| 财务费用    | 659  | 768   | 852   | 819   |
| 资产减值损失  | 19   | 19    | 19    | 19    |
| 公允价值变动收 | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益   | 68   | 68    | 68    | 68    |
| 营业利润    | 298  | 473   | 600   | 746   |
| 营业外收入   | 149  | 179   | 197   | 197   |
| 营业外支出   | 5    | 5     | 6     | 6     |
| 利润总额    | 443  | 647   | 792   | 938   |
| 所得税     | 109  | 162   | 198   | 234   |
| 净利润     | 334  | 485   | 594   | 703   |
| 少数股东损益  | 14   | 21    | 26    | 31    |
| 归属母公司净利 | 319  | 464   | 568   | 673   |
| EBITDA  | 1680 | 2098  | 2413  | 2562  |
| EPS     | 0.37 | 0.53  | 0.65  | 0.77  |

主要财务比率

| 会计年度      | 2013   | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力      |        |        |        |        |
| 营业收入      | 2.1%   | 11.7%  | 9.2%   | 6.1%   |
| 营业利润      | -1.4%  | 58.9%  | 26.8%  | 24.3%  |
| 归属母公司净利   | 16.4%  | 45.5%  | 22.3%  | 18.4%  |
| 获利能力      |        |        |        |        |
| 毛利率(%)    | 31.4%  | 33.5%  | 35.0%  | 35.5%  |
| 净利率(%)    | 6.1%   | 8.0%   | 8.9%   | 10.0%  |
| ROE(%)    | 8.6%   | 11.4%  | 12.6%  | 13.5%  |
| ROIC(%)   | 5.1%   | 5.7%   | 6.7%   | 7.4%   |
| 偿债能力      |        |        |        |        |
| 资产负债率(%)  | 80.3%  | 79.6%  | 77.4%  | 74.6%  |
| 净负债比率(%)  | 72.93% | 88.21% | 88.35% | 88.51% |
| 流动比率      | 0.69   | 0.53   | 0.55   | 0.65   |
| 速动比率      | 0.52   | 0.39   | 0.41   | 0.48   |
| 营运能力      |        |        |        |        |
| 总资产周转率    | 0.28   | 0.29   | 0.31   | 0.33   |
| 应收账款周转率   | 3      | 4      | 4      | 4      |
| 应付账款周转率   | 4.44   | 4.90   | 4.78   | 4.66   |
| 每股指标(元)   |        |        |        |        |
| 每股收益(最新摊) | 0.37   | 0.53   | 0.65   | 0.77   |
| 每股经营现金流   | 1.63   | 1.04   | 2.02   | 2.30   |
| 每股净资产(最新) | 4.25   | 4.69   | 5.16   | 5.71   |
| 估值比率      |        |        |        |        |
| PE        | 24.86  | 17.09  | 13.97  | 11.79  |
| PB        | 2.14   | 1.94   | 1.76   | 1.59   |
| EV EBITDA | 11     | 9      | 8      | 7      |

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2014 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：8625 84457777/传真：8625 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 18 层/邮政编码：518048

电话：86755 82493932/传真：86755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：8621 28972098/传真：8621 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn