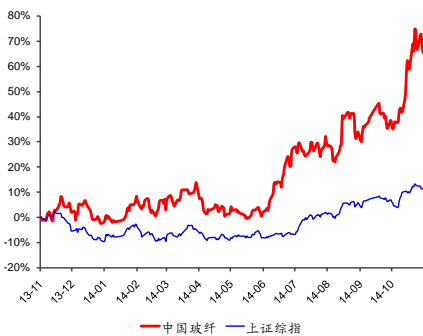


2014年11月21日

中国玻纤 (600176.SH)

评级：强烈推荐

最近 52 周走势：



相关研究报告：

2014年9月30日

中国玻纤 (600176)：全球景气，底部反转

报告作者：

分析师：皮斌

执业证书编号：S0590514040001

联系人：

马群星 石亮

电话：0510-82833337

Email：maqx@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

- **公司宣布明年提价。**根据旗下巨石集团网站公告，宣布明年1月1日正式提价。1、对巨石埃及工厂生产的产品价格上调幅度大于7%；2、对因签订2014年全年合同，在本年度内未执行调价政策的客户，价格上调幅度大于8%；3、对上述所列1、2点以外之情形，价格上调幅度大于4%。
- **Q4业绩预计大幅提升。**2014 Q4，国内制造业转弱，11月汇丰制造业采购经理人指数（PMI）初值回落至50%，低于预期并创下六个月新低，就业分项指数已经连续13个月处在萎缩区域，但玻纤行业库存水平还是处于全年较低水平，出货顺畅。从行业出货量和价格推测，公司Q4业绩将接近前三季度总和，有大幅度提升，符合我们的盈利预测。
- **逆势提价彰显信心，预示明年更好。**公司主流产品价格在过去的3年内呈现“V”字反转，目前处于最高区域，整体行业景气度已经大幅度提升。公司继2014年7月1日再次宣布全球提价，体现了行业龙头的风范，对玻纤明年价格定调，有利于12月份和合约大客户讨论明年合同价。本轮率先提价，是基于明年供需状况即产能供给依然偏紧，对公司明年业绩提升盈利约3亿左右。
- **展望明年，公司业绩会更好。**除了价格提升，公司还一直保持对产品结构调整、保持产能利用率和注重发展中高端客户，这个体现在公司销量提升的同时，毛利还能有所提高。玻纤不同于传统大宗商品，不存在需求周期性下滑的风险，玻纤下游风能叶片、工程塑料、游艇和交通运输轻型化等刚性需求，均保持良好的增长势头，而目前的价格对全球其余玻纤厂家，盈利有所恢复但还未达投资回报要求，加上明年全球约50万吨产能进入冷修期，直接减少30万吨供应量，供应面继续偏紧，所以我们明年玻纤提价，范围在300~600元/吨，相当于中国玻纤每股收益增加0.24~0.48元，业绩弹性非常大。

- **公司北美建厂提升日程。**10月10日中国巨石第二十届国际玻纤年会上，巨石集团有限公司对外宣布北美项目一期计划总投资3亿美元，年产8万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线，将进入正式决策程序。与之前埃及项目追求低成本不同，巨石北美项目重在对产品高端化的探索，美国新工厂将在产品结构上全面对接美国市场，高端产品比例高。
- **积极发展全球高端客户。**根据行业客户反馈，随着公司产品结构改善，高端产品比例提高，进一步强化了对接全球高端客户的能力，按照目前工程塑料的国际大客户帝斯曼、朗盛、巴斯夫、索尔维等单个用户实际用量数万吨，作为高端客户对价格并不敏感，一旦选用，全球工厂调配供应，预计未来重点市场重点客户有突破。
- **继续维持“强烈推荐”评级。**我们修正预测销量，认为中国玻纤2014年实现108万吨销量，2015年115万吨销量，2016年120万吨。由于供需矛盾有利于玻纤厂家，改善售价。总体看我们预测中国玻纤主营毛利率会保持在35%左右，三项费用中管理和销售费用则会有较大幅度增加，主要是员工工资增加，巨石开拓海外业务，研发新产品和推广应用所致。预计财务成本则随着资金面缓和，实际贷款利率下调，估算稳中有降。预测公司2014-2016年每股EPS为0.62、0.90、1.03元，给予15倍PE，目标价格13.5元。
- **风险提示：**风险一：国内二线厂家扩产。一旦行业盈利好转，不排除国内5万吨□20万吨产能的现有二线厂家玻纤产能在看到未来2年内的暴利节点后会疯狂扩张；风险二：需求下滑。国内制造业、房地产和基建大幅度转弱，造成对玻纤需求量下滑。行业争先清货，量价齐跌；风险三：国外反倾销或者反补贴。巨石47%销售额来自出口，约40万吨产品销售到国外，其中美国、欧洲和印度属于重要战略市场。虽然2014年初埃及装置启用，但数量为8万吨，可以部分消除欧洲市场风险，在巨石美国产能投放之前，反倾销带来的高税率风险始终存在。

盈利预测表

财务数据 单位:百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	5038.39	5103.08	5209.64	6532.72	6981.44	7330.51	营业收入	5038.39	5103.08	5209.64	6532.72	6981.44	7330.51
增长率 (%)	5.74%	1.28%	2.09%	25.40%	6.87%	5.00%	减: 营业成本	3230.12	3384.62	3575.22	4210.00	4359.74	4619.74
归属母公司股东净利润	292.29	274.18	319.13	543.16	784.25	894.35	营业税金及附加	43.90	50.14	47.87	60.03	64.15	67.36
增长率 (%)	41.92%	-6.20%	16.39%	70.20%	44.39%	14.04%	营业费用	160.69	174.63	173.20	217.18	232.10	243.70
每股收益 (EPS)	0.335	0.314	0.366	0.622	0.899	1.025	管理费用	472.28	485.66	505.13	718.60	754.00	747.71
每股股利 (DPS)	0.000	0.092	0.095	0.115	0.166	0.189	财务费用	642.98	717.29	659.06	626.81	537.30	494.38
每股经营现金流	1.473	1.321	1.643	2.995	2.768	3.317	资产减值损失	21.75	9.85	19.26	33.00	31.00	31.00
销售毛利率	35.89%	33.68%	31.37%	35.56%	37.55%	36.98%	加: 投资收益	22.90	21.22	67.93	0.00	0.00	0.00
销售净利率	9.03%	5.56%	6.40%	8.69%	11.74%	12.75%	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净资产收益率 (ROE)	8.48%	7.54%	8.61%	13.09%	16.38%	16.21%	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投入资本回报率 (ROIC)	9.15%	6.15%	6.74%	6.98%	8.93%	9.43%	营业利润	489.56	302.11	297.83	667.10	1003.14	1126.61
市盈率 (P/E)	28.81	30.71	26.39	15.50	10.74	9.42	加: 其他非经营损益	61.34	70.33	144.94	90.00	90.00	120.00
市净率 (P/B)	2.44	2.31	2.27	2.03	1.76	1.53	利润总额	550.90	372.44	442.78	757.10	1093.14	1246.61
股息率 (分红/股价)	0.000	0.010	0.010	0.012	0.017	0.020	减: 所得税	95.69	88.86	109.16	189.28	273.29	311.65
收益率							净利润	455.21	283.58	333.62	567.83	819.86	934.96
毛利率	35.89%	33.68%	31.37%	35.56%	37.55%	36.98%	减: 少数股东损益	162.91	9.39	14.49	24.66	35.61	40.61
三费/销售收入	25.32%	27.00%	25.67%	23.92%	21.82%	20.27%	归属母公司股东净利润	292.29	274.18	319.13	543.16	784.25	894.35
EBIT/销售收入	23.40%	20.88%	21.00%	20.88%	23.05%	23.44%	资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
EBITDA/销售收入	39.04%	35.09%	34.89%	43.31%	44.86%	44.15%	货币资金	1337.93	1986.04	1875.37	65.33	69.81	73.31
销售净利率	9.03%	5.56%	6.40%	8.69%	11.74%	12.75%	应收和预付款项	1861.28	2493.23	2743.81	2781.75	3109.52	3080.48
资产获利率							存货	1514.29	1691.15	1627.04	2137.32	1760.93	2369.80
ROE	8.48%	7.54%	8.61%	13.09%	16.38%	16.21%	其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROA	7.46%	5.81%	5.75%	8.10%	9.85%	10.13%	长期股权投资	98.97	91.81	76.29	76.29	76.29	76.29
ROIC	9.15%	6.15%	6.74%	6.98%	8.93%	9.43%	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率							固定资产和在建工程	10627.11	11274.54	11818.16	10943.76	10544.36	10644.96
销售收入增长率	5.74%	1.28%	2.09%	25.40%	6.87%	5.00%	无形资产和开发支出	350.25	802.40	869.89	820.39	770.89	721.40
EBIT 增长率	19.51%	-9.62%	2.67%	24.67%	17.98%	6.80%	其他非流动资产	12.69	10.88	9.59	4.80	0.00	0.00
EBITDA 增长率	-1.68%	-8.96%	1.49%	55.69%	10.68%	3.34%	资产总计	15802.52	18350.05	19020.14	16829.63	16331.81	16966.23
净利润增长率	2.78%	-37.70%	17.65%	70.20%	44.39%	14.04%	短期借款	5838.51	5450.13	5850.00	2635.65	1917.66	1173.08
总资产增长率	1.71%	16.12%	3.65%	-11.52%	-2.96%	3.88%	应付和预收款项	782.17	1189.80	1105.67	1661.89	1206.87	1815.91
股东权益增长率	142.46%	5.49%	1.85%	11.96%	15.42%	15.23%	长期借款	4161.85	5129.15	5865.11	5865.11	5865.11	5865.11
经营资本增长率	202.96%	-50.41%	70.11%	0.46%	35.81%	-1.65%	其他负债	1529.51	2768.08	2411.08	2411.08	2411.08	2411.08
资本结构							负债合计	12312.04	14537.16	15231.85	12573.72	11400.72	11265.18
资产负债率	77.91%	79.22%	80.08%	74.71%	69.81%	66.40%	股本	581.75	872.63	872.63	872.63	872.63	872.63
投资资本/总资产	77.22%	67.89%	71.92%	75.80%	77.85%	75.09%	资本公积	1650.53	1359.65	1238.63	1238.63	1238.63	1238.63
带息债务/总负债	81.22%	72.77%	76.91%	67.61%	68.27%	62.48%	留存收益	1216.33	1405.55	1593.84	2036.80	2676.38	3405.73
流动比率	0.60	0.68	0.68	0.77	0.93	1.07	归属母公司股东权益	3448.61	3637.83	3705.10	4148.06	4787.63	5516.99
速动比率	0.40	0.50	0.51	0.44	0.60	0.61	少数股东权益	41.86	175.06	83.19	107.85	143.46	184.07
股利支付率	0.00%	29.28%	26.06%	18.45%	18.45%	18.45%	股东权益合计	3490.48	3812.89	3788.29	4255.91	4931.09	5701.06
收益留存率	100.00%	70.72%	73.94%	81.55%	81.55%	81.55%	负债和股东权益合计	15802.52	18350.05	19020.14	16829.63	16331.81	16966.23
资产管理效率							现金流量表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
总资产周转率	0.32	0.28	0.27	0.39	0.43	0.43	经营性现金净流量	1285.72	1153.09	1433.76	2613.70	2415.45	2894.87
固定资产周转率	0.50	0.52	0.54	0.63	0.74	0.92	投资性现金净流量	-1590.18	-1330.94	-1507.42	-502.50	-1032.50	-1510.00
应收账款周转率	2.94	2.44	2.21	2.65	2.60	2.69	筹资性现金净流量	40.63	878.46	270.87	-3921.25	-1378.46	-1381.38
存货周转率	2.13	2.00	2.20	1.97	2.48	1.95	现金流量净额	-270.24	695.91	67.01	-1810.05	4.49	3.49

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。