



东兴证券
DONGXING SECURITIES

美国和埃及产能建设开启新战略和成长

——中国玻纤（600176）事件点评

2015年01月12日

强烈推荐/维持

中国玻纤 事件点评

分析师：

赵军胜

Tel:010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512070003

事件：

2015年1月12日，公司发布公告称计划分别在埃及和美国各建设8万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线。埃及项目计划2015年1季度开工建设，2016年1季度投产完成。美国项目计划2015年2季度开工，预计2016年底前完成。

主要观点：

1. 国外生产线是公司布局国际化、市场全球化战略的落实，有利于公司尽享全球化玻纤需求稳定增长，成为真正的国际跨国龙头。

公司作为全球玻纤龙头企业，产能近100万吨，位居全球第一。但是公司的生产线主要在国内，国外上仅有埃及一条8万吨生产线。随着国外需求的提升，公司出口产品营业收入占比接近国内营业收入水平。国外产能的局限影响公司国际化市场的拓展。特别是欧洲反倾销税率的提升（2014年12月23日中国玻纤子公司巨石集团被欧盟终裁在2014年12月24日到2016年3月征收反倾销及反补贴税率为24.8%），虽然不会对中国玻纤的出口造成影响（中国玻纤对于欧盟出口销售收入为5753万美元，仅占同期公司营业收入的6.8%，同时公司埃及一期的8万吨产能可直接出口欧盟，消除了高反倾销税率的影响），但是对于公司长期的出口增长形成不确定的风险制约。

公司此次国外生产线的建设是公司布局全球化战略的步骤，有利于规避以后国外高贸易保护税对公司业绩增长的影响，同时降低了运输费用，有利于公司盈利水平的提升。将推动公司进一步打入国际市场，成为全球布局的玻纤国际龙头企业。

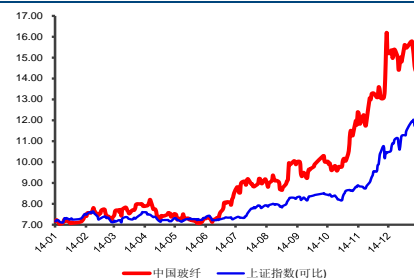
2、新生产线的建设将使得公司更多受益于一带一路的政策

中国玻纤出口销售收入占比接近国内收入水平，占销售收入比例近50%，出口主要方向为美国、欧盟、中东和东南亚地区，占总收入比例均为接近10%，新生产线的建设加大了欧美的产品的直接供给，公司可以为东南亚、中东等地区提供更多的产产品供给，使得公司可以更多受益于中国的一带一路大战略。公司原有销售渠道完善，同时属于国有企业，产品技术优势领先，随着一带一路的开展公司将成为优先的受益者。

交易数据

52周股价区间（元）	6.98-16.50
总市值（亿元）	126
流通市值（亿元）	126
总股本/流通A股（万股）	87263/87263
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.43

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《中国玻纤（600176）调研简报：低谷期供需逐步改善，强弹性玻纤龙头受益最大》 2012-11-13
- 2、《建筑建材行业优先股试点发行事件点评：优先股提供安全垫，带动建筑建材周期股业绩和估值修复》 2014-03-24
- 3、《建筑建材行业2014年中报点评：趋势回落中，探底是主流》 2014-09-03
- 4、《中国玻纤（600176）2014年3季报点评报告：乘行业之风，内部渐变发生中》 2014-10-26
- 5、《建筑建材行业2014年3季报点评报告：继续回落探底，周期尾部特征明显》 2014-11-03

3、新产能建设将增厚未来公司 EPS, 拓展股价空间, 开启新成长

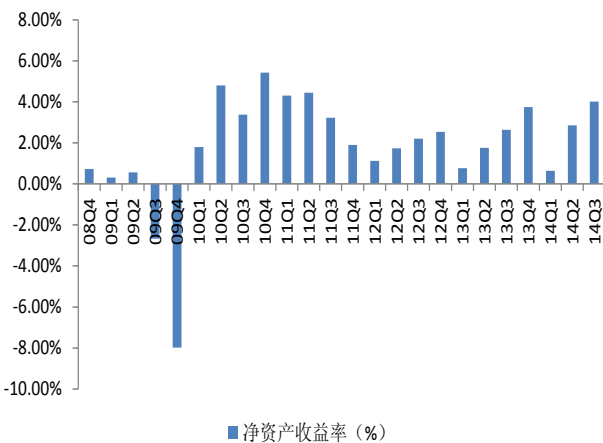
埃及生产线预计 2016 年 2 季度建成投产, 按照正常年份计算该生产线将实现营业收入 5.75 亿元, 年均息税前利润为 2.41 亿元, 预计增厚 EPS 约为 0.05 元-0.09 元之间, 按照 10 倍 PE 计算对应的股价空间约为 0.5 元-0.9 元。美国生产线预计 2016 年底前投产, 预计建成后年营业收入为 1.13 亿美元, 按照 1:6.2 的汇率计算约为 7.01 亿元, 年均息税前利润为 3203 万美元, 折合人民币为 1.99 亿元, 预计增厚 EPS 为 0.05 元-0.11 元, 增厚股价空间约为 0.5 元-1.1 元。公司国外生产线的布局开启公司新的广阔成长新空间。

4、盈利预测和投资评级:

公司作为玻纤行业的全球龙头企业, 不但市场全球化, 同时为了更好实施市场全球化, 逐步开始走出去实现生产线布局的全球化, 有利于公司全球市场的竞争力, 降低运输费用, 打破国外高的贸易保护主义税率的影响, 真正成为一个国际化的跨国公司, 开启公司新的成长空间。

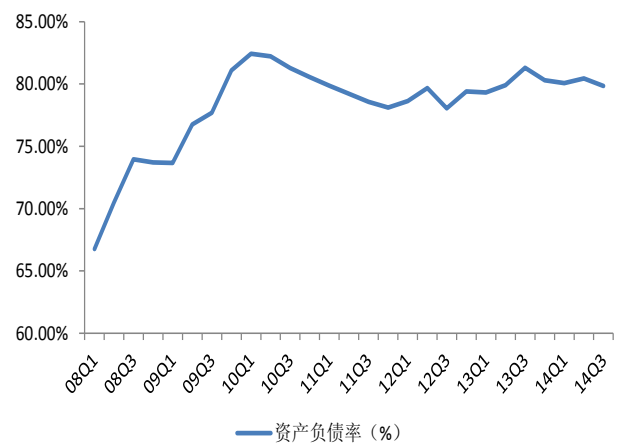
我们暂不考虑新建产能的影响, 预计公司 2014 年到 2015 年归属于母公司所有者的净利润为 4.49 亿元和 8.92 元, 对应的 EPS 为 0.52 元和 1.02 元, 以收盘价 14.49 元计算, 对应的动态 PE 为 27.9 倍和 14 倍, 考虑到全球化市场的情况下行业供需的稳定改善、打破制约公司发展束缚的充分条件已经具备、利率环境和融资对于公司财务负担的减轻、公司受益于一带一路政策和国际化布局带来的新的成长空间, 维持公司“强烈推荐”的投资评级。

图 1：中国玻纤单季度 ROE 变化



资料来源：东兴证券

图 2：中国玻纤资产负债率水平



资料来源：东兴证券

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合	6305.32	6431.98	6093.24	7303.54	7848.46	营业收入	5103.08	5209.64	6106.00	7523.00	8162.00
货币资金	2120.94	2061.14	1221.20	1504.60	1632.40	营业成本	3384.62	3575.22	3943.00	4557.00	4832.00
应收账款	1461.41	1478.37	1672.88	2061.10	2236.16	营业税金及附	50.14	47.87	55.00	68.00	73.00
其他应收款	126.62	97.41	114.17	140.67	152.62	营业费用	174.63	173.20	185.01	227.95	247.31
预付款项	276.37	288.01	288.01	288.01	288.01	管理费用	485.66	505.13	555.65	684.59	742.74
存货	1691.15	1627.04	1793.25	2072.50	2197.57	财务费用	717.29	659.06	857.62	852.96	960.68
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	9.85	19.26	17.00	0.00	0.00
非流动资产	12207.15	12798.03	13167.53	13549.70	13844.25	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	91.81	76.29	0.00	0.00	0.00	投资净收益	21.22	67.93	(4.00)	0.00	0.00
固定资产	9903.43	9591.45	11199.04	12177.63	12790.26	营业利润	302.11	297.83	488.72	1132.50	1306.27
无形资产	329.89	397.37	357.63	317.89	278.15	营业外收入	72.49	149.47	149.00	120.00	120.00
其他非流动	0.00	0.00	2.00	2.00	2.00	营业外支出	2.16	4.53	15.00	15.00	15.00
资产总计	18512.47	19230.01	19260.77	20853.24	21692.71	利润总额	372.44	442.78	622.72	1237.50	1411.27
流动负债合	9160.07	9297.90	8789.24	13017.77	12754.11	所得税	88.86	109.16	153.50	305.04	347.88
短期借款	5450.13	5850.00	7585.57	11665.74	11335.63	净利润	283.58	333.62	469.22	932.46	1063.39
应付账款	837.57	773.20	853.42	986.31	1045.83	少数股东损益	9.39	14.49	20.18	40.10	45.73
预收款项	139.24	127.86	127.86	127.86	127.86	归属母公司净	274.18	319.13	449.04	892.36	1017.66
一年内到期	1637.51	737.12	0.00	0.00	0.00	EBITDA	1742.16	1677.80	2206.69	2918.14	3287.25
非流动负债	5539.51	6143.82	6177.66	4680.66	4680.66	BPS (元)	0.31	0.37	0.52	1.02	1.17
长期借款	3939.44	4674.12	4674.12	4674.12	4674.12	主要财务比					
应付债券	1189.71	1190.99	1497.00	0.00	0.00	率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	14699.58	15441.72	14966.90	17698.43	17434.77	成长能力					
少数股东权	175.06	83.19	103.37	143.47	189.20	营业收入增长	1.28%	2.09%	17.21%	23.21%	8.49%
实收资本	872.63	872.63	872.63	872.63	872.63	营业利润增长	-38.29%	-1.42%	64.09%	131.73%	15.34%
资本公积	1359.65	1238.63	1238.63	-872.63	-872.63	归属于母公司	-6.20%	16.39%	40.71%	98.73%	14.04%
未分配利润	1275.70	1499.77	1933.09	2794.22	3776.26	获利能力					
归属母公司	3637.83	3705.10	4218.54	2999.64	4017.30	毛利率(%)	33.67%	31.37%	35.42%	39.43%	40.80%
负债和所有	18512.47	19230.01	19260.77	20853.24	21692.71	净利率(%)	5.37%	6.13%	7.35%	11.86%	12.47%
现金流	单位:百万元					总资产净利润	1.53%	1.73%	2.43%	4.47%	
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	7.54%	8.61%	10.64%	29.75%	25.33%
经营活动现	589.77	721.97	1658.63	1939.56	2693.70	偿债能力					
净利润	283.58	333.62	469.22	0.41	932.46	资产负债率(%)	79.40%	80.30%	77.59%	84.92%	80.56%
折旧摊销	722.76	720.91	6.49	(0.99)	932.68	流动比率	0.69	0.69	0.69	0.56	0.62
财务费用	(717.29)	(659.06)	(857.62)	(852.96)	(960.68)	速动比率	0.50	0.52	0.49	0.40	0.44
应付账款的	319.52	(64.37)	80.22	132.89	59.52	营运能力					
预收账款的	16.91	(11.38)	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.30	0.28	0.32	0.38	0.38
投资活动现	(991.37)	(569.43)	(1289.58)	(1275.11)	(1275.11)	应收账款周转	3.81	3.54	3.88	4.03	3.80
公允价值变	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转	4.99	4.44	4.85	4.95	4.76
长期股权投	(7.16)	(15.52)	(76.29)	0.00	0.00	每股指标(元)					
投资收益	21.22	67.93	(4.00)	0.00	0.00	每股收益(最新)	0.31	0.37	0.52	1.02	1.17
筹资活动现	1721.95	(212.55)	(1208.99)	(381.05)	(1290.79)	每股净现金流	0.78	0.22	(0.96)	0.32	0.15
应付债券增	1189.71	1.28	306.01	(1497.00)	0.00	每股净资产(最)	4.17	4.25	4.83	3.44	4.60
长期借款增	(222.41)	734.68	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	290.88	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	46.35	38.84	27.90	14.05	12.32
资本公积增	(290.88)	(121.02)	0.00	(2111.26)	0.00	P/B	3.45	3.38	2.97	4.18	3.12
现金净增加	1320.35	(60.01)	(839.94)	283.40	127.80	EV/EBITDA					

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材等行业研究。2014年第十届（暨2013年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。慧眼识券商2014年度最佳分析师量化评选第4名。

[单击此处输入文字。](#)

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。