

中国玻纤 (600176)
买入/维持评级

股价: RMB31.94

分析师

周煥
SAC 执业证书编号:S1000510120036
(0755)8249 2072
zhouhuan@mail.htlhsc.com.cn

联系人

鲍雁辛
(0755)8249 2810
baoyx@mail.htlhsc.com.cn

景气复苏愈加明确，产品价格或将继续上调

- 据媒体报道，受外需复苏良好影响，国内部分主要玻纤生产企业对产品提价5—8%。我们预计行业龙头中国玻纤子公司巨石集团也可能于近期提价，幅度我们保守估计在3—5%左右。
- 我们观察到，巨石玻纤出厂价格自07年7000余元/吨跌至09年谷底的4700元/吨左右，2010年市场均价提升至约5600元/吨，自2010年底公司宣布从2011年1月1日起提价7—12%后，目前达到6000元/吨出头，本次若提价3—5%将达到6300元/吨左右。
- 我们认为2011—12年玻纤行业仍处于景气复苏阶段，而供给增长较少，经我们统计，全球增量主要来自中国（国外没有新建线，部分存量产能可能会被关停），约13万吨，增长不到3%，而生产线建设周期至少一年，因此今年的两次提价仅仅是景气复苏阶段的前奏和序曲，未来还有提价空间，2011—12年公司毛利率仍可提升。
- 2010年公司有四条生产线（九江和桐乡），年产能共计20.5万吨投产，并集中在下半年，目前公司产能合计93.5万吨，预计今年接近满产。我们预计公司完成吸收合并巨石后将进一步整合上下游资源，解决关联交易问题，并改善资产结构（目前资产负债率超过80%），“十二五”期间公司产能规模有望进一步提升。
- 假设2011年完成非公开发收合并巨石，我们按照今年4月1日起平均提价4%计算，今年玻纤均价在6315元/吨，明年保守预期提升7%，达到6757元/吨，由于公司提价幅度和频率好于我们此前预期，我们上调**2011-2012年EPS至1.66元、2.25元**。公司业绩弹性较大，提价将带来业绩的显著提升。我们认为，玻纤行业两年内处于景气上升阶段，公司发展前景乐观，给予2011年23-25倍PE估值，合理价值区间38—42元。目前估值水平颇具吸引力，**维持“买入”评级**。
- 风险提升：玻纤下游需求复苏受挫，价格低于我们预期。

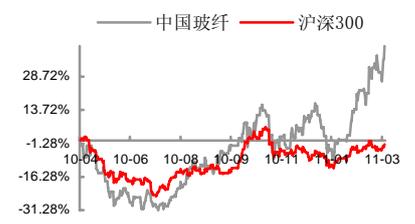
相关研究

- 《关注景气复苏带来的高弹性（买入）》20110321；
- 《供给缺口令高额反倾销税率难以维系（买入）》20101222；

基础数据

总股本(百万股)	427
流通A股(百万股)	427
流通B股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通A股市值(百万元)	13,651

最近52周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

经营预测与估值	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3170.9	4765.0	6194.7	6808.2
(+/-%)	-20.9	50.3	30.0	9.9
归属母公司净利润(百万元)	-154.8	206.0	968.5	1306.2
(+/-%)	-164.3	233.1	470.3	34.9
EPS(元)	-0.36	0.48	1.66	2.25
P/E(倍)	-80.86	90.22	19.18	14.23

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	4588	4598	5677	6117	营业收入	3171	4765.0	6194.7	6808.2
现金	1896	1607	1594	1699	营业成本	2706	3285.4	3997.3	4237.8
应收账款	1171	1110	1721	1868	营业税金及附加	8	17.0	20.4	21.2
其他应收款	71	142	175	198	营业费用	81	121.3	158.0	170.2
预付账款	282	175	433	375	管理费用	315	424.9	478.2	506.5
存货	911	1129	1357	1441	财务费用	474	481.5	466.3	377.3
其他流动资产	0	435	396	536	资产减值损失	26	23.8	22.1	23.3
非流动资产	9119	11040	11118	10943	公允价值变动收	12	0.0	5.9	3.0
长期投资	174	105	156	145	投资净收益	27	52.7	44.9	41.6
固定资产	7814	10550	10493	10351	营业利润	-399	463.8	1103.3	1516.4
无形资产	212	242	275	312	营业外收入	0	53.8	86.5	81.6
其他非流动	0	143	194	134	营业外支出	5	9.7	11.4	8.8
资产总计	13708	15639	16795	17061	利润总额	-300	508.0	1178.4	1589.2
流动负债	6768	9221	6042	4919	所得税	-34	65.1	150.9	203.5
短期借款	3779	4765	2661	1453	净利润	-266	442.9	1027.5	1385.6
应付账款	383	1764	1751	1578	少数股东损益	-112	236.9	58.9	79.5
其他流动负	0	2692	1629	1888	归属母公司净利	-155	206.0	968.5	1306.2
非流动负债	4347	3377	3344	3344	EBITDA	75	1959.7	2109.5	2456.2
长期借款	4315	3344	3344	3344	EPS (元)	-0.36	0.48	1.66	2.25
其他非流动	31	33	-0	-0					
负债合计	11115	12598	9386	8263	主要财务比率				
少数股东权	1375	1619	1677	1757	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
股本	427	427	582	582	成长能力				
资本公积	71	66	3239	3239	营业收入	-20.9%	50.3%	30.0%	9.9%
留存收益	726	936	1905	3211	营业利润	0.0%	16.2%	137.9	37.4%
归属母公司	1218	1422	5732	7041	归属母公司净利	0.0%	33.1%	370.3	34.9%
负债和股东	13708	15639	16795	17061	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	31.1%	35.5%	37.8%
					净利率(%)	-4.9%	0.0%	0.0%	0.0%
					ROE(%)	-12.7%	14.5%	16.9%	18.6%
					ROIC(%)	1.2%	7.3%	10.8%	12.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	81.1%	80.6%	55.9%	48.4%
					净负债比率(%)	133.71	78.59	74.14	72.05
					流动比率	0.68	0.50	0.94	1.24
					速动比率	0.54	0.38	0.71	0.95
					营运能力				
					总资产周转率	0.24	0.32	0.38	0.40
					应收账款周转率	3	4	4	4
					应付账款周转率	2.57	3.06	2.27	2.55
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	-0.36	0.48	1.66	2.25
					每股经营现金流	-0.30	1.35	1.21	3.15
					每股净资产(最)	6.07	2.44	9.85	12.10
					估值比率				
					P/E	-80.86	90.22	19.18	14.23
					P/B	4.83	13.06	3.24	2.64
					EV/EBITDA	295	12	11	10

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

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

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn