

建材/原材料

中国玻纤 (600176)

中国巨石登台，央企改革提速

	鲍雁辛 (分析师)	黄涛 (研究助理)
	0755-23976830	0755-23976764
	baoyanxin@gjas.com	huangtao@gjas.com
证书编号	S0880513070005	S0880113110040

本报告导读:

2015 年的国企改革我们判断或将主要在央企层面展开，我们认为公司或将成为核心受益者之一，叠加了玻纤行业 2015 年将延续提价趋势，我们对公司的发展乐观以待。
事件:

- 公司公告，拟将公司名称变更为“中国巨石”并扩大经营范围；

评论:

- 2014 年 9 月份将注册地变更至浙江桐乡（巨石集团所在地），此次进一步更名并扩大经营范围。我们认为，公司作为首批改革试点央企中建材子公司，试点有望率先落子，产业链延伸整合，而玻纤行业将延续提价趋势，令公司具备较大业绩向上弹性和估值提升的想象空间；
- 我们上调 2014-2016 年 EPS 的预测至 0.53 元、0.82 元（上调 0.19 元）、1.07 元（上调 0.27 元），考虑可比标的估值水平的整体提升（平均 29 倍 PE），目标价上调至 22.00 元（27 倍 PE），维持“增持”评级。
- 国企改革是 2015 年市场的重大“风口”，中国玻纤有望成为核心受益者之一：我们判断中央层面的国企改革顶层设计方案已接近达成共识，预计有望于 15 年一季度前后公布，未来可能在激励方面进一步激发全体员工的活力，而玻纤此次公告拓展经营范围，进一步延伸至复合材料等领域，借助改革所带来的制度红利，我们认为将推动公司延伸、整合、打通产业链，并向下游高附加值的复合材料领域进军。
- 玻纤提价周期，或令业绩向上高弹性：我们认为风电纱需求是促使 2014 年下半年玻纤结构升级和价格提升的重要因素，而近期出台的风电上网电价调整新政策或令风电纱需求再起预期，新政策为项目建设留出宽泛的建设时间，预计 2015 年风电将保持良好赶工形势，2015 年玻纤提价趋势有望贯穿全年，带来公司业绩或呈向上的高弹性。
- 风险提示：房地产投资的大幅下滑、主要原材料天然气的大幅涨价。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	5,103	5,210	5,673	6,901	8,019
(+/-)%	1%	2%	9%	22%	16%
经营利润 (EBIT)	1,008	908	994	1,430	1,728
(+/-)%	-11%	-10%	9%	44%	21%
净利润	274	319	461	712	932
(+/-)%	-6%	16%	45%	54%	31%
每股净收益 (元)	0.31	0.37	0.53	0.82	1.07
每股股利 (元)	0.14	0.10	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	19.8%	17.4%	17.5%	20.7%	21.5%
净资产收益率 (%)	7.5%	8.6%	11.1%	14.9%	16.6%
投入资本回报率 (%)	5.5%	4.8%	5.1%	6.9%	8.4%
EV/EBITDA	14.3	15.4	14.5	11.3	9.4
市盈率	53.8	46.2	32.0	20.7	15.8
股息率 (%)	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **22.00**

上次预测: 11.66

当前价: 16.90

2015.01.28

交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.99-16.91
总市值 (百万元)	14,747
总股本/流 A 股 (百万股)	873/873
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	18.57
日均成交值 (百万元)	249.52

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,878
每股净资产	4.44
市净率	3.8
净负债率	303.79%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.03	0.03
Q2	0.07	0.12
Q3	0.10	0.18
Q4	0.17	0.20
全年	0.37	0.53

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	14%	73%	143%
相对指数	8%	27%	79%

相关报告

《景气复苏，趋势依然》2014.10.27

《需求结构性改善，弱复苏格局延续》2014.08.20

《略超预期，底部温和复苏》2014.03.19

《行业的结构调整依然步履维艰》2013.11.02

《底部反弹趋势期待进一步确认》2013.05.14

模型更新时间: 2015.01.28

股票研究

原材料
建材

中国玻纤 (600176)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 22.00

上 预测: 11.66

当前价 : 16.90

公司网址

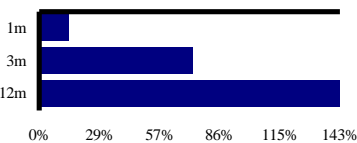
www.cfgecl.com.cn

公司简介

公司是中国建材股份有限公司玻璃纤维业务的核心企业,以玻璃纤维及制品的生产与销售为主营业务,是我国新材料行业进入资本市场早、企业规模大的上市公司。

经过多年的努力,公司已成为治理完善、战略清晰、资产优良、管理优秀、技术先进、营销网络完整的行业龙头企业。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

6.99-16.91

市值 (百万)

14,747

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	5,103	5,210	5,673	6,901	8,019
营业成本	3,385	3,575	3,890	4,545	5,231
税金及附加	50	48	52	63	74
销售费用	175	173	187	214	241
管理费用	486	505	550	649	746
EBIT	1,008	908	994	1,430	1,728
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	21	68	50	50	50
财务费用	717	659	591	599	590
营业利润	302	298	543	881	1,187
所得税	89	109	161	248	324
少数股东损益	9	14	21	32	42
净利润	274	319	461	712	932
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	2,121	2,061	1,702	2,070	2,406
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	92	76	76	76	76
固定资产合计	11,275	11,818	11,730	11,563	10,982
无形及其他资产	813	879	860	841	823
资产合计	18,512	19,230	19,073	20,561	21,123
流动负债	9,160	9,298	8,693	9,524	9,197
非流动负债	5,540	6,144	6,132	6,134	6,137
股东权益	3,638	3,705	4,144	4,768	5,612
投入资本(IC)	13,833	14,146	14,687	15,568	15,515
现金流量表					
NOPLAT	768	684	745	1,072	1,296
折旧与摊销	725	723	747	824	888
流动资金增量	-416	-343	73	-1,066	-546
资本支出	-954	-1,295	-538	-528	-178
自由现金流	123	-231	1,026	301	1,459
经营现金流	1,129	1,426	934	982	1,795
投资现金流	-1,331	-1,507	-488	-478	-128
融资现金流	878	271	-805	-135	-1,332
现金流净增加额	676	189	-359	368	335
财务指标					
成长性					
收入增长率	1.3%	2.1%	8.9%	21.6%	16.2%
EBIT 增长率	-10.9%	-9.9%	9.4%	43.9%	20.9%
净利润增长率	-6.2%	16.4%	44.6%	54.2%	30.9%
利润率					
毛利率	33.7%	31.4%	31.4%	34.1%	34.8%
EBIT 率	19.8%	17.4%	17.5%	20.7%	21.5%
净利润率	5.4%	6.1%	8.1%	10.3%	11.6%
收益率					
净资产收益率(ROE)	7.5%	8.6%	11.1%	14.9%	16.6%
总资产收益率(ROA)	1.5%	1.7%	2.4%	3.5%	4.4%
投入资本回报率(ROIC)	5.5%	4.8%	5.1%	6.9%	8.4%
运营能力					
存货周转天数	173	169	155	155	165
应收账款周转天数	96	103	108	98	100
总资产周转天数	1232	1322	1232	1048	949
净利润现金含量	4.12	4.47	2.03	1.38	1.93
资本支出/收入	19%	25%	9%	8%	2%
偿债能力					
资产负债率	79.4%	80.3%	77.7%	76.2%	72.6%
净负债率	277.5%	280.5%	253.4%	224.9%	174.4%
估值比率					
PE	53.8	46.2	32.0	20.7	15.8
PB	4.1	4.0	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	14.3	15.4	14.5	11.3	9.4
P/S	2.9	2.8	2.6	2.1	1.8
股息率	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%

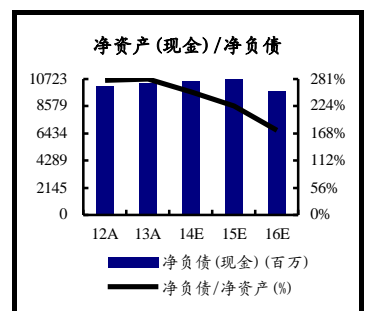
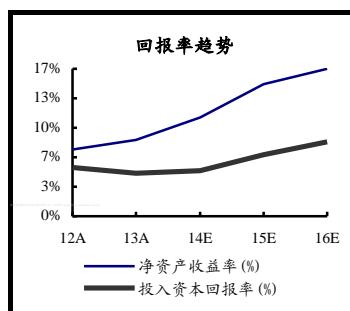
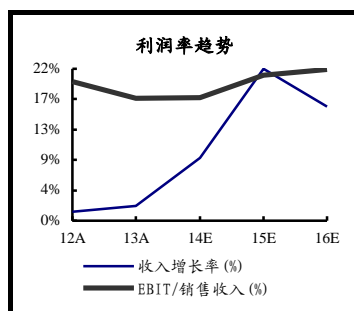
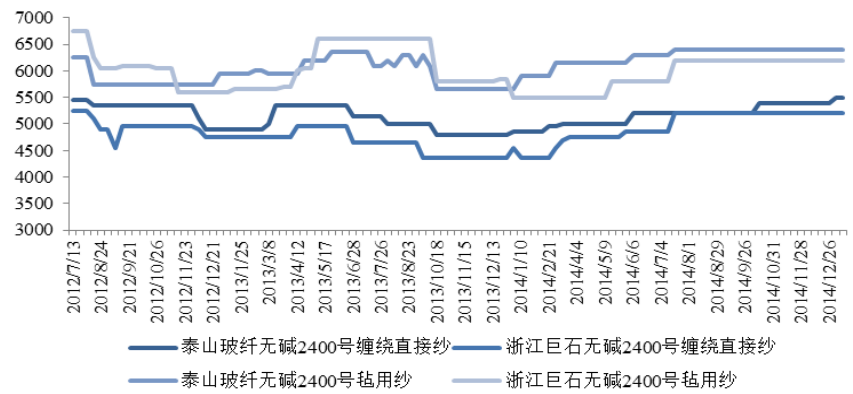


图 1 玻纤市场价格跟踪 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 国泰君安证券研究

表 1: 可比公司估值

	股票代码	股价	EPS(2015E)	PB (最新一期)	PE (2015E)
兔宝宝	002043	6.46	0.21	3.85	30.76
长海股份	300196	23.51	1.12	4.26	20.99
亚泰集团	600881	7.40	0.20	1.73	37.00
中材科技	002080	14.70	0.53	2.52	27.74
平均				3.09	29.12
中值				3.19	25.87

注: 股价截止 2015 年 1 月 27 日,除亚泰集团为国泰君安估算,其余均为 wind 一致预期
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		