

中国玻纤 (600176)

评级: 增持

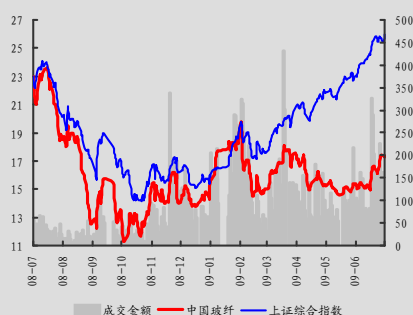
化工行业研究员

祖广平

010-88086830-693

zugp@rxzq.com.cn

600176 与上证指数走势对比



近期相关报告:

《中国玻纤(600176)调研报告》, 2008/10/17;

《中国玻纤(600176)三季报点评》, 2008/10/23。

中国玻纤 (600176): 迎来底部转折点

■ 上半年玻纤行业情况: 产量缓慢增长, 价格底部徘徊

产销量缓慢增长。2009年一季度以来, 国内玻纤产量开始有所回升; 4月份当月全国玻璃纤维纱产量为16.9万吨, 同比增长1.3%; 1~4月份, 全国玻璃纤维纱产量为66.5万吨, 同比增长5.7%, 保持低速增长态势。从09年1-4月份全国玻纤销售数据看, 产品销售率逐月提高: 2月份的产品销售率为89.1%, 3月份为94.3%, 4月份已达101.1%。

价格底部徘徊。从去年11月份开始出口及国内需求大幅下降, 企业库存明显增加, 国内玻纤价格也连续5个月持续下跌。随着库存的逐步减少, 4月份部分大型玻纤生产企业提高了玻纤价格, 出厂价达每吨6000元。

■ 中国玻纤(600176): 经营迎来底部转折点

产品价格稳定, 销量逐月上升。根据从公司了解到的情况, 目前公司的经营形势较为稳定: 从产品价格上看, 自4月份价格反弹以来, 公司产品价格一直保持稳定水平, 已经扭转了08年底以来的暴跌趋势, 进入盘整状态; 从销量来看, 09年初公司产销率仅为60%左右, 库存积压严重, 而近几个月公司产品销量一直保持着环比上升的趋势, 进入七月份已达到产销平衡。

经营迎来底部转折点。玻纤的下游行业中, 传统领域如建筑、交通等行业的需求已经被国家基建投资拉动起来; 新的应用领域中, 如各种工程材料、环保材料等, 也将随着汽车、新能源等行业而逐步复苏。随着下游各行业的复苏, 公司经营也迎来了底部转折点。

■ 业绩预测: 今明两年 EPS 分别为 0.69 元、0.94 元。

预计今明两年公司 EPS 分别为 0.69 元、0.94 元, 按 7 月 14 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 25.1 倍、18.4 倍, 在新材料行业中估值较低; 由静态 PB 看, 目前公司静态 PB 为 4.96 倍, 相当于 06 年中期水平, 处于历史上相对低位。目前公司面临着经营形势的转折, 未来业绩很可能超预期, 给予“增持”评级。

图表 1 公司盈利情况预测 (万元)

	2007 年报	2008 年报	2009E	2010E
主营业务收入	320086.7	400836.9	453606.3	590606.3
主营业务成本	214050.1	271079.1	316046.4	405046.4
净利润	63374.9	57680.4	69549.7	95137.2
基本每股收益(元)	0.72	0.57	0.69	0.94
PE	17.7	30.3	25.1	18.4

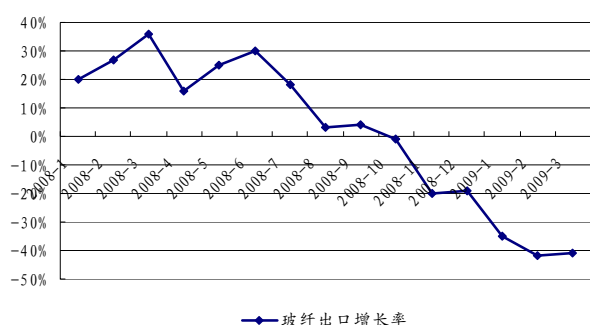
数据来源: 公司公告, 日信证券

1、上半年玻纤行业情况：产量缓慢增长，价格底部徘徊

玻璃纤维属于无机非金属材料中的一种，具有耐高温、抗腐蚀、强度高、比重、吸湿低、延伸小及绝缘好等一系列优异特性。目前玻纤不仅应用于传统工业、农业及建筑业等传统产业，而且已广泛应用于电子、通讯、核能、航空、航天、兵器、舰艇及海洋开发、遗传工程等高新技术产业；其新的应用领域正不断被开发出来。

受经济危机冲击，自去年 10 月份以来，玻璃纤维及制品出口开始下降，且出口的下降速度持续走高（见图表 2）；另一方面，国内需求也显著减少，同时玻纤产品价格连续走低，业内企业经营受到很大影响（图表 3，中国玻纤利润总额变动情况）。

图表 2 国内玻纤产品出口同比变动



数据来源：玻纤工业协会

图表 3 中国玻纤利润同比增长情况 (%)

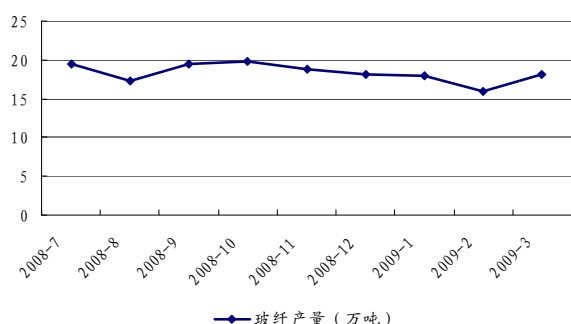


数据来源：公司公告

1.1、产销量缓慢增长。

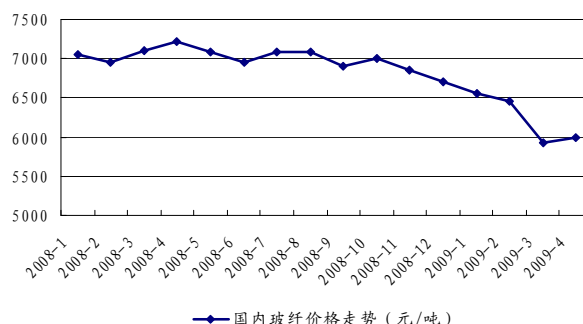
2009 年以来，玻纤行业一直处于底部运行，但是进入三月份后，玻纤产量开始有所回升；4 月份当月全国玻璃纤维纱产量为 16.9 万吨，比去年同期增长 1.3%，其中池窑玻璃纤维纱产量为 12.4 万吨，比去年同期下降 3.3%；1~4 月份，全国玻璃纤维纱产量为 66.5 万吨，比去年同期增长 5.7%，保持低速增长态势（国内玻纤单月产量见图表 4）。

图表 4 国内玻纤单月产量 (%)



数据来源：玻纤工业协会

图表 5 国内玻纤价格走势 (元/吨)



数据来源：玻纤工业协会

玻纤产品销售率逐月提高。从 09 年 1-4 月份全国玻纤销售数据看，产品销售率逐月提高：2 月

份的产品销售率为 89.1%，3 月份为 94.3%，4 月份已达 101.1%。4 月份当月重庆玻璃纤维纱产销率达到了 118%，浙江玻璃纤维纱产品销售率仍较低，仅为 87%，但与 2 月份的 77.5% 和 3 月份的 85.6% 相比也有了较大幅度的提高。

需要指出的是，销售的好转主要集中于国内市场，国外需求仍未明显回升。一季度，玻璃纤维及制品出口 18 万吨，比去年同期下降 40%；目前国外经济回暖迹象并不明显，可以认为二季度玻纤出口情况仍不乐观。

1.2、价格底部徘徊。

从去年 11 月份开始出口及国内需求大幅下降，企业库存明显增加，国内玻纤价格也连续 5 个月持续下跌。随着库存的逐步减少，4 月份部分大型玻纤生产企业提高了玻纤价格，出厂价达每吨 6000 元，比 3 月上涨 1% 左右，但价格仍比 08 年同期低 17.2%（国内玻纤价格走势见图表 5）。

2、中国玻纤（600176）：经营迎来底部转折点

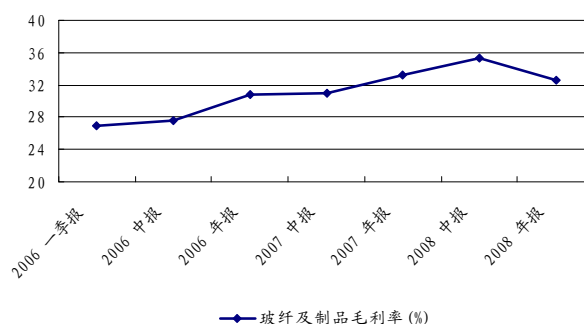
2.1、产品价格稳定，销量逐月上升

受到经济危机冲击，公司 08 年四季度及 09 年一季度经营业绩大幅下滑：08 年前三个季度公司主营业务收入达 32.4 亿元，但全年主营业务收入仅 40.08 亿元；08 年全年平均玻纤产品毛利率也由中期的 35.27% 下降到 32.58%；09 年一季度公司主营业务收入 5.86 亿元，同比下降 36%。

图表 6 公司主营业务收入同比增长率（%）



图表 7 公司玻纤及制品毛利率情况（%）



数据来源：WIND 资讯

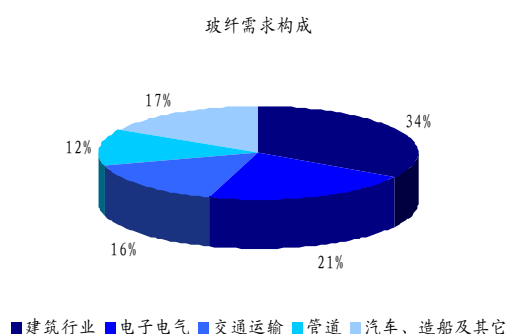
数据来源：WIND 资讯

根据从公司了解到的情况，目前公司的经营形势较为稳定：从产品价格上看，自 4 月份价格反弹以来，公司产品价格一直保持稳定水平，已经扭转了 08 年底以来的暴跌趋势，进入盘整状态；从销量来看，09 年初公司产销率仅为 60% 左右，库存积压严重，而近几个月公司产品销量一直保持着环比上升的趋势，进入七月份已达到产销平衡。

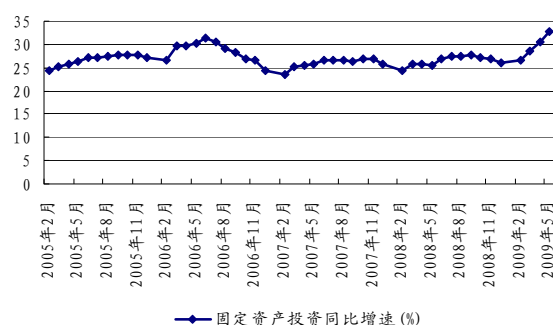
2.2、随着下游建筑行业复苏，公司经营迎来底部转折点

玻纤主要用于建筑、交通运输、电子电气、风电、汽车、船舶等领域，其中前三个行业对玻纤需求分别占到玻纤总需求的 31%、26%、15%，其它几个行业对玻纤的需求量也正在迅速提高。

图表 8 玻纤下游需求构成



图表 9 国内固定资产投资同比增长 (%)



数据来源: WIND 资讯

数据来源: 天相系统

玻纤的下游行业中,传统领域如建筑、交通等行业的需求已经被国家基建投资拉动起来;新的应用领域中,如各种工程材料、环保材料等,也将随着汽车、新能源等行业而逐步复苏。随着下游各行业的复苏,公司经营也迎来了底部转折点。

3、业绩预测。

08 年底,公司玻纤产能已达 88 万吨,国内产能第一。未来两年,公司在江西九江、四川成都建设的玻纤项目陆续投产,预计产能分别可达 104 万吨、120 万吨,继续保持国内最大的生产规模。

图表 10 部分新材料公司估值比较

代码	简称	价格 (7-14)	每股收益 (元)			市盈率		
			08A	09E	10E	08A	09E	10E
行业均值 (整体法)		13.25	0.34	0.51	0.70	23.9	26.9	19.7
002088	鲁阳股份	17.26	0.68	0.78	0.97	25.2	22.2	17.8
002165	红宝丽	17.77	0.60	0.59	0.74	41.7	30.3	23.9
002167	东方锆业	29.01	0.51	0.59	0.81	79.2	49.1	35.7
002211	宏达新材	9.85	0.18	0.19	0.41	54.7	53.1	24.3
600160	巨化股份	8.26	0.16	0.38	0.52	52.6	21.6	15.8
600176	中国玻纤	17.31	0.57	0.69	0.94	30.3	25.1	18.4
600299	蓝星新材	12.59	-0.29	0.21	0.61	-	59.2	20.5
600309	烟台万华	17.69	0.91	0.84	1.04	19.5	21.0	17.1

数据来源: WIND 资讯, 日信证券

预测假设: 今明两年公司玻纤销量分别为 70 万吨、90 万吨, 玻纤价格分别为 6400 元、6500 元/吨; 毛利率分别为 30.5%、31.5%。预计今明两年公司 EPS 分别为 0.69 元、0.94 元 (盈利预测见图表 12), 按 7 月 14 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 25.1 倍、18.4 倍, 在新材料行业中估值较低 (见图表 10)。由静态 PB 看, 目前公司静态 PB 为 4.96 倍, 相当于 06 年中期水平, 处于历史上相对低位 (见图表 11)。目前公司面临着经营形势的转折, 未来业绩很可能超预期, 给予“增持”评级。

图表 11 公司静态 PB 走势



数据来源：WIND 资讯

图表 12 公司盈利预测

万元	2008 年报	2009E	2010E
一、营业总收入	400836.85	453606.33	590606.33
营业收入	400836.85	453606.33	590606.33
二、营业总成本	336070.59	374618.33	480977.44
营业成本	271079.06	316046.40	405046.40
营业税金及附加	1535.91	2047.59	2624.20
销售费用	7890.89	13608.19	17718.19
管理费用	21442.65	24948.35	32483.35
财务费用	33164.52	17010.24	22147.74
资产减值损失	957.56	957.56	957.56
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益	(9274.69)	4000.00	4000.00
投资净收益	5486.36	2000.00	2000.00
四、营业利润	60977.93	84988.00	115628.89
加：营业外收入	10143.59	0.00	0.00
减：营业外支出	1937.63	1567.68	1517.96
五、利润总额	69183.89	83420.32	114110.93
减：所得税	11503.51	13870.66	18973.73
六、净利润	57680.38	69549.66	95137.20
减：少数股东损益	33238.65	40078.39	54823.36
母公司所有者净利润	24441.73	29471.27	40313.84
七、基本每股收益(元)	0.57	0.69	0.94

数据来源：公司公告，日信证券

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。