

需求不振致盈利能力快速下滑

中国玻纤 2008 年年报点评

报告关键点：

- ❏ 四季度盈利快速下滑
- ❏ 财务压力凸现，证券投资损失拖累盈利增长
- ❏ 静待底部回升

报告摘要：

- **2008年盈利低于预期：**中国玻纤今日公布了2008年年度报告。2007年公司实现营业收入40.08亿元，同比增长25.23%；营业利润6.1亿元，同比减少13.35%；归属于上市公司股东的净利润2.44亿元，同比减少18.87%，折回eps0.57元，低于我们的预期。公司盈利低于预期的主要原因是四季度盈利能力的快速下滑及交易性金融资产的损失。
- **需求不振，四季度盈利能力大幅下滑：**随着全球宏观经济增速的放缓，玻纤产品的需求受到较大影响。2008年玻纤及制品销量58万吨，比我们的预期低15%左右。11月份，公司主要玻纤产品价格进行了下调，幅度近10%。因此，四季度单季公司的综合毛利率下滑到20.5%，而三季度单季为35.43%。全年公司玻纤产品的毛利率为32.58%，同比下降了0.88个百分点，比上半年下降了2.69个百分点。2008年末，公司库存商品7.24亿元，同比上涨7.6倍。2008年巨石集团净利润6.67亿元，同比增长11.32%。
- **财务压力凸现，交易性金融资产损益拖累盈利：**由于公司产能的持续扩张，财务费用压力凸现，2008年公司财务费用3.32亿元，同比增长超过100%。2008年经营性活动现金流-4.57亿元，合每股经营性现金流-1.07元，同比下降175.59%。2007年公司投资天威保变等交易性金融资产为公司贡献了6808万元的净利润，而由于2008年股市大幅调整，交易性金融资产倒置公司亏损3812万元。虽然公司转让中建材投资有限公司股权获得收益1929万元，且政府补贴收入同比增加4615万元，但交易性金融资产的损益影响仍无法弥补。
- **产业领先优势突出，静待底部回升：**2008年巨石集团新增产能38万吨，年末公司总产能突破90万吨，成为全球产能最大的玻纤企业。公司的规模经济优势非常突出，是业内产品单耗最低的公司。我们认为，虽然玻纤产业目前处于景气度底部，但随着宏观经济的复苏，玻纤的需求也会逐步底部回升。2009年玻纤产品在风电和高速公路领域的销量将有明显改善。我们预计公司今年玻纤销量75万吨，考虑证券收益的贡献，预计公司今年的eps在0.68元，2010和2011年不考虑证券收益，预计公司eps分别为0.91元和1.27元。考虑到行业处在最坏的时期及资产注入的预期，我们调整公司评级至“增持-B”，6个月目标价20元，库存的消化值得关注。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,200.9	4,008.4	4,799.0	6,315.2	8,046.9
Growth(%)	56.8%	25.2%	19.7%	31.6%	27.4%
净利润	633.7	576.8	578.7	866.3	1,205.9
Growth(%)	119.7%	-20.8%	18.4%	34.7%	39.2%
毛利率(%)	33.1%	32.4%	27.9%	31.3%	32.4%
净利润率(%)	9.6%	6.1%	6.0%	6.2%	6.7%
每股收益(元)	0.72	0.57	0.68	0.91	1.27
每股净资产(元)	6.50	7.87	8.70	9.92	11.49
市盈率	24.9	31.5	26.6	19.7	14.2
市净率	2.8	2.3	2.1	1.8	1.6
净资产收益率(%)	22.8%	17.1%	15.6%	20.4%	24.6%
ROIC(%)	17.8%	15.0%	9.4%	12.5%	14.3%
EV/EBITDA	11.6	12.6	10.6	8.4	7.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	1.0%	2.1%

评级：

增持-B

上次评级： 买入-B

目标价格：**20.00 元**

期限： 6个月 上次预测： 22.80 元

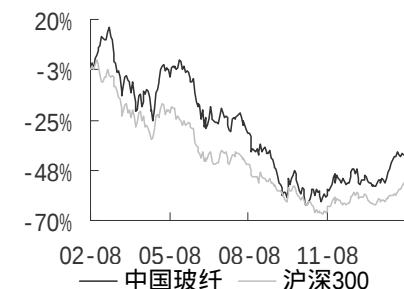
现价： 18.00 元

报告日期：**2009-02-10**

市场数据

总市值(百万元)	7,693.06
流通市值(百万元)	4,909.27
总股本(百万股)	427.39
流通股本(百万股)	272.74
12个月最高/最低	11.12/36.04 元
十大流通股东(%)	51.25%
股东户数	20,750

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.89	6.75	12.64
绝对收益	21.61	34.22	(40.70)

研究员

石磊

首席行业分析师

021-68765916

shilei@essences.com.cn

前期研究成果

中国玻纤：证券投资拖累盈利增长

2008-10-21

巨石集团：成本优势突出，增长前景看好

2008-09-22

中国玻纤：玻纤主业高增长，非主业损益影响大

2008-08-12

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-2-9**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,200.9	4,008.4	4,799.0	6,315.2	8,046.9	成长性					
减: 营业成本	2,140.5	2,710.8	3,459.0	4,337.5	5,443.3	营业收入增长率	56.8%	25.2%	19.7%	31.6%	27.4%
营业税费	13.9	15.4	20.2	26.5	33.8	营业利润增长率	125.5%	-13.3%	7.0%	64.8%	39.8%
销售费用	76.8	78.9	96.0	148.4	181.1	净利润增长率	119.7%	-20.8%	18.4%	34.7%	39.2%
管理费用	189.9	214.4	259.1	372.6	454.7	EBITDA 增长率	85.5%	17.8%	18.5%	35.6%	29.7%
财务费用	159.0	331.6	366.4	384.6	445.6	EBIT 增长率	100.8%	9.1%	8.2%	43.3%	33.5%
资产减值损失	7.8	9.6	21.8	0.7	6.2	NOPLAT 增长率	133.5%	10.8%	3.5%	33.0%	33.1%
加: 公允价值变动收益	80.9	-92.7	40.8	10.0	-	投资资本增长率	31.4%	65.1%	0.4%	16.0%	22.1%
投资和汇兑收益	9.9	54.9	35.0	20.0	20.0	净资产增长率	80.7%	21.2%	10.6%	14.0%	15.8%
营业利润	703.7	609.8	652.3	1,074.8	1,502.4	利润率					
加: 营业外净收支	34.1	82.1	45.0	8.0	5.0	毛利率	33.1%	32.4%	27.9%	31.3%	32.4%
利润总额	737.8	691.8	697.3	1,082.8	1,507.4	营业利润率	22.0%	15.2%	13.6%	17.0%	18.7%
减: 所得税	104.0	115.0	118.5	216.6	301.5	净利率	9.6%	6.1%	6.0%	6.2%	6.7%
净利润	633.7	576.8	578.7	866.3	1,205.9	EBITDA/营业收入	32.7%	30.8%	30.4%	31.4%	31.9%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	27.0%	23.5%	21.2%	23.1%	24.2%
货币资金	989.2	1,278.6	1,731.0	1,332.8	466.9	运营效率					
交易性金融资产	110.0	59.2	100.0	110.0	110.0	固定资产周转天数	443	592	641	506	434
应收帐款	599.1	997.2	474.6	509.5	649.3	流动营业资本周转天数	24	13	28	37	64
应收票据	85.5	78.5	105.2	138.4	176.4	流动资产周转天数	248	291	280	227	200
预付帐款	653.2	454.1	973.0	1,623.6	2,276.8	应收帐款周转天数	57	63	49	24	22
存货	263.3	916.9	284.3	475.3	894.8	存货周转天数	32	53	45	22	31
其他流动资产	-0.0	0.0	23.7	69.2	126.4	总资产周转天数	789	957	958	771	680
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	563	676	705	580	543
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	284.1	187.3	240.5	191.6	172.8	ROE	22.8%	17.1%	15.6%	20.4%	24.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.5%	4.5%	4.5%	6.1%	7.5%
固定资产	4,613.2	8,563.2	8,513.6	9,242.4	10,178.2	ROIC	17.8%	15.0%	9.4%	12.5%	14.3%
在建工程	743.7	76.6	95.3	357.2	814.3	费用率					
无形资产	118.4	146.5	165.2	183.8	202.5	销售费用率	2.4%	2.0%	2.0%	2.4%	2.3%
其他非流动资产	45.0	39.2	48.0	48.0	48.0	管理费用率	5.9%	5.3%	5.4%	5.9%	5.7%
资产总额	8,504.7	12,797.4	12,754.4	14,281.9	16,116.3	财务费用率	5.0%	8.3%	7.6%	6.1%	5.5%
短期债务	2,221.8	2,722.2	2,710.2	2,701.9	2,700.4	三费/营业收入	13.3%	15.6%	15.0%	14.3%	13.4%
应付帐款	1,417.2	1,810.7	1,213.0	1,497.3	1,580.8	偿债能力					
应付票据	53.1	92.5	-	-	-	资产负债率	67.4%	73.7%	70.8%	70.3%	69.5%
其他流动负债	459.7	407.2	590.4	822.2	1,105.3	负债权益比	206.3%	280.4%	242.8%	236.8%	228.3%
长期借款	1,556.0	4,400.7	4,500.7	5,000.7	5,800.7	流动比率	0.65	0.75	0.82	0.85	0.87
其他非流动负债	20.2	-	20.0	20.0	20.0	速动比率	0.59	0.57	0.75	0.75	0.71
负债总额	5,728.0	9,433.2	9,034.3	10,042.1	11,207.1	利息保障倍数	5.42	2.84	2.78	3.79	4.37
少数股东权益	1,522.1	1,871.7	2,045.4	2,331.2	2,729.2	分红指标					
股本	427.4	427.4	427.4	427.4	427.4	DPS(元)	-	-	0.14	0.18	0.38
留存收益	827.5	1,073.8	1,247.4	1,481.3	1,752.6	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	30.0%
股东权益	2,776.6	3,364.1	3,720.1	4,239.9	4,909.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	1.0%	2.1%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	633.7	576.8	578.7	866.3	1,205.9	EPS(元)	0.72	0.57	0.68	0.91	1.27
加: 折旧和摊销	190.9	297.9	442.0	521.7	620.6	BVPS(元)	6.50	7.87	8.70	9.92	11.49
资产减值准备	7.8	9.6	21.8	0.7	6.2	PE(X)	24.9	31.5	26.6	19.7	14.2
公允价值变动损失	-80.9	92.7	40.8	10.0	-	PB(X)	2.8	2.3	2.1	1.8	1.6
财务费用	150.9	196.6	380.1	366.4	384.6	P/FCF	-	-59.4	19.0	-13.6	-7.4
投资收益	-9.9	-54.9	-35.0	-20.0	-20.0	P/S	2.4	1.9	1.6	1.2	1.0
少数股东损益	325.1	332.4	289.4	476.4	663.2	EV/EBITDA	11.6	12.6	10.6	8.4	7.3
营运资金的变动	-348.8	-1,775.2	3.1	-501.0	-978.2	CAGR(%)	11.0%	27.9%	36.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	604.4	-456.9	1,707.2	1,738.7	1,943.3	PEG	2.3	1.1	0.7	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-1,188.2	-2,635.3	-75.8	40.0	20.0	ROIC/WACC	2.6	2.2	1.4	1.8	2.1
融资活动产生现金流量	975.0	3,392.5	-272.8	89.1	220.1	REP	0.8	0.8	1.2	0.8	0.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

石磊，同济大学无机非金属材料学士，复旦大学财务金融系硕士。2004 年 7 月至 2007 年 6 月就职于中信建投证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2007 年 7 月加盟安信证券研究所。2006 年、2007 年连续两年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，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。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essences.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essences.com.cn
李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essences.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essences.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essences.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essences.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essences.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essences.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034