

分析师： 邹戈，刘元瑞 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022
联系人： 邹戈 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

从 OC 年报看全球玻纤行业复苏

事件描述

全球玻纤龙头企业 Owens Corning 日前发布 2010 年报，主要内容如下：

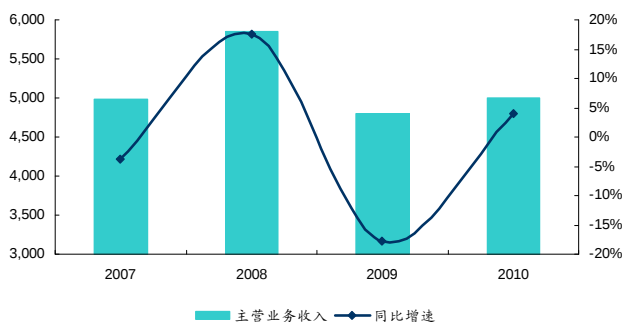
- OC 报告期内实现营业收入 49.97 亿美元，毛利润 9.56 亿美元，同比增长分别为 3.9% 和 11.2%。
- 其中属于玻纤制品的复合材料业务 2010 年实现收入 19.06 亿美元，同比增长 17%。
- 复合材料业务实现息税前利润 1.75 亿美元，同比增长 9%，利润增量约为 2.08 亿美元。

事件评论

第一，受益玻纤行业复苏，OC 公司 2010 年复合材料业绩大幅增长

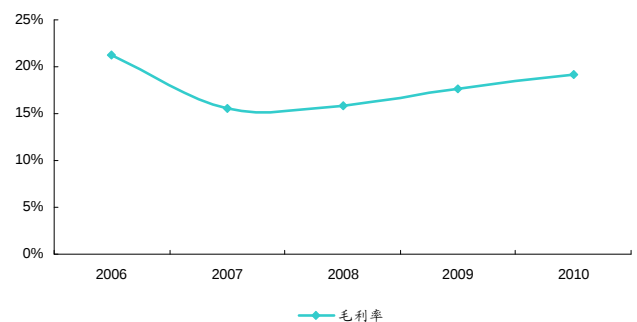
美国欧文斯科宁是目前全球最大的玻璃纤维生产商，占全球玻纤市场份额约 27%，其业绩表现往往反映了全行业的景气程度。我们看到，2010 年公司业绩出现明显反弹，报告期内实现营业收入 49.97 亿美元，毛利润 9.56 亿美元，同比增长分别为 3.9% 和 11.2%。

图 1：OC 主营业务同比有所上升



资料来源：OC 年报，长江证券研究部

图 2：OC 毛利率持续回复



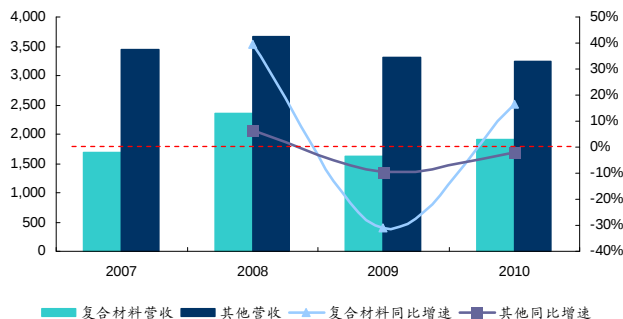
资料来源：OC 年报，长江证券研究部

进一步分析反弹的原因我们发现主要是源于公司复合材料业务的好转，2010 年复合材料业务实现营收和息税前利润分别为 19.06 和 1.75 亿美元，同比分别增长 17% 和 9%，比较上年同期的 -31% 和 -2%，复合材料业务出现明显回复，主要原因是全球经济回暖带来玻纤行业复苏进而带来了公司复合材料业务的量价齐升。

■ 量增：自 09 年玻纤行业需求开始回复到 2010 年末，公司复合材料业务的产能利用率回复到 08 年前三季度高位；

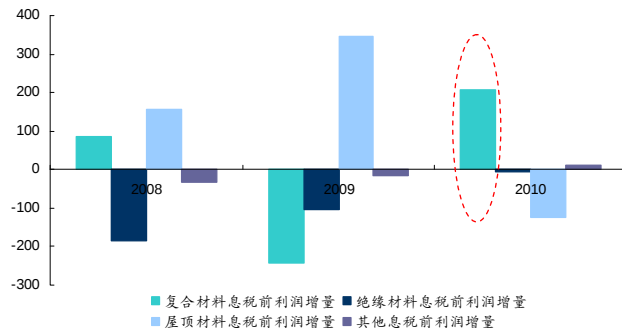
■ 价升：到 2010 年末，在所有市场的复合材料产品的价格均回到了 08 年经济危机前水平。

图 3：2010 年营收回复主要来自复合材料业务反弹



资料来源：OC 年报，长江证券研究部

图 4：复合材料业务息税前利润出现明显反弹



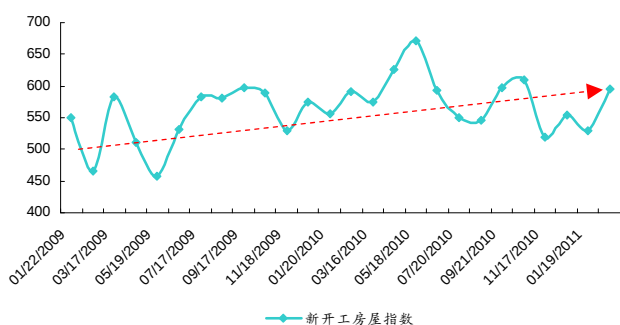
资料来源：OC 年报，长江证券研究部

2010 年全球新增玻纤供给只有小幅的增长，而对玻纤产品的需求则是全面复苏，新增供需缺口出现。

金融危机以来，全球玻纤企业在扩产计划上都比较谨慎，产能增长缓慢。除中国外，世界其他国家没有扩产情况；国内扩产的有巨石九江 2 条线（7+8 万吨）；巨石桐乡 1 条线（3.5 万吨），泰山玻纤 1 条线（6 万吨），重庆复合 1 条线（8 万吨）；考虑到建设周期（大约 18 个月），2011 年除了泰山玻纤 6 万吨新投产产能，全球几乎没有新增供给。

需求方面则出现全面回暖。玻纤广泛应用于宏观经济各个领域，其需求和全球宏观经济紧密相关。金融危机之后全球经济开启了全面复苏，据 IMF 的统计，2010 年全球的 GDP 增速达到 4.6%，而 09 年的 GDP 增速为 -2%。OC 公司在 2010 年产能利用率和产品价格的提高也从侧面反映出全球玻纤行业的景气复苏。由于玻纤在建筑和交通运输领域使用比例最大，约为 50%，我们分析 2010 年美国建筑和交通运输业发展情况，看到复苏趋势已经形成。

图 5：美国新开工房屋情况略有回复



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6：美国 2010 年汽车产量明显回复



资料来源：公司公告，长江证券研究部

过去 15 年的平均数据显示，玻纤需求增速大约是全球 GDP 增速的 1.5 到 2 倍。IMF 在 1 月 25 日修正了对全球经济增长的预估，称美国全球增长经济的减税措施应能提振在去年年底开始加速的全球经济复苏年底措施全球，今年全球经济可能增长 4.4%。因此我们预计今年全球对玻纤复合材料的需求将增长 8.8% 左右。

在 2011 年全球产能投放增速比较稳定的情况下，全球经济回暖带来玻纤行业的复苏将持续，为包括 OC 在内的玻纤企业业绩的持续增长提供了强有力的保障。

第二，全球玻纤行业持续转暖，看好中国玻纤

全球玻纤行业呈现出寡头垄断的格局，其中中国玻纤占 22% 的市场，行业参与者少使得寡头企业之间的业绩联动性较

强。从 2006 年开始，中国玻纤公司的产品出口比例维持在 50% 左右，国际玻纤市场对我国玻纤的推动作用，成为我国玻纤生产年平均增速 30% 左右的主要支撑。而从 OC2010 年的业绩增长来看，全球玻纤市场正处于持续转好、全面复苏的阶段。所以我们有理由相信自 2010 年起中国玻纤的出口业绩在 2011 年也将会有相应的增长。

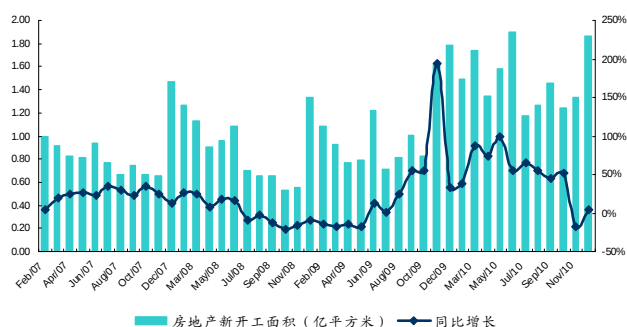
而从国内市场来看，汽车工业是中国玻纤下游行业交通运输的主要需求来源。国内汽车产量增速较快，从 07 年的月产 100 万辆以下增加到目前的月产 200 万辆左右。另外，自 07 年以来，房地产市的新开工面积也保持高位。

根据 2010 年中国玻纤业绩扭亏公告，2010 年公司业绩转好，归属母公司净利润同比增长 200% 以上。我们判断目前公司正处在业绩增长拐点上：

- 随着玻纤行业复苏的持续，行业去库存结束、价格步入提升周期，今年很可能出现供需缺口，届时公司将迎来量价齐升的局面。
- 玻纤行业作为高投入、重资产行业，杠杆非常大带来盈利弹性也非常大。

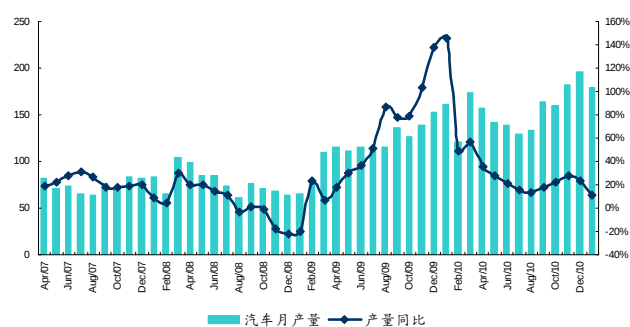
我们预计公司 2010-12 年 EPS 分别为 0.676、1.357、1.831 元（考虑到换股吸收合并后），对应 PE 分别为 44、22 和 16 倍，对于处在盈利拐点的公司，我们认为 2011 年业绩超预期是大概率事件，维持“推荐”评级。

图 5：国内房地产新开工绝对值保持高位



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6：国内汽车产量保持正向增长



资料来源：公司公告，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3171	4572	5767	6706	货币资金	1896	457	577	671
营业成本	2706	3125	3812	4332	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	465	1447	1955	2375	应收账款	1242	1725	2176	2530
% 营业收入	14.7%	31.6%	33.9%	35.4%	存货	911	1051	1282	1457
营业税金及附加	8	11	14	17	预付账款	282	325	397	451
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	81	114	144	168	流动资产合计	4588	3929	4899	5652
% 营业收入	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	315	366	438	503	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	9.9%	8.0%	7.6%	7.5%	长期股权投资	174	174	174	174
财务费用	474	519	506	516	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	14.9%	11.4%	8.8%	7.7%	固定资产合计	8654	9025	9055	10050
资产减值损失	26	74	24	19	无形资产	212	202	191	182
公允价值变动收益	12	0	0	0	商誉	17	17	17	17
投资收益	27	0	0	0	递延所得税资产	56	11	4	3
营业利润	-399	362	828	1153	其他非流动资产	7	7	7	7
% 营业收入	-12.6%	7.9%	14.4%	17.2%	资产总计	13708	13365	14347	16084
营业外收支	99	100	100	100	短期贷款	5542	4687	4637	5118
利润总额	-300	462	928	1253	应付款项	409	472	576	654
% 营业收入	-9.5%	10.1%	16.1%	18.7%	预收账款	175	252	318	370
所得税费用	-34	69	139	188	应付职工薪酬	84	97	118	134
净利润	-266	393	789	1065	应交税费	29	-91	-174	-231
归属于母公司所有者的净利润	-154.8	393.0	789.1	1064.7	其他流动负债	530	615	750	854
少数股东损益	-112	0	0	0	流动负债合计	6768	6032	6225	6898
EPS (元/股)	-0.36	0.68	1.36	1.83	长期借款	4315	4315	4315	4315
现金流量表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-127	780	1292	1632	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益					其他非流动负债	31	31	31	31
收回现金	4	0	0	0	负债合计	11115	10379	10572	11244
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	1218	1611	2400	3465
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益				
固定资产投资	-1311	-846	-555	-1564	少数股东权益	1375	1375	1375	1375
其他	-36	0	0	0	股东权益	2593	2986	3775	4840
投资活动现金流净额	-1346	-846	-555	-1564	负债及股东权益	13708	13365	14347	16084
债券融资	0	0	0	0	基本指标	2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	28	0	0	0	EPS	-0.362	0.676	1.357	1.831
银行贷款增加 (减少)	2618	-855	-139	534	BVPS	2.85	3.77	5.62	8.11
筹资成本	553	-519	-504	-513	PE	-68.62	36.78	18.32	13.58
其他	-1108	0	0	0	PEG	0.24	-0.13	-0.06	-0.05
筹资活动现金流净额	2091	-1374	-643	21	PB	8.72	6.59	4.43	3.07
现金净流量	618	-1439	94	90	EV/EBITDA	30.84	16.83	12.19	10.32
					ROE	-12.7%	8.6%	14.8%	16.6%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士，行业研究员

邹戈，上海交通大学安泰经济与管理学院会计系毕业，从事建材行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。