

分析师： 邹戈，刘元瑞 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 邹戈 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

业绩开始爆发——中国玻纤 1 季报点评

事件描述

4 月 28 日中国玻纤发布 1 季报：

- 报告期内实现营业收入 143390 万元，同比增长 82%；营业利润 15040 万元，同比增长 203%
- 实现利润总额 16038 万元，同比增长 165%
- 实现归属上市公司净利润 6051 万元，同比增长 264%，EPS 约为 0.14 元

事件评论

- 受益于欧美经济持续复苏和国内需求的持续旺盛，公司 1 季度以来产销持续偏紧，同时从 1 月 1 日开始执行玻璃纤维产品的出厂价提高 7%-12%，1 季度迎来量价齐升的局面，使得收入同比大幅增长 82%。
- 毛利率环比去年 4 季度保持上升趋势，由于建材行业的特性，从历史上来看，公司 1 季度最淡，4 季度最旺，今年 1 季度相比 4 季度保持上升态势（收入和毛利率）说明行业向上趋势很明显。毛利率同比下降，主要因为去年 1 季度由于产品结构的原因使得毛利率异常偏高，只是个别现象。

图 1：公司单季度收入增速

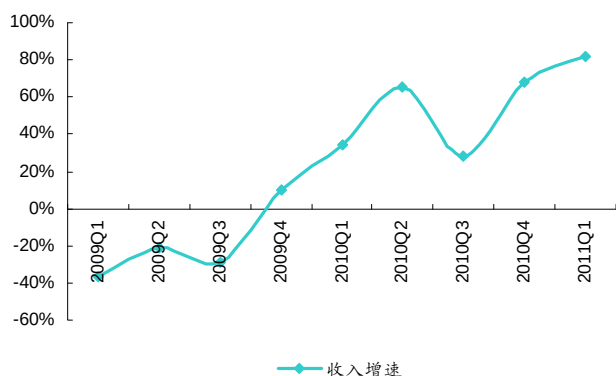
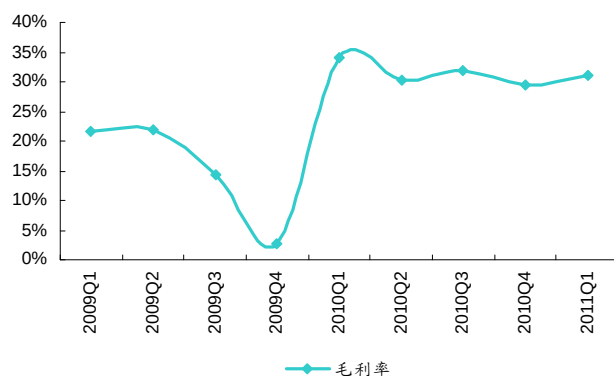


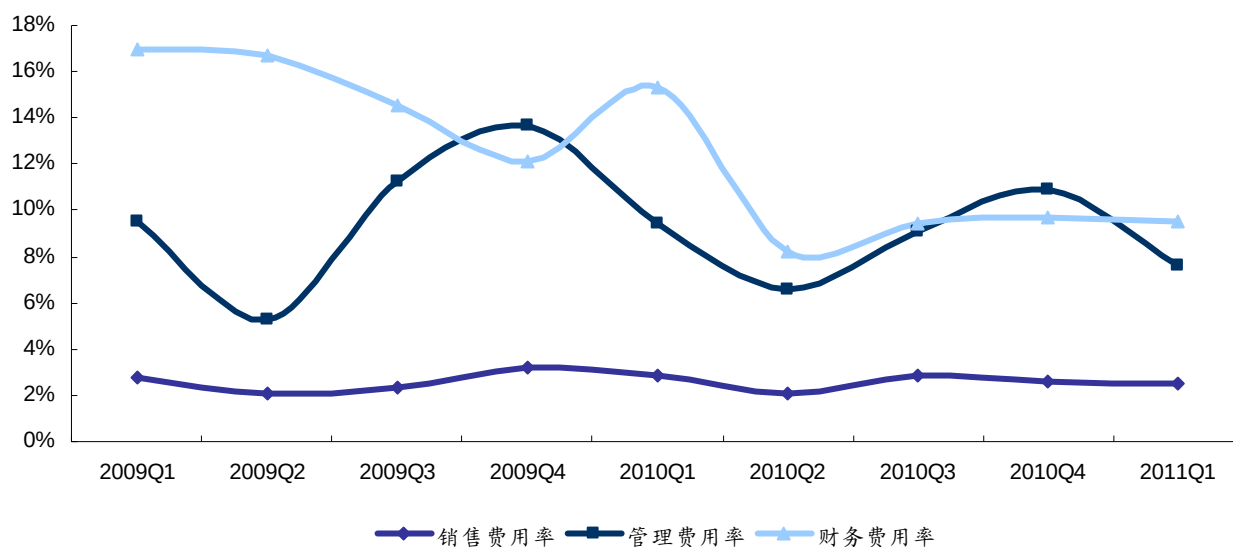
图 3：公司单季度毛利率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

资料来源：公司公告，长江证券研究部

- 公司的三项费用率也呈下降态势，尤其是财务费用率和管理费用率下降更加明显，究其原因，我们认为由于管理费用、财务费用属于相对固定的费用，随着行业景气的持续复苏，公司量价齐升将不断摊薄固定费用，三项费用率仍将持续下降，这也间接说明公司经营杠杆、财务杠杆和业绩弹性很大。

图 3：三项费用率持续下降


资料来源：公司公告，长江证券研究部

- 玻纤行业仍将面临持续偏紧的供需格局，从供给来看，6 大企业基本寡头垄断全球玻纤产能，经过金融危机后目前企业在产能扩张上都比较谨慎，粗纱还没有扩产迹象；从需求来看，一方面，欧美经济持续复苏带来需求不断增长，另一方面，玻纤下游应用越来越广，替代需求不断增加，玻纤行业仍处在上升趋势。目前泰山玻纤库存持续偏紧，巨石也处在持续去库存阶段，后续持续提价是大概率事件。
- 目前市场有人开始担心随着玻纤价格持续上涨，下半年会不会又开始大幅扩产。从我们最近调研玻纤上下游企业来看，今年不大可能出现大规模上池窑的情况。从国内外情况来看，行业 2007 年大上产能，结果 2008-2009 年全行业严重受损，目前企业对投资和新上产能都还比较谨慎；同时从国外情况来看，由于成本（人工、环境）的上升，最近几年国外都没有什么新增产能；从国内来看，政策规定新上池窑至少 5 万吨以上，需要 10 个亿以上的资金，目前在货币政策收紧情况下，资金壁垒使得很多中小企业没能力新上产能；同时由于欧美对国内的反倾销政策，未来不大可能在国内外大规模上新的产能；国内几家大企业（巨石、泰山、重庆国际）来看，目前还没看到有大规模扩产计划。
- 鉴于目前行业持续偏紧的趋势，我们上调 2011-2012 年业绩预测至 1.58、2.22 元（重组后），对应 PE 为 17、12 倍，考虑到行业正处在上升阶段，后续提价带来业绩超预期是大概率事件，我们维持“推荐”评级。

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	4765	6057	7198	货币资金	1896	477	606	720
营业成本	2706	3285	3975	4566	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	465	1480	2081	2632	应收账款	1242	1852	2333	2744
% 营业收入	14.7%	31.1%	34.4%	36.6%	存货	911	1105	1337	1535
营业税金及附加	8	12	15	18	预付账款	282	342	414	475
% 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	95	121	144	流动资产合计	4588	4161	5180	6058
% 营业收入	2.6%	2.0%	2.0%	2.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	315	334	424	504	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	9.9%	7.0%	7.0%	7.0%	长期股权投资	174	174	174	174
财务费用	474	490	462	452	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	14.9%	10.3%	7.6%	6.3%	固定资产合计	8654	8801	8582	9308
资产减值损失	26	24	31	42	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	53	0	0	递延所得税资产	56	4	5	6
营业利润	-399	578	1028	1472	其他非流动资产	7	7	7	7
% 营业收入	-12.6%	12.1%	17.0%	20.4%	资产总计	13708	13365	14156	15752
营业外收支	99	54	50	50	短期贷款	5542	4514	4134	4227
利润总额	-300	632	1078	1522	应付款项	409	496	600	689
% 营业收入	-9.5%	13.3%	17.8%	21.1%	预收账款	175	263	334	397
所得税费用	-34	95	162	228	应付职工薪酬	84	102	123	141
净利润	-266	537	916	1294	应交税费	29	-120	-200	-278
归属于母公司所有者的净利润	-154.8	537.0	916.0	1293.7	其他流动负债	530	634	771	890
少数股东损益	-112	0	0	0	流动负债合计	6768	5888	5763	6066
EPS (元/股)	-0.36	0.92	1.57	2.22	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	892	1532	2046	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	53	0	0	负债合计	11115	10235	10110	10412
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	1218	1755	2671	3965
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益				
固定资产投资	-1311	-848	-561	-1572	少数股东权益	1375	1375	1375	1375
其他	-36	0	0	0	股东权益	2593	3130	4046	5340
投资活动现金流净额	-1346	-795	-561	-1572	负债及股东权益	13708	13365	14156	15752
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	0.923	1.575	2.224
银行贷款增加 (减少)	2618	-1027	-380	92	BVPS	2.85	4.11	6.25	9.28
筹资成本	553	-490	-462	-452	PE	-74.61	29.26	17.16	12.15
其他	-1108	0	0	0	PEG	0.25	-0.10	-0.06	-0.04
筹资活动现金流净额	2091	-1517	-842	-360	PB	9.48	6.58	4.32	2.91
现金净流量	618	-1420	129	114	EV/EBITDA	32.58	13.53	10.34	8.47
					ROE	-12.7%	11.4%	16.3%	18.7%

资料来源：长江证券研究部

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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情的范围内，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。