

分析师：	邹戈	(8621)68751757	zouge@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490511040002
联系人：	邹戈	(8621)68751757	zouge@cjsc.com.cn		

盈利能力回升，中期业绩快速增长——中国玻纤 2011 年中报点评

事件描述

中国玻纤今日公布 2011 年半年报，其主要内容为：

- 报告期内实现营业收入 278,617 万元、营业利润 35,025 万元、利润总额 35,823 万元，同比分别增长 23.69%、98.87%、85.23%；
- 实现归属母公司净利润 12,943 万元，同比增长 63.40%，折 EPS 为 0.30 元，若考虑重组，则为 0.49 元。

事件评论

第一， 三次提价+玻纤产销量持续增加，营业收入稳定增长

报告期内，公司营业收入稳定增长，同比增速为 23.69%，其主要原因是：

- 价格不断提升。上半年公司产品价格处于持续上涨通道中：今年 1 月 1 日公司玻纤产品提价 7-12%，4 月提价 5%，7 月 1 日再次提价 10-14%，产品的价格提升促进了营收的稳定增长；
- 销量稳定增长。受全球经济复苏影响，2011 年玻璃纤维行业景气度持续提高。上半年，全国玻璃纤维纱产量、需求稳定增长。

第二， 毛利率同比大幅上升，净利增速高于营收增速

尽管营收同比增速只有 23.69%，但归属净利同比增速高达 63.40%，主要原因是产品盈利得到了提高，尽管上半年原料上涨，但由于价格增长幅度更大，公司上半年毛利率同比提升了近 3 个百分点，净利率同比提升 2.2 个百分点。

虽然从利润表上来看，还有三个因素产生了影响：1、资产减值损失大幅减少，去年同期公司计提了 6830 万的坏账损失，今年上半年大幅下滑至 1100 万；2、营业外收入（补贴）较去年同期减少了约 2500 万；3、所得税费用大幅提高（超出对应比例），主要是递延所得税调整增加 2500 万。综合来看，影响不大。

分季度来看，今年二季度营收和归属净利润同比增速较一季度均大幅下降，分别从 82.2%和 264%下降至-7.68%和 10.08%，主要是因为基数效应，此外，尽管公司二季度的毛利率较去年同期大幅提升，但费用率增长较快，净利率水平基本持平。

第三， 提价+收购美国代理商+埃及扩产，继续全球领先玻纤企业挺进

- 行业处在景气周期，上半年持续提价。今年的多次提价在时间和幅度上均超出此前预期，充分说明玻纤行业正处于新一轮景气向上周期；同时公司选在当前国内外宏观环境并不明朗的情况下宣布提价也体现了公司对行业和自我

身经营的坚定信心。行业的上升周期态势没有改变。

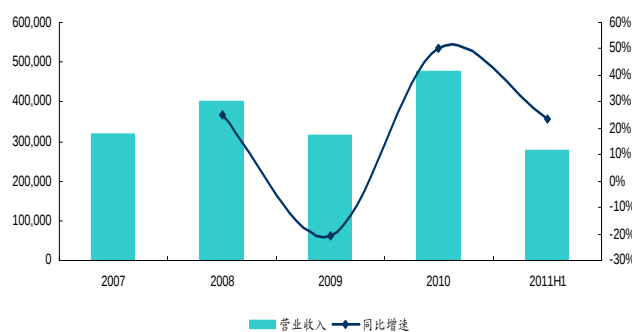
■ 收购代理商，直接接触下游客户。今年 7 月 28 日公司宣布收购其美国产品独家代理商 Gibson Enterprises, Inc (GIBSON 玻璃纤维有限公司，以下简称“美国 GIBSON 公司”)的唯一股东 Faithrich Enterprises Limited 100% 股权，以此实现对美国 GIBSON 公司的控制。美国 GIBSON 公司作为巨石集团的独家代理商已超过十年时间，2010 年巨石集团销售给美国 GIBSON 公司的产品销售额达到 47354 万元，同比增长 146%，占巨石集团同期营业收入的 10.02%。公司此次收购 Gibson 体现了其对美国市场的重视及对下游客户绝对掌控的诉求和能力，收购完成后，公司的盈利能力必将进一步提高（收购的完成绕开中间经销商，利率继续上升）。

■ 埃及扩产，开启生产全球化布局。7 月 28 日公司宣布控股子公司巨石集团拟投资 22330.95 万美元在埃及苏伊士经贸合作区设立巨石埃及并建设年产 8 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线。此前，公司已在香港、南非、韩国、印度、意大利、加拿大、美国等国家和地区设立了销售子公司。埃及生产线的设立将丰富公司生产的全球布局，使公司更加靠近欧洲市场并降低运输费用。8 万吨的新增产能释放也将为公司提供新的量的扩张（目前产能 94.5 万吨）。

第四， 维持“推荐”评级

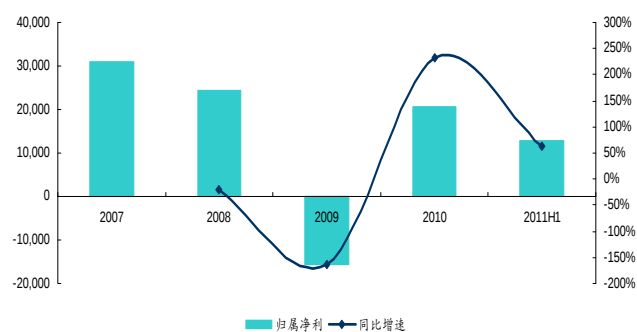
作为国内玻纤龙头，公司将分享行业景气周期，公司的全球化运营也将提供新的成长。预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.46、2.09 和 2.54，对应 PE 分别为 20、14 和 11 倍，维持“推荐”评级。

图 1: 2011 上半年营业收入稳定增长



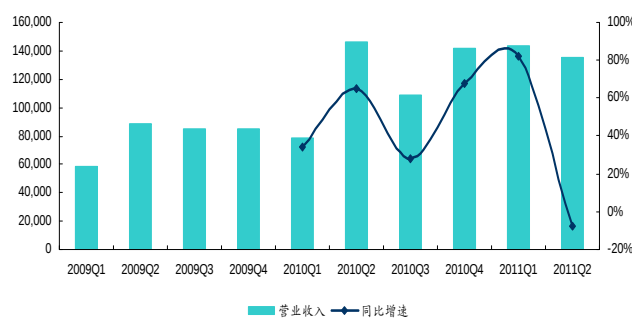
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 2: 2011 上半年归属净利润同增 63.40%



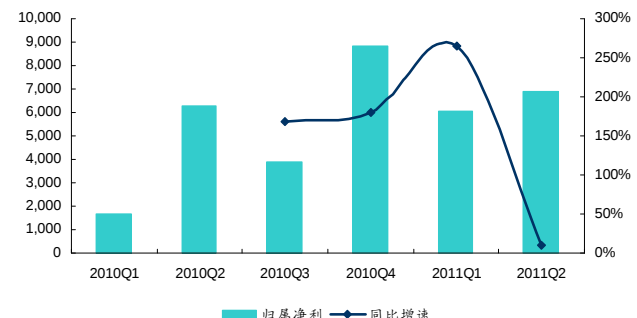
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 3: 二季度营收同比负增长



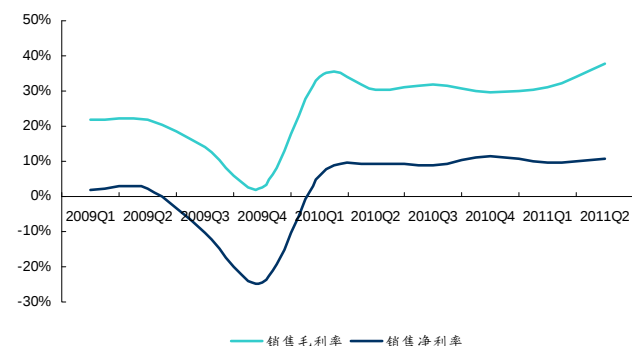
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 4: 二季度归属净利同环比均略增



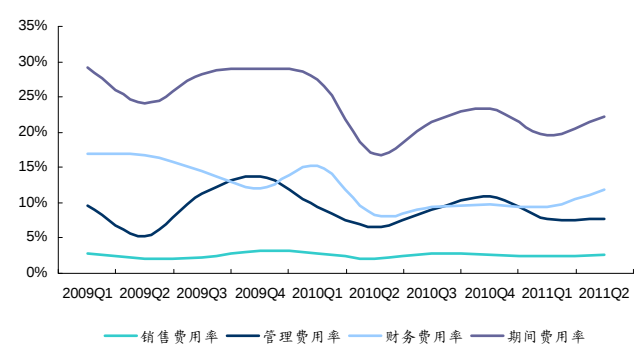
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 5: 上半年毛利率提升明显, 但净利率变化不大



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 6: 上半年期间费率同比略增, 季度差异较大



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)	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4765	6267	7613	8769	货币资金	1607	1567	1903	2192
营业成本	3285	4124	4924	5694	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1480	2142	2688	3075	应收账款	1252	1646	2000	2304
% 营业收入	31.1%	34.2%	35.3%	35.1%	存货	1129	1369	1633	1889
营业税金及附加	17	163	198	228	预付账款	175	212	253	293
% 营业收入	0.4%	2.6%	2.6%	2.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	121	125	152	175	流动资产合计	4598	5366	6485	7479
% 营业收入	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	425	457	556	640	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.9%	7.3%	7.3%	7.3%	长期股权投资	105	105	105	105
财务费用	481	450	401	343	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	10.1%	7.2%	5.3%	3.9%	固定资产合计	11516	11055	10566	10046
资产减值损失	24	17	16	13	无形资产	242	230	219	208
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	12	12	12	12
投资收益	53	0	0	0	递延所得税资产	47	2	2	2
营业利润	464	930	1366	1675	其他非流动资产	-882	-882	-882	-882
% 营业收入	9.7%	14.8%	17.9%	19.1%	资产总计	15639	15888	16506	16969
营业外收支	44	50	50	50	短期贷款	6557	5500	4427	2992
利润总额	508	980	1416	1725	应付款项	1849	2241	2674	3092
% 营业收入	10.7%	15.6%	18.6%	19.7%	预收账款	124	163	198	228
所得税费用	65	108	170	207	应付职工薪酬	90	109	131	151
净利润	443	872	1246	1518	应交税费	-2	-6	-8	-9
归属于母公司所有者的净利润	206.0	849.9	1213.8	1479.2	其他流动负债	603	718	858	992
少数股东损益	237	22	32	39	流动负债合计	9221	8726	8280	7447
EPS (元/股)	0.48	1.46	2.09	2.54	长期借款	3344	3344	3344	3344
现金流量表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	784	2156	2569	2877	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益					其他非流动负债	32	32	32	32
收回现金	0	0	0	0	负债合计	12598	12103	11657	10823
长期股权投资	-60	0	0	0	归属于母公司	1422	3733	4765	6022
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益				
固定资产投资	-411	-563	-576	-588	少数股东权益	1619	53	85	124
其他	-352	0	0	0	股东权益	3041	3786	4849	6146
投资活动现金流净额	-823	-563	-576	-588	负债及股东权益	15639	15888	16506	16969
债券融资	500	0	0	0	基本指标				
股权融资	3	0	0	0	EPS	0.482	1.461	2.087	2.543
银行贷款增加 (减少)	-231	-1056	-1074	-1435	BVPS	3.33	6.42	8.19	10.35
筹资成本	526	-577	-583	-565	PE	60.61	19.99	14.00	11.49
其他	-1249	0	0	0	PEG	0.65	0.22	0.15	0.12
筹资活动现金流净额	-450	-1633	-1657	-2000	PB	8.78	4.55	3.57	2.82
现金净流量	-490	-40	336	289	EV/EBITDA	12.91	10.05	8.04	6.74
					ROE	14.5%	22.8%	25.5%	24.6%

分析师介绍

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。