

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		

中国玻纤 2011 年三季报点评

事件描述

中国玻纤 10 月 31 日公布 2011 年三季报，其主要内容为：

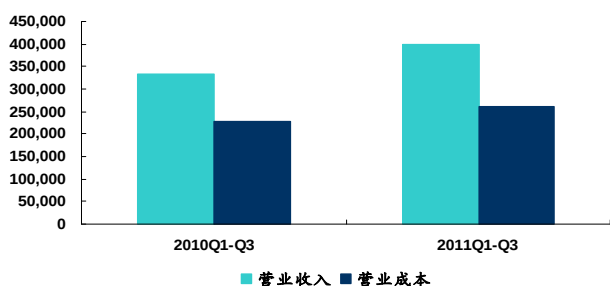
- 报告期内实现营业收入 399708.34 万元，同比增长 19.51%；营业利润 44763.81 万元，同比增长 55.33%。
- 实现利润总额 48033.97 万元，同比增长 55.85%。
- 实现归属母公司净利润 19559.46 万元，同比增长 65.99%。

事件评论

第一，海外经济影响，营收环比下滑

公司 3 季度单季实现营业收入 121091.09 万元，相比去年同期增长 10.87%，环比今年第二季度下降 10.45%。尽管产品均价较 2 季度环比还有所提高，但海外经济影响使得销量环比出现下滑。

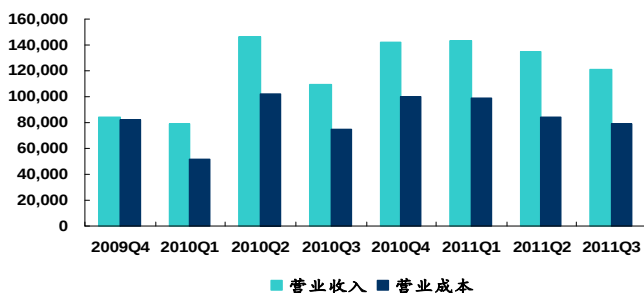
图 1：前三季度营收同比上升（2010~2011）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

单位：万元

图 2：第三季度营收环比下降（2009Q4~2011Q3）

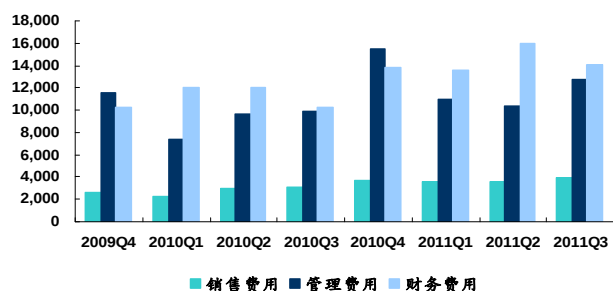


资料来源：公司公告，长江证券研究部

单位：万元

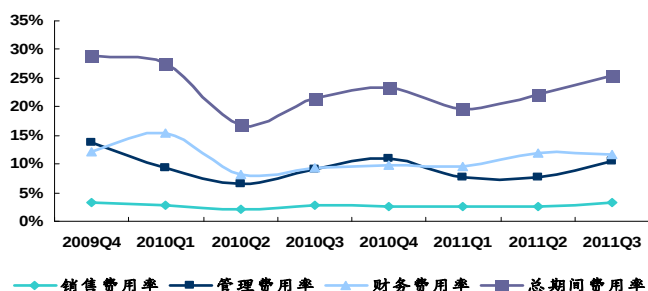
第二，受成本和期间费用率影响，净利润环比下滑

前三季度公司毛利率为 34.46%，相比去年同期上升 2.74%，其中 3 季度公司度毛利率 34.55%，环比二季度下降 3.38%，主要是由于成本上升。此外，公司的期间费用率在 3 季度也有所提高，销售费用率环比上升 0.62 个百分点，管理费用率环比上升 2.80 个百分点，财务费用率环比下降 0.22 个百分点。综合下来，3 季度公司的营业利润和净利润均出现较为明显的环比下滑。（最后 3 季度归属净利润增速高达 71%主要是由于 8 月后巨石集团剩下 49% 少数股东权益并表）

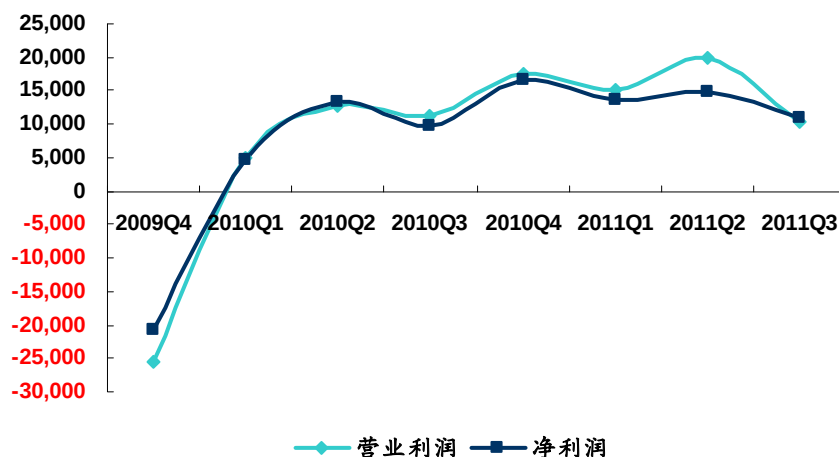
图 5：第三季度销售费用、管理费用上升


资料来源：wind，公司公告，长江证券研究部

单位：万元

图 6：第三季度销售费用率、管理费用率上升


资料来源：wind，公司公告，长江证券研究部

图 3：第三季度营业利润环比下降（2009Q4~2011Q3）


资料来源：wind，公司公告，长江证券研究部

单位：万元

第三、期待大环境的转好，维持“推荐”评级

由于海外需求再次疲软，4 季度或难超预期。中长期来看，玻纤行业作为朝阳产业，需求仍将保持稳步增长，公司今年收购了代理商（GIBSON），直接接触下游客户，同时在埃及扩产 8 万吨池窑，开启生产全球化布局，未来量价均有提升空间。预计公司 2011 年-2013 年 EPS 分别为 1.10、1.43 和 1.84 元，对应市盈率 17、13 和 10 倍，维持“推荐”评级。

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	5822	6605	7966	货币资金	1607	1456	1651	1992
营业成本	3285	3871	4392	5338	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1480	1951	2212	2629	应收账款	1252	1530	1735	2093
% 营业收入	31.1%	33.5%	33.5%	33.0%	存货	1129	1281	1454	1768
营业税金及附加	17	163	185	223	预付账款	175	198	225	274
% 营业收入	0.4%	2.8%	2.8%	2.8%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	121	146	165	199	流动资产合计	4598	4997	5669	6854
% 营业收入	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	425	495	528	637	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.9%	8.5%	8.0%	8.0%	长期股权投资	105	105	105	105
财务费用	481	450	404	358	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	10.1%	7.7%	6.1%	4.5%	固定资产合计	11516	11051	10553	10026
资产减值损失	24	12	9	16	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	1	1	2
营业利润	464	686	921	1195	其他非流动资产	-882	-882	-882	-882
% 营业收入	9.7%	11.8%	13.9%	15.0%	资产总计	15639	15514	15676	16324
营业外收支	44	50	50	50	短期贷款	6557	5504	4533	3507
利润总额	508	736	971	1245	应付款项	1849	2098	2380	2894
% 营业收入	10.7%	12.6%	14.7%	15.6%	预收账款	124	152	172	207
所得税费用	65	81	117	149	应付职工薪酬	90	102	116	141
净利润	443	655	855	1096	应交税费	-2	-5	-6	-8
归属于母公司所有者的净利润	206.0	638.3	832.6	1067.7	其他流动负债	603	687	774	940
少数股东损益	237	17	22	28	流动负债合计	9221	8537	7969	7681
EPS (元/股)	0.48	1.10	1.43	1.84	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	2006	2261	2465	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	11914	11346	11058
长期股权投资	-60	0	0	0	归属于母公司	1422	3553	4261	5168
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益				
固定资产投资	-411	-558	-566	-580	少数股东权益	1619	47	69	97
其他	-352	0	0	0	股东权益	3041	3600	4330	5266
投资活动现金流净额	-823	-558	-566	-580	负债及股东权益	15639	15514	15676	16324
债券融资	500	0	0	0	基本指标	2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	3	0	0	0	EPS	0.48	1.10	1.43	1.84
银行贷款增加 (减少)	-231	-1053	-971	-1026	BVPS	3.33	6.11	7.33	8.89
筹资成本	526	-546	-529	-518	PE	39.22	17.22	13.20	10.30
其他	-1249	0	0	0	PEG	0.54	0.24	0.18	0.14
筹资活动现金流净额	-450	-1599	-1500	-1545	PB	5.68	3.09	2.58	2.13
现金净流量	-490	-151	196	340	EV/EBITDA	9.85	8.47	7.17	5.93
					ROE	14.5%	18.0%	19.5%	20.7%

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。