

产能扩张带动盈利提升

中国玻纤 2008 年一季报点评

评级： 买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格： 45.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 45.00 元

现价： 26.92 元

报告日期： 2008-04-16

报告关键点：

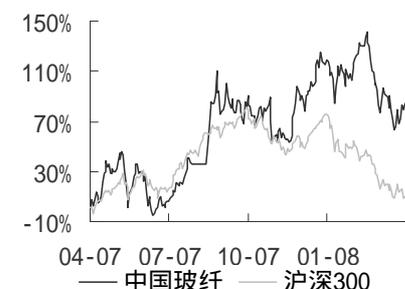
- 📖 产能扩张带动盈利提升
- 📖 费用控制良好，费用率下降
- 📖 非经常性损益盈亏相抵

报告摘要：

- 一季度盈利大幅提高：中国玻纤今日公布了2008年一季度报告。今年一季度公司实现营业收入9.19亿元，同比增长41.23%；实现归属于上市公司股东的净利润5619.9万元，同比增长108.37%，折合eps0.1332元。
- 产能扩张带动盈利提升：公司的盈利大幅提升源自产能的扩张，桐乡本部年产12万吨的无碱池窑拉丝生产线在去年6月份投产，成都生产基地年产4万吨的生产线去年底投产，我们预计今年一季度贡献了3万吨的产销量。从盈利能力来看，今年一季度公司实现营业利润率34.89%，同比提高了2.32个百分点。我们认为，在出口退税率下调、人民币升值以及燃料成本提高的情况下，公司利润率的上升主要得益于生产线投产后的规模经济效应和公司实施的节能降耗措施。另外，从玻纤产品价格来看，去年一至四季度，玻纤价格持续提价，总涨幅在5%-6%左右，因此，今年一季度国内公司产品价格的同比上涨也是盈利提高的重要原因。
- 费用率控制良好，非经常性损益影响盈亏相抵：公司的费用率控制继续好转，销售费用同比出现回落，管理费用率也有下降。此外，公司一季度实现营业外收入1607.78万元，而去年同期只有145万元，主要是政府补助的大幅增加所致，对盈利的增长贡献较大。公司一季度参股公司盈利减少导致投资收益大幅回落，公司投资天威保变计入公允价值的变动收益同比下降了911.57万元。实际上，公司营业外收入和投资收益、公允价值变动收益对盈利的贡献基本盈亏相抵，公司盈利水平反映了主营玻纤业务的盈利能力。
- 产能处于爆发性扩张期，全球玻纤产业龙头可期：我们认为，中国玻纤已经处于产能的大幅扩张期，全球玻纤产业龙头的地位指日可待。对于出口退税率下调的影响，公司在签订合同时已经考虑到不可抗力的因素，出口价格能够机动调整。而对于人民币的持续升值，公司出口合同开始缩短合同期限，通过季度合同的及时调价来消化汇率波动。我们维持对公司2008年和2009年eps分别为0.91元和1.23元的业绩预测（未考虑资产注入），如果考虑资产注入在今年上半年完成，则公司2008年和2009年的eps将分别超过1.3元和1.7元。我们维持对公司“买入-A”的投资评级，6个月目标价45元。

市场数据

总市值(百万元)	11,505.39
流通市值(百万元)	6,191.54
总股本(百万股)	427.39
流通股本(百万股)	230.00
12个月最高/最低	13.56/36.04元
十大流通股东(%)	28.14%
股东户数	16,466

12 个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.97	21.45	73.89
绝对收益	(5.85)	(13.47)	83.94

研究员
石磊 高级行业分析师
 021-68801207 shilei@essences.com.cn

财务和估值数据摘要

利润表(百万元)	2006	2007	2008F	2009F	2010F
主营业务收入	2,016.8	3,200.9	5,000.0	6,270.0	7,930.0
Growth(%)	37.7%	58.7%	56.2%	25.4%	26.5%
净利润	136.1	308.6	388.1	523.9	674.6
Growth(%)	10.2%	126.8%	25.8%	35.0%	28.8%
主营利润率(%)	30.9%	32.7%	33.0%	33.0%	33.0%
净利润率(%)	6.7%	9.6%	7.8%	8.4%	8.5%
每股收益(元)	0.32	0.72	0.91	1.23	1.58
每股净资产(元)	1.97	2.94	3.57	4.43	5.53
市盈率	84.57	37.28	29.65	21.96	17.05
市净率	13.67	9.17	7.54	6.08	4.86
净资产收益率(%)	20.9%	26.7%	28.9%	28.9%	28.3%
投资回报率(%)	9.4%	14.9%	14.8%	14.3%	14.2%
EV/EBITDA	26.46	16.38	11.01	9.56	8.24
股息收益率	0.37%	0.00%	1.01%	1.37%	1.76%

前期研究成果

- 中国玻纤：投资收益超预期，期待换股增发 2008-03-06
- 中国玻纤：量价齐升带动业绩增长 2007-10-29
- 产能扩张步入全球玻纤巨头行列 2007-08-10

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间

2008-04-16

财务报表(百万元)						模型更新时间				
	2006	2007	2008F	2009F	2010F	2006	2007	2008F	2009F	2010F
利润表(百万元)						财务指标				
主营业务收入	2,016.8	3,200.9	5,000.0	6,270.0	7,930.0	销售利润率				
减:主营业务成本	1,387.3	2,140.5	3,328.5	4,173.4	5,277.6	主营业务利润率	30.9%	32.7%	33.0%	33.0%
减:营业税金	6.9	13.9	21.0	26.3	33.3	EBITDA Margin	28.0%	30.4%	32.3%	32.2%
主营业务利润	622.6	1,046.4	1,650.5	2,070.3	2,619.0	EBIT Margin	21.3%	24.7%	25.3%	25.2%
加:其他业务利润	24.2	-	20.0	20.0	20.0	NOPLAT Margin	15.6%	23.2%	20.0%	19.9%
减:营业费用	69.2	76.8	115.0	144.2	198.2	净利润率	6.7%	9.6%	7.8%	8.4%
减:管理费用	152.1	189.9	295.0	369.9	459.9	投资资本效率				
减:财务费用	117.7	159.0	260.3	290.1	335.5	固定资产周转率	0.83	0.81	0.96	0.96
营业利润	307.8	612.9	1,000.2	1,286.0	1,645.4	流动资金周转率	3.99	15.03	12.24	6.21
加:投资收益	4.5	9.9	5.0	5.0	5.0	流动资产周转率	1.27	1.45	1.67	1.68
加:非经常性损益	12.0	34.1	5.0	5.0	5.0	应收帐款周转率	4.76	6.56	6.15	5.11
利润总额	324.3	737.8	1,010.2	1,296.0	1,655.4	存货周转率	7.52	11.38	10.38	7.95
减:所得税	86.7	104.0	212.2	272.2	380.7	总资产周转率	0.43	0.46	0.52	0.53
净利润	136.1	308.6	388.1	523.9	674.6	投资资本周转率	0.60	0.64	0.74	0.72
资产负债表(百万元)						投资回报率				
货币资金	603.3	989.2	750.0	1,029.7	1,303.3	ROE	20.9%	26.7%	28.9%	28.9%
应收帐款	484.3	491.0	1,136.2	1,316.4	1,586.0	ROA	5.7%	8.7%	9.2%	9.6%
应收票据	65.2	85.5	140.0	188.1	222.0	ROIC(税前)	12.8%	15.9%	18.7%	18.1%
存货	299.3	263.3	700.0	877.8	991.2	ROIC(税后)	9.4%	14.9%	14.8%	14.3%
其他流动资产	231.3	761.3	550.0	752.4	872.3	增长率				
固定资产净额	3,260.9	4,613.2	5,750.0	7,273.2	9,119.5	主营收入增长率	37.7%	58.7%	56.2%	25.4%
在建工程	34.3	-	650.0	180.0	50.0	主营利润增长率	34.7%	68.1%	56.2%	25.4%
其他固定资产	-0.0	743.7	-	-	-	EBITDA 增长率	31.4%	72.5%	66.0%	25.0%
其他资产	491.6	447.5	1,150.0	1,316.7	1,665.3	EBIT 增长率	29.1%	83.7%	60.2%	24.9%
资产总额	5,489.9	8,504.7	10,846.2	12,954.3	15,829.7	NOPLAT 增长率	9.7%	135.3%	34.9%	22.4%
短期债务	1,832.0	2,360.5	4,000.0	5,016.0	6,344.0	净利润增长率	10.2%	126.8%	25.8%	35.0%
应付帐款	291.1	1,348.7	832.1	1,043.3	1,345.8	投资资本增长率	75.0%	33.2%	37.3%	24.2%
应付票据	53.2	53.1	233.0	292.1	369.4	财务杠杆				
其他流动负债	276.2	389.4	700.0	877.8	1,173.2	资产负债率	72.5%	67.4%	68.1%	66.6%
长期负债合计	1,528.5	1,556.0	1,622.8	1,400.0	1,200.0	资产负债权益比	472.9%	456.6%	484.1%	455.9%
其他债务	-	20.2	-	-	-	净负债权益比	-327.5%	-233.3%	-319.3%	-284.6%
负债总额	3,981.0	5,728.0	7,387.9	8,629.3	10,432.5	流动比率	0.69	0.65	0.57	0.58
少数股东权益	667.1	1,522.1	1,932.1	2,432.1	3,032.1	速动比率	0.57	0.59	0.45	0.46
股本	427.4	427.4	427.4	427.4	427.4	分红指标				
留存收益	414.4	827.1	1,098.8	1,465.5	1,937.7	DPS(元)	0.10	0.00	0.27	0.37
股东权益	841.8	1,254.5	1,526.2	1,892.9	2,365.1	分红比率	31.4%	0.0%	30.0%	30.0%
负债与股东权益	5,489.9	8,504.7	10,846.2	12,954.3	15,829.7	股息收益率	0.37%	0.00%	1.01%	1.37%
现金流量表(百万元)						业绩和估值指标				
EBIT	429.9	789.7	1,265.5	1,581.1	1,985.9	EBITDA	564.4	973.4	1,615.5	2,020.0
减:EBIT的税赋	114.9	121.6	265.8	332.0	456.7	EBIT	429.9	789.7	1,265.5	1,581.1
NOPLAT	315.0	668.1	999.7	1,249.1	1,529.1	NOPLAT	315.0	741.1	999.7	1,249.1
加:折旧	134.6	183.7	350.0	438.9	555.1	净利润	136.1	308.6	388.1	523.9
减:营运资本变动	28.1	(614.4)	1,005.4	198.4	(88.6)	EPS(元)	0.32	0.72	0.91	1.23
经营活动现金流	421.4	1,466.1	344.3	1,489.6	2,172.8	BVPS(元)	1.97	2.94	3.57	4.43
资本支出	(1,813.1)	(1,535.9)	(1,486.8)	(1,962.1)	(2,401.4)	PE(X)	84.57	37.28	29.65	21.96
其他净资产变动	(124.9)	(679.5)	21.1	(166.7)	(348.6)	PB(X)	13.67	9.17	7.54	6.08
投资活动现金流	(1,938.0)	(2,215.4)	(1,465.8)	(2,128.8)	(2,750.0)	CAGR	56.7%	29.8%	28.8%	
营运自由现金流	(1,516.5)	(749.3)	(1,121.4)	(639.2)	(577.2)	PEG	1.49	1.25	1.03	
税后财务费用	(86.2)	(136.6)	(205.6)	(229.2)	(258.3)	EV/EBITDA	26.46	16.38	11.01	9.56
付息债务变动	1,284.2	556.0	1,706.3	793.2	1,128.0	EV/EBIT	34.75	20.19	14.06	12.21
股东权益变动	102.7	412.7	271.7	366.7	472.2	EV/NOPLAT	47.42	21.51	17.79	15.46
红利	(42.7)	-	(116.4)	(157.2)	(202.4)	EV/IC	3.50	2.80	2.28	1.99
少数股东权益变动	101.5	325.1	410.0	500.0	600.0	ROIC/WACC	1.89	2.54	2.57	2.34
融资活动现金流	1,430.1	1,597.9	1,682.8	1,515.1	1,963.4	REP	1.85	1.10	0.89	0.85

资料来源:安信证券研究所 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所撰写，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所将随时补充、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。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究所所有，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所，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所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

梁涛

021-68801216

李国瑞

021-68801229

马正南

010-66581668

何诗钊

0755-82558082

李瑾

0755-82558084

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

ligr@essences.com.cn

北京联系人

mazn@essences.com.cn

深圳联系人

hesz2@essences.com.cn

深圳联系人

lijin@essences.com.cn

张勤

021-68801217

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essences.com.cn

北京联系人

lixin@essences.com.cn

深圳联系人

panlin@essences.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essences.com.cn

安信证券研究所

深圳

深圳市福田区深南大道2028号中国凤凰大厦1栋7层

邮编：518026

上海

上海市浦东南路528号上海证券大厦北塔2008室

邮编：200120

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