

买入 维持

中国玻纤（600176）

2009年2月2日

桐乡基地调研纪要：订单疑虑打消

基础化工造纸行业分析师：刘金

liujin@htsec.com

021-23219421

事件：

中国玻纤是我们一直重点关注的化工新材料公司。2008年11月我们在上海举办了该公司的投资者交流会，12月我们又撰写了玻纤行业的深度报告，这引发了投资者对中国玻纤以及玻纤行业的兴趣。但一些投资者对玻纤行业未来发展仍存在一些疑虑，市场也对金融危机背景下中国玻纤能否在2009年实现90万吨左右的订单及2010年的持续增长存在一些担心。带着这些问题，我们近期组织机构投资者前往中国玻纤的浙江桐乡基地，与公司进行了深入交流，打消了疑虑。

我们认为，玻纤性能的优越性带来的应用的广泛性是决定这一行业持续繁荣的基础。尽管目前发生了世界性的金融危机，但由于海外玻纤巨头产能的萎缩和国内玻纤小厂的持续关闭导致近年来世界玻纤行业需求仍将增长。未来几年，世界玻纤行业的供求基本平衡，到2012年，需求略大于供给。3月以后，随着世界主要国家（大多位于北半球）基础设施的增加，玻纤价格会逐步回升。预计2010年世界经济的逐步复苏会带动玻纤价格在2009年基础上再次增长，届时电子级玻纤的景气度也会逐步回升。至于90万吨订单问题，我们预计全部实现的可能性非常大。我们判断，公司今年吸收合并巨石的事情能够成行。

在做盈利预测时，我们假定今年吸收合并完成，股本扩张和上次方案持平，即2009年股本由2008年的42739万股增加到60440万股。另外，我们假定2009年公司销售玻纤85万吨，2010年销售105万吨。应当说，我们所作的假设是比较保守的。根据我们的盈利预测，公司2008-2010年EPS分别为0.70元、1.30元和1.78元；其中，2009-2010年EPS为摊薄后的数值。我们认为，2009年上市公司中业绩大幅增加者为数不多，中国玻纤是其中一个。考虑到玻纤行业的持续增长和吸收合并巨石的强烈预期，我们给予公司26-32元的估值，目前仍然维持对中国玻纤的“买入”评级。

第一部分：实地调研纪要

（1）问：巨石集团全部产能产量的详细情况如何？无碱玻纤占比如何？

答：目前，巨石全部产能为80万吨，最大年产量为84万吨（未考虑1条停产检修的生产线），在世界排名第一。其中，桐乡基地拥有5个分厂。一分厂拥有1条年产6万吨无碱池窑拉丝生产线、二分厂拥有1条年产10万吨（8+2）无碱池窑拉丝生产线、三分厂拥有1条年产12万吨无碱池窑拉丝生产线、四分厂拥有2条无碱池窑拉丝生产线年产14万吨、五分厂年产能16万吨。另外，巨石还有一家攀登公司专门生产电子级玻纤，年产1万吨。这样计算下来桐乡基地总的年产能59万吨。成都基地拥有1条年产3万吨中碱池窑拉丝生产线（因为市场原因现在已经停产检修）、1条年产4万吨中碱池窑拉丝生产线、1条年产4万吨无碱池窑拉丝生产线、1条年产6万吨中碱池窑拉丝生产线，目前总的年产能14万吨。九江基地拥有1条年产2.5万吨无碱池窑拉丝生产线、1条年产1.6万吨无碱池窑拉丝生产线、1条年产3万吨无碱池窑拉丝生产线，总产能为7万吨。因此，公司现在总的产能为80万吨（=59+14+7），考虑到如果满负荷生产的话，实际产量可以增加5%左右，因此，巨石目前实际的年产量可以达到84万吨。

另外，需要说明的是，目前，巨石在海外也有个别公司从事玻纤下游产品的生产。其中，南非的贸易公司从事少量的短切毡生产；巨石还打算2009年在阿尔巴尼亚设立贸易公司从事短切毡的生产。

从上面巨石的全部生产线看，所产玻纤基本以无碱为主。

（2）问：未来巨石集团的扩产计划怎样？

答：桐乡基地基本保持在 60 万吨左右的产能，暂时没有扩产计划。成都基地计划在 2012 年将产能由 14 万吨提升到 60 万吨。九江基地计划在 2012 年将产能由现在的 7 万吨提高到 35 万吨。这样，到 2012 年巨石全部产能在 150 万吨左右。需要说明的是，九江基地正由现有地址搬往开发区，一期 15 万吨生产线 2008 年 10 月开工，预计 2009 年下半年会建成；届时，老基地的 7 万吨产能中将淘汰 4 万吨。

（3）问：单位玻纤需要多少固定资产投资，其组成比例如何？电子级玻纤和无碱/中碱所需用的池窑设备是否可以替换？

答：玻纤生产中所用窑炉寿命：无碱 8 年，中碱 4 年。相比而言，中碱窑炉比无碱窑炉需要的材料成本要低不少。就一条生产线而言，平均 1 万吨的玻纤需要 1 亿元左右的固定资产投资。窑炉的成本由如下几个方面构成：40 - 50% 为铂铑合金网、10% 左右为建筑材料成本（主要为耐火材料）、剩余部分为采购设备的成本。每次池窑寿命到期时可以选择废弃不用，或者进行大修，大修时的成本占整个生产线固定资产投资的 5 - 6% 的投资。以巨石桐乡五分厂为例，16 万吨的生产线需要 16 亿元左右的投资，每次大修需要 7000 - 8000 万元的资金。大修所需要的资金主要用于更换耐火材料，因为设备可以继续使用，而铂铑合金网可以循环使用。

电子级玻纤所需要的池窑和无碱/中碱玻纤生产所需要的池窑不具有可转换性。从前端看，原料的配比有所不同，电子级玻纤对原料的要求高于无碱/中碱玻纤；重要的区别在后端，电子级落纱（玻纤通过漏板漏下成丝）的工作条件要求严，如恒温恒湿等，还要有纺织设备。因此，尽管电子级玻纤近期盈利状况不佳，但换成无碱/中碱玻纤窑炉成本很大，可能性很小。

（4）问：玻纤价格波动怎样？

答：2008 年初巨石玻纤的平均售价为 7000 - 8000 元/吨，7 月份价格仍在 7500 - 7600 元/吨之间，9 月以后下降到 6200 - 6300 元/吨左右，12 月开始触底回升。电子级玻纤价格波动更大，以攀登公司为例，扣除三项费用之外，电子级玻纤的生产成本在 2008 年初为 3.2 元/米，而售价达到 5.3 元/米，现在电子级玻纤生产基本没有利润。

相比而言，无碱玻纤价格的波动性远远小于电子级玻纤。昆山某玻纤企业生产的电子级玻纤 2008 年价格最高时曾达到 18000 - 19000 元/吨的价格，甚至某几天还突破了 20000 元/吨，但目前只有 8000 - 9000 元/吨。目前，国内电子级玻纤生产线的平均开工率不到 30%，巨石攀登公司电子级玻纤生产线的开工率却仍然达到 100%。扣除三项费用后，攀登公司电子级玻纤的成本约为 3.2 元/米，去年年初的销售价格为 5.3 元/米，目前为 3.3 元/米。攀登公司电子级玻纤开工率之所以这么高，一方面因为公司成本控制较为理想，另一方面是因为总量不大，即使亏损也不会给巨石整体效益带来巨大影响。

（5）问：2008 年底签订的 90 万吨订单今年实现可能性如何？

答：2008 年底中国玻纤在桐乡举办的世界玻纤年会上签订了 90 万吨的意向订单。这一年会中国玻纤已经举办了 20 届，参加的全部是公司的客户。以前玻纤行业也曾有过低谷，但履约率一直比较高。此次是在世界金融危机背景下签订的意向订单，不少投资者担心此次的履约率。由于这次大会是在 2008 年 11 月举行的，而世界金融危机最严重的时候是在 9 月、10 月，因此，玻纤的客户都是在考虑到金融危机的前提下签订的，所以，最终履约的概率仍会非常高。

有投资者认为既然履约率会比较高，为什么不去签订实际订单。这主要在于玻纤的价格目前处于低位，预计 3 月份开始，随着北半球气温回升，全球基建施工量增大，玻纤价格会逐步回升。考虑到这一因素，在 2008 年 11 月的玻纤大会上，90 万吨订单中，中国玻纤只把其中的 60% 订单与客户签订了实际合同，其余 40% 只签订了意向合同。

（6）问：2008 年底签订的 90 万吨订单行业分布、地区分布怎样？

答：中国玻纤的主要玻纤品种为无碱玻纤。玻纤可以广泛应用于房地产、市政建设、铁路、水利、高速公路等基础建设方面。房地产市场我们看到，玻纤可以用于屋顶的防水材料、透光材料。在市政建设方面，玻纤可以用于城市管网（水管等管道）。铁路建设方面，玻纤用于高铁的建设，用于替代传统的木头枕木和水泥枕木（相比木头枕木，玻纤枕木的耐腐蚀性更强；相比水泥枕木，玻纤枕木的柔性更大）。在水利建设上，玻纤可以用于水库的大坝上，用于减少波浪对大坝的冲击。在高速公路建设方面，玻纤用作格栅，使得公路的抗破坏能力和抗水浸能力增强，增加公路的使用寿命。在中国，玻纤有 50% 应用于基建方面；在国外，这一比例为 40%。另外，需要说明的是，在之前我们曾有一个误区，一直认为玻纤在管道的应用方面主要是石油管道，但实际上，玻纤主要应用于水管等城市管网。中国玻纤出口到中东国家的玻纤只有很少一部分用于石油管道的建设，绝大部分都是用于水管等基础管网的铺设。所以，即使油价低迷，对中国玻纤对中东的石油管道出口也影响甚微；更何况从长期看，石油作为战略资源其价格不会一直在地位徘徊的。再者，中东各国，由于淡水资源缺乏，城市基础设施仍需大幅完善，不会因为世界性金融危机而减少对水管等城市管网的需求。

从行业分布看，2008 年底中国玻纤签订的 90 万吨订单中，道路施工同比增加 200% 以上，订单量达到 10 万吨左右；风电订单在 16 万吨左右；管道方面为 14 万吨左右。总体而言，基建方面的订单量占全部订单量的 50% 以上。

从国内外市场看，60% 的订单来自海外，40% 来自国内。需要说明的是，来自国内的订单有可能通过中介出口一部分。

从海外订单的地区分布看，26 - 27% 的订单来自美国，欧洲为 30% 左右，亚洲（包括中东、中亚、里海沿岸国家）超过 40%。

（7）问：中国玻纤的生产成本如何？

答：中国玻纤的生产成本中，劳动力成本占 6% 左右；浸润剂成本不到 10%；原料成本占 20%；能源成本占 30%，主要是天然气、电力、蒸汽和氧气。目前，在桐乡生产 1 吨玻纤需要用 800 - 900 度电，不到 200 立方米的天然气（之前用 400 立方米的天然气，这主要在于巨石改进了技术，改用纯氧燃烧，节约了天然气的使用量）。现在电价为 0.65 元/度，天然气价格为 3.7-3.8 元/立方米。九江老基地仍使用重油作为燃料，新产区 2009 年 10 月之后使用天然气。成都基地的天然气价格最低，约为 1.8 元/立方米。

（8）问：相比竞争对手，中国玻纤的优劣势表现在哪里？

答：从产能看，中国玻纤已经是世界第一，其规模优势也是最明显的。就成品率而言，巨石已经达到 94.7%，为世界第一，比美国同行高 0.3-0.5 个百分点，国内大厂的这一指标为 92 - 93%。同时，巨石在九江的基地中有 5 万吨的生产线全部用废料，这样可以将成品率基本提高到 100% 左右。

由于桐乡基地是我国传统的蚕乡，对氟的要求非常高，巨石桐乡基地生产的玻纤中氟含量远远低于国家标准，也大大超过国外主要竞争对手的水平。

另外，玻纤的生产成本中，巨石的劳动力成本约为 6%，而 OCF 为 25%。

巨石玻纤的毛利率基本维持在 30% 以上，而 OCF 等海外竞争对手只有 6 - 7%。

玻纤生产中，浸润剂能够软化玻璃棒，其配方在某种程度上代表了玻纤生产企业的技术水平。巨石的玻纤有 5000 多种用途，浸润剂的品种有 600 多种，而海外竞争对手生产的玻纤有 50000 多种的用途，浸润剂的品种更多。在这方面，中国玻纤企业的竞争力仍有待提高。

玻纤生产中，铂铑合金漏板占有重要地位。在这方面，国内外大厂的水平接近。巨石生产的漏板 1 年换 1 次，熔化后可以反复使用，每年漏板分公司可以获得 1 亿元的收入。

（9）问：未来玻纤市场持续繁荣的动力来自哪里？

答：玻纤性能的优越性带来了其用途的广泛性，这是玻纤行业能够长期持续繁荣的基础。

2009 年和 2010 年玻纤行业需求继续旺盛的一个重要原因是原来的世界玻纤巨头合并带来的。2008 年世界玻纤巨头 OCF 和圣哥班在玻纤业务上合并后，为防止垄断，它们在美国和美国以外的产能大幅缩减（由 135 万吨减少到 80 万吨，2009 年还会再减少 40 万吨）。OCF 和圣哥班的产能削减还和它们劳动力生产高等因素有关。世界玻纤原有巨头产能的缩减为全球玻纤市场的供求局面带来了良好氛围。

另外，2009 年世界玻纤行业的持续景气还来自于 2008 年世界性金融危机爆发后，世界各国普遍大幅增加基建有关。2010 年世界玻纤行业的繁荣还与世界经济该年的复苏有关。

第二部分：我们的分析

我们认为，玻纤性能的优越性带来的应用的广泛性是决定这一行业持续繁荣的基础。尽管目前发生了世界性的金融危机，但由于海外玻纤巨头产能的萎缩和国内玻纤小厂的持续关闭导致近年来世界玻纤行业需求仍将增长。未来几年，世界玻纤行业的供求基本平衡，到 2012 年，需求略大于供给。从中国的情况看，未来玻纤行业的产能增长速度快于需求的增长速度，这说明中国作为世界玻纤生产工厂的态势还在延续，出口仍将占有相当比重。

3 月以后，随着世界主要国家（大多位于北半球）基础设施的增加，玻纤价格会逐步回升。预计 2010 年世界经济的逐步复苏会带动玻纤价格在 2009 年基础上再次增长，届时电子级玻纤的景气度也会逐步回升。尽管今年上半年国内玻纤的价格同比仍有下降，但由于原材料成本的下降和技术水平提高带来的人工及燃料成本的下降会带动中国玻纤毛利率水平的回升。我们初步预计中国玻纤 2009 年的毛利率水平仍将达到 30% 左右。

至于 90 万吨订单问题，此次调研后打消了不少投资者的疑虑。预计全部实现的可能性非常大。

由于各种因素，中国玻纤吸收合并巨石的事情 2008 年底已经到期。我们判断今年公司仍将大力推进此事，年底前合并成功的概率非常大。至于合并的方案，我们判断将有利于二级市场的投资者（初步判断现金选择权价格稍微有所降低，但股本扩张不会高于之前的方案）。在做盈利预测时，我们假定今年吸收合并完成，股本扩张和上次方案持平，即 2009 年股本由 2008 年的 42739 万股增加到 60440 万股。另外，我们假定 2009 年公司销售玻纤 85 万吨，2010 年销售 105 万吨。应当说，我们所作的假设是比较保守的。根据我们的盈利预测，公司 2008 - 2010 年 EPS 分别为 0.70 元、1.30 元和 1.78 元；其中，2009 - 2010 年 EPS 为摊薄后的数值。具体情况可以参见表 1。

我们认为，2009 年上市公司中业绩大幅增加者为数不多，中国玻纤是其中一个。考虑到玻纤行业的持续增长和吸收合并巨石的强烈预期，我们给予公司 26 - 32 元的估值，目前仍然维持对中国玻纤的“买入”评级。

需要的注意的投资风险：吸收合并方案的具体情况和进程的进展；玻纤价格的波动；世界经济的复苏情况等。

表 1 中国玻纤盈利预测（万元）

	2005	2006	2007	1Q2008	1H2008	3Q2008	2008E	2009E	2010E
一、营业总收入	148649.17	204099.58	320086.74	91903.79	204850.78	324042.18	409500.00	535500.00	672000.00
二、营业总成本	127352.09	174127.69	258794.07	71923.33	157309.90	210027.94	325143.00	442858.50	545664.00
其中：营业成本	99772.99	138734.82	214050.09	59835.72	133061.50	210027.94	272727.00	374850.00	456960.00
营业税金及附加	428.06	689.78	1394.35	354.21	862.08	1235.56	1638.00	2142.00	2688.00
销售费用	5274.31	6922.46	7675.35	1397.70	3654.65	5888.58	8190.00	10710.00	13440.00
管理费用	12022.72	13592.95	18988.02	5662.96	11211.49	16255.74	20475.00	26775.00	36960.00
财务费用	9854.01	11765.11	15904.20	4445.46	7059.81	15857.92	20065.50	25704.00	33600.00
资产减值损失	0	2422.57	782.06	227.27	1460.37	1550.80	2047.50	2677.50	2016.00
三、非经营性净收益	2144.42	1232.59	9078.31	-1506.09	-602.07	-44363.67	-6064.03	0	500.00
公允价值变动净收益	0	74.29	8086.39	-911.57	-1841.85	-4966.35	-5064.03	0	0
投资净收益	2144.42	1158.30	991.92	-594.52	1239.78	1391.28	-1000.00	0	500.00
四、营业利润	23441.50	31204.48	70370.98	18474.38	46938.81	69650.57	78292.97	92641.50	126836.00
加：营业外收入	113.38	2244.54	4973.48	1607.78	693.70	1896.99	0	0	0
减：营业外支出	143.78	1040.72	1567.68	180.72	1517.96	1558.42	0	0	0
五、利润总额	24577.43	32408.30	73776.78	19901.44	46114.54	69989.13	78292.97	92641.50	126836.00
减：所得税费用	3379.70	8204.78	10401.88	4757.27	10335.09	14739.48	11743.95	13896.23	19025.40
六、净利润	21197.73	24203.52	63374.90	15144.17	35779.45	55249.66	66549.02	78745.28	107810.60
归属于母公司所有者的净利润	12347.64	14048.73	30862.03	5691.90	15297.35	22952.45	29947.06	78745.28	107810.60
少数股东损益	8850.08	10154.80	32512.87	9452.27	20482.10	32297.21	36601.96	0	0
每股收益(元)	0.29	0.33	0.72	0.13	0.36	0.54	0.70	1.30	1.78

注：2008 年股本为 42739 万股，2009 年和 2010 年股本为 60440 万股。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

刘金：基础化工及造纸行业分析师

重点研究上市公司：广东榕泰、三爱富、新安股份、蓝星新材、金发科技、风神股份、烟台万华、华泰股份、晨鸣纸业、太阳纸业、博汇纸业。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。