

## 中国玻纤（600176）：全球玻纤龙头，短期困境不碍长期增长

增持（维持）

### 建材行业/玻璃纤维

当前股价：17.72 元

报告日期：2009 年 4 月 7 日

#### 主要财务指标（单位：百万元）

|            | 2007A  | 2008A  | 2009E | 2010E |
|------------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入       | 3201   | 4008   | 5313  | 6163  |
| (+/-)      | 56.8%  | 25.2%  | 32.6% | 16.0% |
| 营业利润       | 704    | 610    | 986   | 1229  |
| (+/-)      | 125.5% | -13.4% | 61.7% | 24.7% |
| 归属于母公司的净利润 | 301    | 244    | 293   | 415   |
| (+/-)      | 114.4% | -18.9% | 19.9% | 41.5% |
| 每股收益（元）    | 0.70   | 0.57   | 0.69  | 0.97  |
| 市盈率（倍）     | 25     | 31     | 26    | 18    |

#### 公司基本情况（2009 年 4 月 3 日止）

|              |               |
|--------------|---------------|
| 总股本/已流通股（万股） | 42,739/27,274 |
| 流通市值（亿元）     | 48.33         |
| 每股净资产（元）     | 3.49          |
| 资产负债率（%）     | 73.71         |

#### 股价表现（最近一年）



联系人：天相建筑建材组

010-66045546 [liujm@txsec.com](mailto:liujm@txsec.com)

服务热线 010-66045555

服务邮箱 [service@txsec.com](mailto:service@txsec.com)

#### 本报告关注点：

- 市场集中度高，国内三巨头产能占比70%，公司竞争优势明显；
- 下游需求广泛，将受益于国内外基建投资增长；
- 吸收合并巨石集团有望再次提上日程。

#### 投资要点：

- 前期玻纤价格已经降至6500元/吨左右的低位，最低触及6200元/吨，行业内很多公司面临亏损，纷纷停产检修和限产保价来度过寒冬，也加速了行业落后产能淘汰进程。由于玻纤价格接近整个行业盈亏平衡线，继续下滑的可能性不大，近期已经出现触底反弹迹象。随着天气的转暖，北半球国家基建项目陆续启动，玻纤价格也将因需求复苏而逐步提升，为公司业绩增长提供支撑。
- 目前公司和重庆复合、泰山玻纤占据了全国池窑玻纤总产能的70%，外加OCV、PPG、JM三家国外公司基本占据全球玻纤总产能的84%，市场集中度高，呈现寡头垄断格局，市场控制能力、成本转嫁能力和下游议价能力较强，且将长期保持下去。做为全球玻纤龙头，公司具备规模、成本、资源、技术等竞争优势。
- 作为基础原材料，玻璃纤维下游行业众多，广泛应用于建筑、交通运输、航空航天、电子电气等领域，并不断开发新的应用领域。单一行业波动对玻纤需求冲击小，行业运行呈现弱周期性。公司有望在风电叶片和铁路建设等领域受益国家4万亿基建投资。
- 由于种种原因，公司股东大会吸收合并巨石集团决议未能在有效期内完成，决议效力自动终止。但巨石集团各方股东均看好公司长期价值，对吸收合并抱有良好预期。预计公司今年有望促成合并事宜，但方案会有所调整。如果按照上次的方案，吸收合并后公司净利润将增厚40%，如果换股价降低，业绩增厚幅度也有所降低，我们判断业绩增厚幅度不会小于30%。
- 公司09年和2010年PE水平具备一定的估值优势，而且公司是全球玻纤行业龙头，未来成长性明确，理应享受一定的估值溢价。如果考虑国家基础设施建设力度加大和欧美市场复苏的带动作用，09年业绩有很大的超预期可能。我们继续维持中国玻纤“增持”评级。

## 正文目录

|                       |          |
|-----------------------|----------|
| <b>行业篇：应用广泛的弱周期行业</b> | <b>3</b> |
| 1. 性能优良的材料之王          | 3        |
| 2. 玻璃纤维的分类            | 3        |
| 3. 生产工艺及产业链           | 4        |
| 4. 应用领域广泛             | 5        |
| <b>公司篇：全球玻纤巨无霸</b>    | <b>6</b> |
| 1. 公司历史沿革             | 6        |
| 2. 产能扩张，成为全球霸主        | 7        |
| 3. 公司优势明显             | 8        |
| 4. 投资亮点               | 9        |
| 4.1 下游需求广泛，抗周期性较强     | 9        |
| 4.2 吸收合并巨石有望再次提上日程    | 11       |
| 5. 公司财务分析             | 11       |
| 6. 盈利预测及投资评级          | 14       |
| 6.1 盈利预测假设            | 14       |
| 6.2 估值与投资建议           | 14       |
| 7. 风险提示               | 15       |

## 图表目录

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 图表 1：各种纤维增强体及常见材料性能比较    | 3  |
| 图表 2：玻纤按照长度、直径分类         | 3  |
| 图表 3：玻纤按照组成和性能分类         | 4  |
| 图表 4：玻璃纤维工艺流程及玻纤产业链      | 5  |
| 图表 5：中国玻纤主要控股股东情况        | 7  |
| 图表 6：中国玻纤实际控制人之间的产权及控制关系 | 7  |
| 图表 7：改革开放 30 年世界玻纤行业格局变化 | 8  |
| 图表 8：中国玻纤产能扩张历史与规划       | 8  |
| 图表 9：中国玻纤优势明显            | 9  |
| 图表 10：全球玻纤需求构成           | 10 |
| 图表 11：我国玻纤需求构成           | 11 |
| 图表 12：不同换股价对业绩增厚敏感性分析    | 11 |
| 图表 13：中国玻纤营业收入及增长率       | 12 |
| 图表 14：中国玻纤盈利能力指标         | 12 |
| 图表 15：中国玻纤单季毛利率          | 13 |
| 图表 16：中国玻纤三项费用率          | 13 |
| 图表 17：中国玻纤盈利预测表          | 14 |
| 图表 18：同类上市公司主要估值指标比较     | 15 |

## 行业篇：应用广泛的弱周期行业

### 1. 性能优良的材料之王

玻璃纤维是一种性能优异的无机非金属材料，一般指以玻璃球或废旧玻璃为原料经高温熔制、拉丝等工艺制成的玻璃态纤维或丝状物，主要成分为二氧化硅、氧化铝、氧化钙、氧化硼、氧化镁、氧化钠等。

玻璃纤维单丝的直径从几微米到二十几个微米，相当于一根头发丝的 1/20-1/5，每束纤维原丝都有数百根甚至上千根单丝组成。玻璃纤维具有耐高温、抗腐蚀、耐燃、可透光、强度高、比重轻、吸湿低、延伸小、电绝缘及性价比高等优异特性，是当仁不让的材料之王。

图表 1：各种纤维增强体及常见材料性能比较

|       | 密度<br>(gcm <sup>-3</sup> ) | 比强度<br>(Gpa/gcm <sup>-3</sup> ) | 比模量<br>(Gpa/gcm <sup>-3</sup> ) | 断裂伸长率<br>(%) |
|-------|----------------------------|---------------------------------|---------------------------------|--------------|
| 聚乙烯纤维 | 0.97                       | 2.6-3                           | 117-120                         | 3.5          |
| 芳纶纤维  | 1.39-1.44                  | 2.23-2.8                        | 53-129                          | 2.4          |
| 碳纤维   | 1.7-2.18                   | 5.6-38                          | 2.8-21                          | 1.5          |
| 碳化硅纤维 | 2.55                       | 1.1-1.56                        | 75                              | 1.6          |
| 钢     | 7.8                        | 0.28                            | 28                              | -            |
| 铝合金   | 2.8                        | 0.27                            | 29                              | -            |
| 玻璃纤维  | 2.1-2.7                    | 1.2-1.8                         | 26-34                           | 3.37         |

资料来源：《中国材料工程大典》、天相投顾整理

### 2. 玻璃纤维的分类

按照不同的标准，玻璃纤维的分类方法很多，一般从长度和直径、组成和性能两个角度来划分。

图表 2：玻纤按照长度、直径分类

|      | 长度         | 生产工艺   | 特点      | 应用    |
|------|------------|--------|---------|-------|
| 连续纤维 | 150mm 至无限长 | 池窑拉丝   | 强度高、耐蚀  | 增强、防腐 |
| 玻璃棉  | 小于 150mm   | 高速气流离心 | 导热率低、吸声 | 保温、吸声 |

资料来源：天相投顾

图表 3：玻纤按照组成和性能分类

|          | 组成                                                   | 性能                                    | 应用                     |
|----------|------------------------------------------------------|---------------------------------------|------------------------|
| E-玻纤（无碱） | Al-Ca-B-Si                                           | 高强，电绝缘性高，耐高温，不耐酸及强碱                   | 玻璃钢增强材料，如风电叶片、管道和土工格栅等 |
| C-玻纤（中碱） | Na-Ca-Si                                             | 高强，电绝缘性差，耐高温，耐酸                       | 酸性过滤布及石油、化工管、罐等耐腐蚀场合   |
| A-玻纤（高碱） | Na <sub>2</sub> O-CaO-SiO <sub>2</sub>               | 强度低，耐酸性好，耐水性差                         | 耐酸蓄电池隔板、电镀槽、酸雾过滤       |
| S-玻纤（高强） | Al <sub>2</sub> O <sub>3</sub> -MgO-SiO <sub>2</sub> | 拉伸强度比无碱玻纤高 50%，但成本高 5 倍，疲劳极限高，电绝缘，耐高温 | 防弹衣、螺旋桨等军事领域           |
| 电子玻纤     | 主要 SiO <sub>2</sub> 、B <sub>2</sub> O <sub>3</sub>   | 拉伸强度高，电绝缘性、尺寸稳定性、耐热和耐蚀性好              | 覆铜板等电子工业领域             |

资料来源：天相投顾

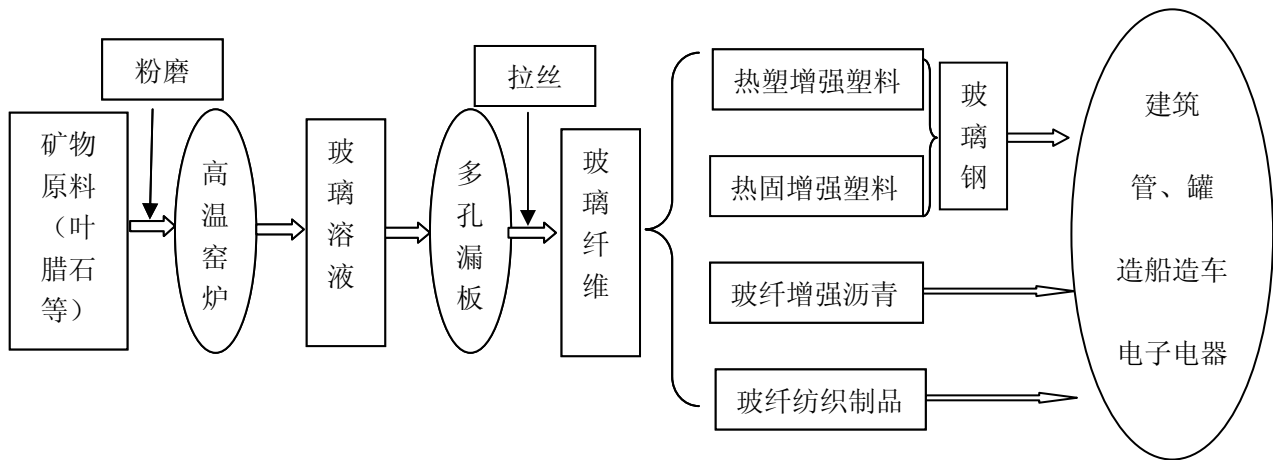
### 3. 生产工艺及产业链

玻璃纤维生产工艺有两种：两次成型-坩埚拉丝法，一次成型-池窑拉丝法。

坩埚拉丝法工艺繁多，先把玻璃原料高温熔制成玻璃球，然后将玻璃球二次熔化，高速拉丝制成玻璃纤维原丝。这种工艺有能耗高、成型工艺不稳定、劳动生产率低等种种弊端，基本被大型玻纤生产厂家淘汰。

池窑拉丝法把叶腊石等原料在窑炉中熔制成玻璃溶液，排除气泡后经通路运送至多孔漏板，高速拉制成玻纤原丝。窑炉可以通过多条通路连接上百个漏板同时生产。这种工艺工序简单、节能降耗、成型稳定、高效高产，便于大规模全自动化生产，成为国际主流生产工艺，用该工艺生产的玻璃纤维约占全球产量的 90%左右。

图表 4：玻璃纤维工艺流程及玻纤产业链



资料来源：天相投顾

#### 4. 应用领域广泛

由于性能优异，玻璃纤维被广泛应用于国民经济多个领域：

第一，建筑和基础设施。（一）建筑结构的加固和修复。近十多年来，旧建筑和基础设施的加固、修复和翻新成为重要工程，玻璃纤维补强修复技术已成为提高原有混凝土、铸铁和钢结构强度的主要方法。（二）桥梁建设。玻璃纤维的下游产品玻璃钢适用于建造步行桥、公路桥和铁路桥，减轻桥梁重量，提高桥梁活荷载承受能力，且耐腐蚀，可延长部件寿命。（三）混凝土加强筋。钢筋腐蚀会导致混凝土开裂和剥落，最终引起构筑物损坏。用玻璃钢代替钢作为混凝土筋材，应用于混凝土结构中，目前已达到实用阶段。（四）建筑防水材料。玻纤毡主要应用领域之一是防水材料，如防水卷材、沥青油毡、瓦等已得到广泛应用。应用于建筑防水的玻纤薄毡对沥青涂层具有有效增强作用，并能改善涂层的稳定性。

第二，交通运输。（一）汽车。玻璃钢不仅能制造汽车的功能部件，而且能制造某些结构部件。车顶、车门板、保险杠、皮卡车敞篷货箱多个部件已采用玻璃钢制备。（二）轨道车辆。随着高速铁路的出现，各种列车愈来愈多地使用玻璃钢部件，如车头、车顶、地板、整体卫生间等。有的公司正在开发全复合材料整体车厢。使用玻璃钢部件的轨道车辆主要有三种：高速火车、轻轨列车和地铁列车。（三）船艇。美国4.5米以上的娱乐船只约70%采用玻璃钢制造，如游艇、摩托艇、帆船等。美国、日本等沿海国家早些年即已实现拖网渔船的玻璃钢化。

第三，化工、防腐。耐腐蚀的玻璃钢已经以各种形式用于防腐目的达数十年之久，应用的制品有管道、贮罐、塔体、化工设备、气体净化和废水处理设备等。

第四，体育娱乐用品。体育娱乐用品一直是玻纤的重要用途之一，制品种类繁多、不胜枚举。常见制品有鱼竿、网球拍、高尔夫球杆、滑雪板、自行车赛车、游泳池设备等。

第五，能源开发。（一）风力发电。在增强塑料中，玻璃钢因其性能与成本优势



相结合,成为风力发电机叶片的首选材料。玻璃钢叶片已广泛应用于岸上和海上的风力发电项目。(二)海上油气开采。目前玻璃钢在此领域获得如下应用:海上钻井平台甲板 and 承载结构;含水液体的输送管道;栏杆、电缆桥架、救生船等其他器件。

第六,航空航天。玻璃钢在航空器中的成功应用是商用飞机的内部器件,军用飞机也加速了复合材料的应用。在航天和军事工程方面,玻璃钢早就用作火箭、导弹的外壳或其发动机的外壳。

第七,电子电气。玻璃钢能满足电气与电子应用所要求的介电强度、耐电弧性和机械韧性等性能,因而早就涉足这一领域,在强电和弱电领域均获得应用。(一)印刷电路板基板。我国已把电子工业列为国民经济的支柱产业,而覆铜板是电子工业的必需材料,电子级玻纤又是覆铜板的基础材料。因此我国电子工业的蓬勃发展,必将给电子级玻纤带来极大的发展机遇。(二)输电设施。玻璃钢拉挤型材用于输电和照明工程已有十多年的历史,玻璃钢型材良好的耐腐蚀防衰变性能、介电性能和比强度使其成为木材、钢材和混凝土电线杆的理想替代材料。(三)电缆/光缆材料。国外成功研制出轻质的玻璃钢型外包铝导线构成的电缆。在光缆中,玻璃钢细棒用作加强材料称为光缆加强芯。

作为基础原材料,玻璃纤维下游行业众多,单一行业波动对玻纤需求冲击小,行业运行呈现弱周期性。

## 公司篇：全球玻纤巨无霸

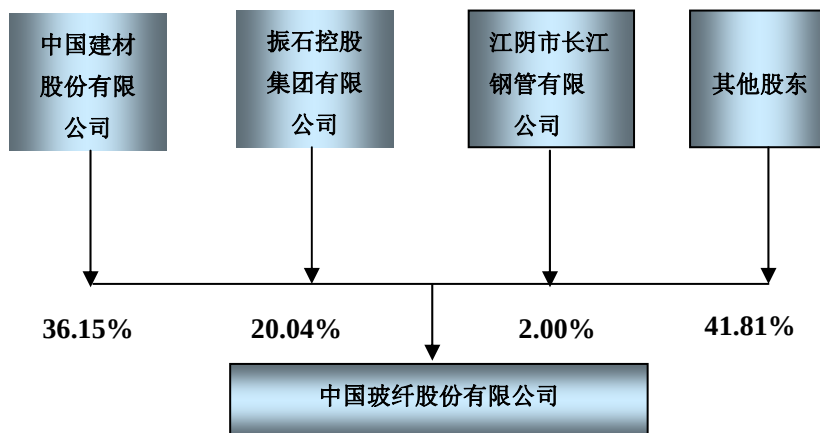
### 1. 公司历史沿革

中国玻纤股份有限公司的前身是中国化学建材股份有限公司,1998 年由中国新型建筑材料(集团)公司、浙江桐乡振石股份有限公司、江苏永联集团公司和中国建筑材料及设备进出口公司等四家公司共同发起,采用募集方式设立。2004 年更名为中国玻纤股份有限公司。目前公司总股本为 4.27 亿股。截至 2008 年年报,公司控股股东为中国建材股份有限公司,持股比例为 36.15%。

公司 99 年初上市时多元化经营,业务涉及建材和贸易等领域,02 年剥离其他资产,集中精力发展玻纤主业,玻纤业务通过控股子公司巨石集团来运营。

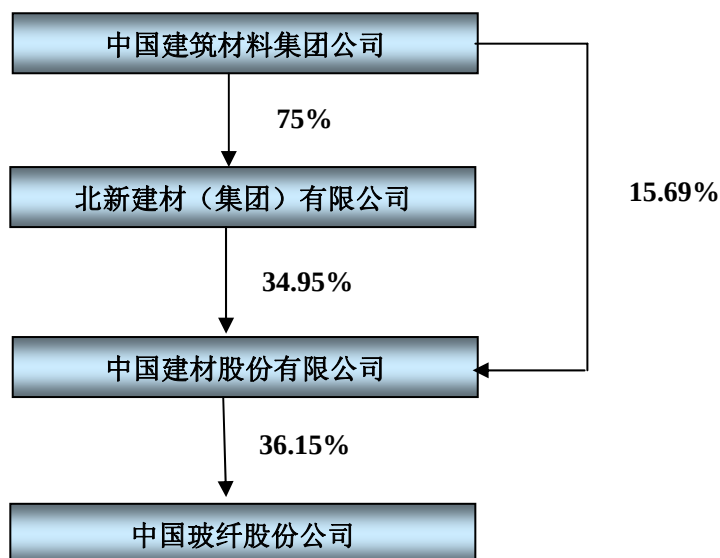


图表 5：中国玻纤主要控股股东情况



资料来源：公司公告、天相投顾整理

图表 6：中国玻纤实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司公告、天相投顾整理

## 2. 产能扩张，成为全球霸主

改革开放 30 年来，玻纤行业逐渐向亚洲尤其是中国转移，中国玻纤工业取得突飞猛进的进展。中国玻纤行业产能 30 年间产能增长了 40 倍，占世界产能的比例从 5.10% 提高到 38.10%，一举成长为全球产能排名第一的玻纤大国。

图表 7：改革开放 30 年世界玻纤行业格局变化

|      | 世界    | 美国    | 欧洲    | 亚洲     | 日本    | 中国       |
|------|-------|-------|-------|--------|-------|----------|
| 1978 | 78.5  | 43    | 32.7  | 10.8   | 9     | 4（第七位）   |
| 2007 | 420   | 125   | 70    | 225    | 32    | 160（第一位） |
| 增幅   | 4.8 倍 | 2.9 倍 | 2.1 倍 | 20.8 倍 | 3.6 倍 | 40 倍     |

资料来源：中国玻璃纤维复合材料信息网、天相投顾整理

2008 年公司在成都基地分别有年产 4 万吨无碱玻纤和 6 万吨中碱玻纤池窑拉丝生产线投产，在桐乡基地分别有两条年产 14 万吨的无碱玻纤池窑拉丝生产线投产，年度产能增加 38 万吨，使玻纤设计总产能达年产 88 万吨，位居全球首位。公司的产能扩张计划是 2012 年将玻纤总产能提升至 150 万吨，其中桐乡基地 60 万吨，成都基地 60 万吨，九江基地 30 万吨。

目前公司和重庆复合、泰山玻纤占据了全国池窑玻纤总产能的 70%，外加 OCV、PPG、JM 三家国外公司基本占据全球玻纤总产能的 84%，市场集中度高，呈现寡头垄断格局，市场控制能力、成本转嫁能力和下游议价能力较强，且将长期保持下去。

图表 8：中国玻纤产能扩张历史与规划

| 产能   | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2012E |
|------|------|------|------|------|-------|
| 桐乡基地 | 14   | 24   | 36   | 64   | 60    |
| 成都基地 | -    | 4    | 4    | 14   | 60    |
| 九江基地 | 7    | 10   | 10   | 10   | 30    |
| 总计   | 21   | 38   | 50   | 88   | 150   |

资料来源：公司公告、天相投顾整理

### 3. 公司优势明显

作为全球玻纤龙头，公司竞争优势明显：

**规模优势：**公司产能位居世界首位，在产能快速扩张的同时，产品质量和产品结构也得到提高和优化。桐乡基地五线年产 14 万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线是迄今为止全球规模最大的生产线，超大规模生产线有效降低了单位折旧成本。

**资源优势：**叶腊石是制备玻纤的主要矿石原料，80%分布在福建和浙江交界地区。公司目前拥有 500 万吨的叶腊石矿山，在未来 15 年内可以保障叶腊石原料的稳定供给。

**成本优势：**（1）能源成本：公司采用纯氧燃烧技术，节省了天然气用量，吨玻纤天然气消耗从 400 立方米降低至 200 立方米，约节约成本 700 元。（2）人力成本优势：公司人均玻纤产量为年产 100 万吨，高于 60 万吨的国际水平。另外做为制造业大国，我国劳动力成本较低，公司人力成本占比不足 10%，远低于 25%左右的国际水平。

**市场渠道优势：**公司销售渠道从代理经销商、独家代理商演变到以 60%的比例控





股的海外经销公司，有效控制了销售渠道。公司已建立全球销售网络，布局合理，同全球 70 多个国家的客户建立了长期稳健的合作关系。

**地理位置优势：**公司主要原料叶腊石产地在浙江本省，具有一定运输成本优势；公司所在的长三角地区是国内玻纤市场容量最大的市场，占玻纤市场总量的 40%；桐乡基地毗邻上海港，便于玻纤产品出口和部分设备、原料的进口运输。

**管理优势：**公司获得 2008 年中国上市公司最佳董事会、福布斯中国上市公司最佳老板两项大奖。在 08 年 11 月 9 日召开的“第四届中国证券市场年会”上，公司以优秀的经营业绩、全球领先的市场地位和广受赞誉的社会责任感，荣获年会组委会授予的蓝筹上市公司“金鼎奖”，成为全国获此殊荣的十家上市公司之一。

**技术优势：**公司玻纤技术堪称世界一流，07 年行业 20 项世界纪录中公司就占有 2 项。公司采用纯氧燃烧技术使单位产品能量消耗比国际平均水平低两成多。公司自主拥有大型无碱池窑、中碱池窑和独家使用玻纤废丝为原料的环保池窑设计和建造技术。公司拥有国内最大、设备最先进的玻纤研发中心和实验室并积极采用国际先进的池窑拉丝工艺、窑炉鼓泡技术，应用多排多孔大漏板、大卷装自动拉筒换丝机、微波烘干炉等先进设备，采用双层长作业线、恒温中央空调等先进工艺进行生产。

公司控股子公司巨石集团被认定为浙江省 2008 年第二批高新技术企业，认定有效期为 3 年，自获得认定后三年内（含 2008 年），将享受 10% 的所得税优惠，即按 15% 的税率缴纳所得税。

图表 9：中国玻纤优势明显

|        | 特征                     | 效果                       |
|--------|------------------------|--------------------------|
| 规模优势   | 产能居世界首位, 拥有全球规模最大的生产线  | 有效降低了单位折旧成本              |
| 资源优势   | 拥有 500 万吨的叶腊石矿山        | 未来 15 年内保障叶腊石稳定供给        |
| 成本优势   | 能源成本：采用纯氧燃烧技术          | 吨玻纤节约成本 700 元            |
| 市场渠道优势 | 人力成本：劳动力成本较低           | 人力成本占比不足 10%，低于 25% 国际水平 |
| 地理位置优势 | 建立全球销售网络               | 有效控制销售渠道                 |
| 管理优势   | 桐乡基地毗邻原料产地和市场及上海港      | 运输成本优势                   |
| 技术优势   | 2008 年中国上市公司最佳董事会等多项大奖 | 管理费用率逐年下降                |
|        | 纯氧燃烧技术和多项国际先进工艺        | 生产率高，产品性能稳定，成本低          |

资料来源：公司公告、天相投顾整理

## 4. 投资亮点

### 4.1 下游需求广泛，抗周期性强

玻璃纤维广泛应用于建筑、交通运输、航空航天、电子电气等领域，在全球经济

危机的背景下，如下领域有望提升玻纤的需求增长。

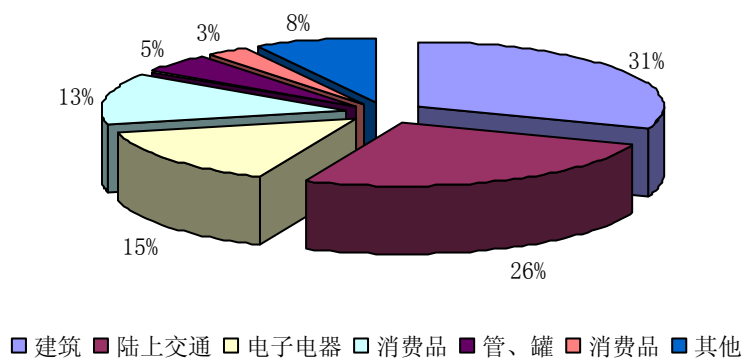
(1) 管道建设：中国水资源分布不均匀，水资源跨区域调度如“南水北调”工程等将增加输水管道的应用；市政建设中的城市管网建设，油、气资源输送工程（如西气东输），甚至干旱受害区灌溉引水渠的建设都将增加玻纤增强复合材料管道的用量。

(2) 交通运输：在交通车辆方面，玻璃钢部件不仅仅使用在汽车车体上，而且愈来愈多地使用在高速火车、轻轨列车和地铁列车车体上，甚至有的公司正在开发全复合材料整体车厢。在高速公路建设中，大量玻纤用作路基格栅提高路面强度和防水渗透性能。在轨道交通方面，主要用于第三轨保护罩、电缆支架、逃生平台等，在铁路建设方面，在高铁无砟轨道上用作充填式垫板，用玻纤枕木取代木头枕木、水泥枕木。

(3) 新能源：国家从 2004 年开始鼓励农村沼气池的发展，并提出了到 2010 年，实现农村沼气的普及率达到 30% 的战略目标。沼气池作为农村新能源近年发展较快，由于玻璃钢沼气池在发酵、制气方面优于水泥池，用于替代传统水泥沼气池的玻纤增强沼气池也取得发展，年均增长率超过 20%。

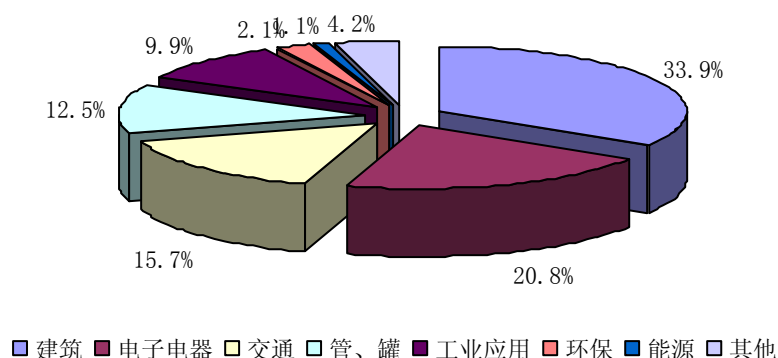
做为可再生能源，风能成为关注焦点。玻璃纤维是风电叶片的重要原材料之一，每片风电叶片玻纤用量为 3.5 吨，市场容量广阔。中国风力发电市场已经连续三年增长超过 100%，2008 年的增长更达到了 116%，中国风力发电报告预计，未来 20-25 年内，世界风能市场将每年递增 25%。风力发电的迅速发展，将给玻纤行业带来新的市场空间。

图表 10：全球玻纤需求构成



资料来源：中国玻璃纤维复合材料信息网、天相投顾

图表 11：我国玻纤需求构成



资料来源：中国玻璃纤维复合材料信息网、天相投顾

爱尔兰研究与市场公司《2006-2010 年中国玻纤工业报告》预测我国玻纤需求，5 年将年均增长 18%，到 2010 年达 159 万吨。不久前玻纤市场论坛上，下游工业提出的需求和这个预测相当：热固增强为 80 万吨，热塑增强为 21 万吨，电子电器为 35 万吨，增强菱镁 20 万吨，建筑装饰、耐热摩擦等 10-15 万吨。

在全球经济危机的背景下，行业遭受暂时的困难，但新能源领域（主要是风能）的不断增长、新应用领域的不断开拓，国家“保增长、扩内需”基础设施建设投资将平滑行业的业绩滑坡，行业和公司走出低谷的时间有望提前到来。

#### 4.2 吸收合并巨石有望再次提上日程

由于种种原因，公司股东大会吸收合并巨石集团决议未能在有效期内完成，决议效力自动终止。但巨石集团各方股东均看好公司长期价值，对吸收合并抱有良好预期。预计公司今年有望促成合并事宜，但方案会有所调整。如果按照上次的方案，归属于母公司所有者净利润增加近 100%，而公司总股本扩张约 41%，吸收合并后公司净利润将增厚 40%左右，如果换股价降低，业绩增厚幅度也有所降低，我们判断业绩增厚幅度不会小于 30%。

图表 12：不同换股价对业绩增厚敏感性分析

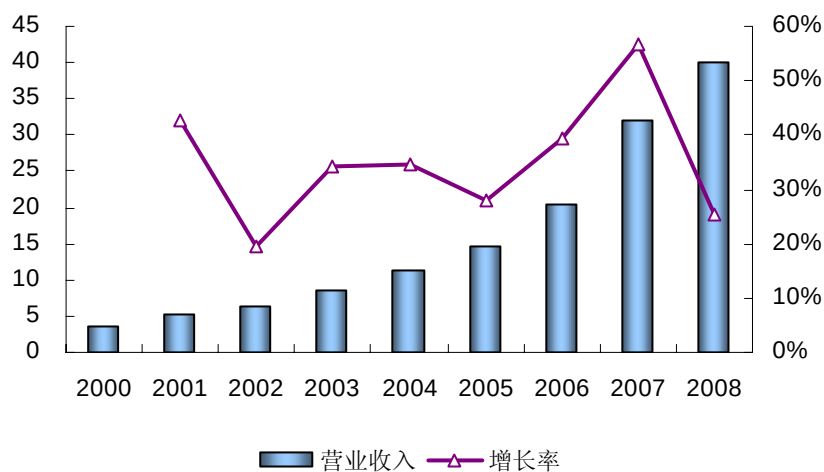
| 股价（元）    | 15.27 | 16.17 | 17.07 | 17.97 | 18.87 | 19.77 | 20.67 |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 股价变动幅度   | -15%  | -10%  | -5%   | 0%    | 5%    | 10%   | 15%   |
| 股本变动幅度   | 49%   | 46%   | 44%   | 41%   | 39%   | 38%   | 36%   |
| EPS 增厚幅度 | 32%   | 34%   | 37%   | 39%   | 41%   | 42%   | 44%   |

资料来源：天相投顾

## 5. 公司财务分析

公司玻纤生产线接连投产，产能规模不断扩张，玻纤产销量和营业收入不断上涨。08 年由于基数的提高和遭遇全球经济危机背景下的需求萎缩和产品跌价，收入增速有所下降，但仍然维持在 25%左右的高速增长。

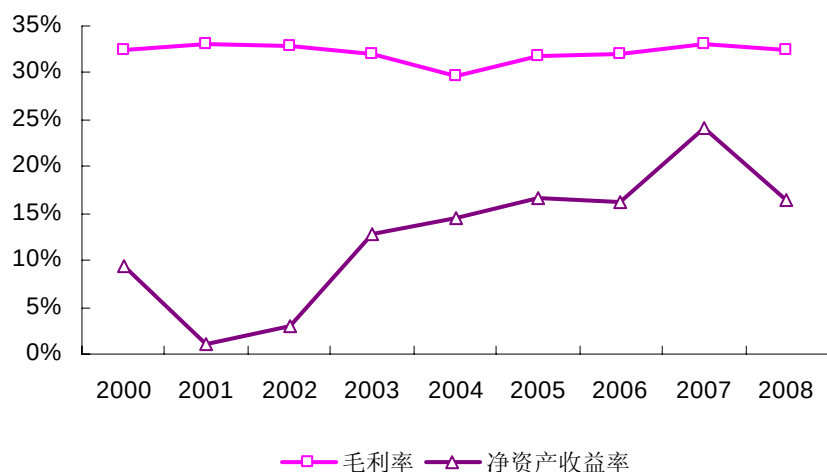
图表 13：中国玻纤营业收入及增长率



资料来源：公司公告、天相投顾整理

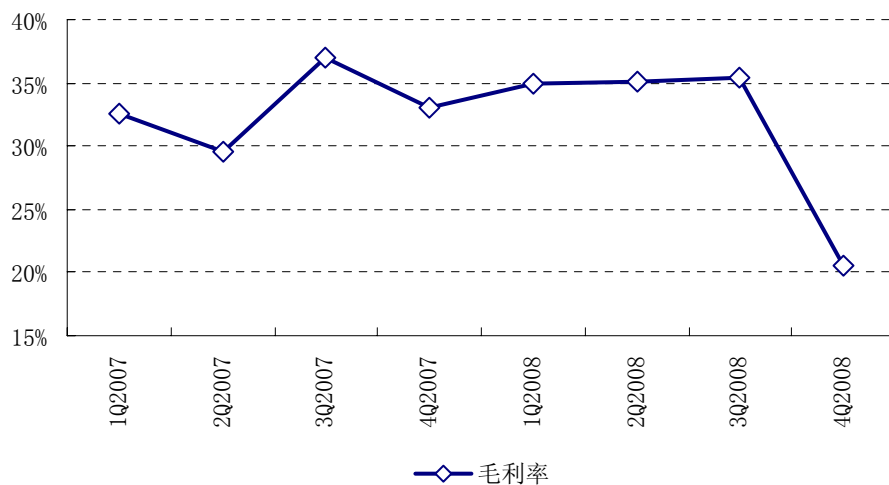
玻纤行业市场集中度高，在国内和全球均呈现寡头垄断格局。做为玻纤龙头，公司对下游行业议价能力和成本转嫁能力强，产品毛利率一直维持在 30%以上的水平，净资产收益率近几年也逐年走高，保持着稳定的盈利能力。但 08 年 4 季度在经济危机愈演愈烈的形势下，玻纤产品大幅下跌，从年中的 7000 元以上跌至年末的 6200 元左右，单季毛利率也跌至 20%左右的低位。

图表 14：中国玻纤盈利能力指标



资料来源：公司公告、天相投顾整理

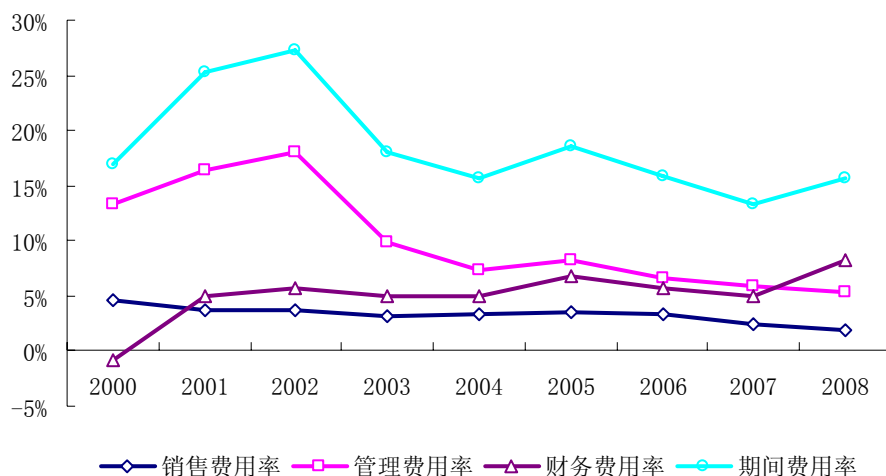
图表 15: 中国玻纤单季毛利率



资料来源: 公司公告、天相投顾整理

随着规模的扩大,公司经营管理效率也在逐步提高,期间费用率保持逐年下降的趋势。08 年财务费用率的提高是因为贷款规模增加导致利息支出增加,另外在建工程转固定资产的财务费用资本化转费用化也提升了年度财务费用率,但这样的提高方式不具备持续性。随着贷款利率的下降,09 年的财务费用率有望下降。预计伴随着规模的继续扩张和巨石集团吸收合并后的管理扁平化,公司期间费用率有望保持下降通道。

图表 16: 中国玻纤三项费用率



资料来源: 公司公告、天相投顾整理

## 6. 盈利预测及投资评级

### 6.1 盈利预测假设

(1) 预计公司九江基地建设的 15 万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线在 2010 年初投产, 届时老基地淘汰 4 万吨产能, 则 09 和 10 年的玻纤产能分别为 88 万吨和 99 万吨。

(2) 09 和 10 年玻纤销量分别为 70 万吨 (玻纤年会订单为 93 万吨, 保守估计实现订单量的 75%) 和 80 万吨。

(3) 玻纤价格 09 年呈现前低后高的走势, 全年平均价格为 6800 元/吨, 10 年需求回升, 但供给量也将增加, 全年均价为 7000 元/吨。

(4) 09 和 10 年的销售费用率分别为 2% 和 2%, 管理费用率分别为 5% 和 5%, 财务费用率分别为 6% 和 5.5%。

图表 17: 中国玻纤盈利预测表

|                | 2007A          | 2008E          | 2009E          | 2010E          |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>一、营业收入</b>  | <b>320,087</b> | <b>400,836</b> | <b>531,331</b> | <b>616,331</b> |
| 增长率            | 56.83%         | 25.23%         | 32.56%         | 16.00%         |
| 减: 营业成本        | 214,050        | 271,079        | 366,832        | 416,983        |
| 毛利             | 106,037        | 129,757        | 164,499        | 199,348        |
| 增长率 (%)        | 62.22%         | 22.37%         | 26.77%         | 21.18%         |
| 综合毛利率 (%)      | 33.13%         | 32.37%         | 30.96%         | 32.34%         |
| 营业税金及附加        | 1,394          | 1,536          | 2,657          | 3,082          |
| 销售费用           | 7,675          | 7,891          | 10,095         | 11,710         |
| 管理费用           | 18,988         | 21,443         | 26,567         | 30,817         |
| 财务费用           | 15,904         | 33,165         | 26,567         | 30,817         |
| 期间费用率 (%)      | 13.30%         | 15.59%         | 11.90%         | 11.90%         |
| <b>二、营业利润</b>  | <b>70,371</b>  | <b>60,978</b>  | <b>98,614</b>  | <b>122,923</b> |
| <b>三、利润总额</b>  | <b>73,767</b>  | <b>69,184</b>  | <b>96,994</b>  | <b>121,303</b> |
| 增长率 (%)        | 127.65%        | -6.23%         | 40.20%         | 25.06%         |
| 减: 所得税费用       | 11,844         | 11,504         | 14,549         | 18,195         |
| <b>四、净利润</b>   | <b>61,933</b>  | <b>57,680</b>  | <b>82,445</b>  | <b>103,107</b> |
| 归属于母公司所有者的净利润  | 30,126         | 24,442         | 29,312         | 41,474         |
| 增长率 (%)        | 114.44%        | -18.87%        | 19.93%         | 41.49%         |
| 少数股东损益         | 31,806         | 33,239         | 53,133         | 61,633         |
| <b>每股收益(元)</b> | <b>0.70</b>    | <b>0.57</b>    | <b>0.69</b>    | <b>0.97</b>    |

资料来源: 公司公告、天相投顾

### 6.2 估值与投资建议

建材行业玻纤子行业只有中国玻纤和九鼎新材两家公司, 我们选取了生产特种纤维复合材料的中材科技做为同类可对比公司。公司 09 年 2010 年 PE 水平具备一定的估值优势, 而且公司是全球玻纤行业龙头, 未来成长性明确, 理应享受一定的估值溢



价。我们 09 年盈利预测较为保守，如果考虑国家基础设施建设力度加大和欧美市场复苏的带动作用，09 年业绩有很大的超预期可能。我们继续维持中国玻纤“增持”评级。

前期玻纤价格已经降至 6200 元/吨左右的低位，行业内很多公司面临亏损，纷纷停产检修和限产保价来度过寒冬，也加速了行业落后产能淘汰进程，中国玻纤成本控制能力强，依然能保持盈利状态。由于玻纤价格接近整个行业的盈亏平衡线，继续下滑的可能性不大，近期已经出现触底反弹迹象。而且从全球角度看，圣戈班和欧文斯科宁合并因反垄断而压缩产能给中国玻纤带来新的市场空间。随着天气的转暖，北半球国家基建项目将陆续启动，玻纤价格也将因需求复苏而逐步提升，为公司业绩增长提供支撑。

图表 18：同类上市公司主要估值指标比较

| 股票代码   | 公司简称 | 股价    | EPS (元) |      |      | PE    |       |       |
|--------|------|-------|---------|------|------|-------|-------|-------|
|        |      |       | 2008    | 2009 | 2010 | 2008  | 2009  | 2010  |
| 600176 | 中国玻纤 | 17.72 | 0.57    | 0.69 | 0.97 | 31.09 | 25.68 | 18.27 |
| 002201 | 九鼎新材 | 9.92  | 0.20    | 0.22 | 0.40 | 49.60 | 45.09 | 24.80 |
| 002080 | 中材科技 | 26.30 | 0.63    | 0.87 | 1.15 | 41.75 | 30.23 | 22.87 |
| 平均     |      |       |         |      |      | 45.67 | 37.66 | 23.83 |

资料来源：天相投顾

## 7. 风险提示

- (1) 玻纤价格目前触底回升，但如果国内外需求不振，玻纤价格可能在低位徘徊。
- (2) 天然气等能源价格大幅度震荡。
- (3) 贸易保护主义抬头，公司产品出口受阻。

## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

|   | 投资建议 | 预期个股相对天相流通指数涨幅 |
|---|------|----------------|
| 1 | 买入   | >15%           |
| 2 | 增持   | 5---15%        |
| 3 | 中性   | (-)5%---(+)5%  |
| 4 | 减持   | (-)5%---(-)15% |
| 5 | 卖出   | <(-)15%        |

## 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 天相投资顾问有限公司

|       |                                                                                |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 北京富凯  | 地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室<br>电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140        |
| 北京新盛  | 地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层<br>电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140 |
| 北京德胜园 | 地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层<br>电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088            |
| 上海天相  | 地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座<br>电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120            |
| 深圳天相  | 地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室<br>电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041      |
| 山东天相  | 地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C<br>电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002            |