

分析师： 李兴

021-65102116

lixing@cjsc.com.cn

联系人： 鄢祝兵

(8627) 65799773

yanzb@cjsc.com.cn

毛利率下滑到较低水平，行业或将走出低谷

事件描述

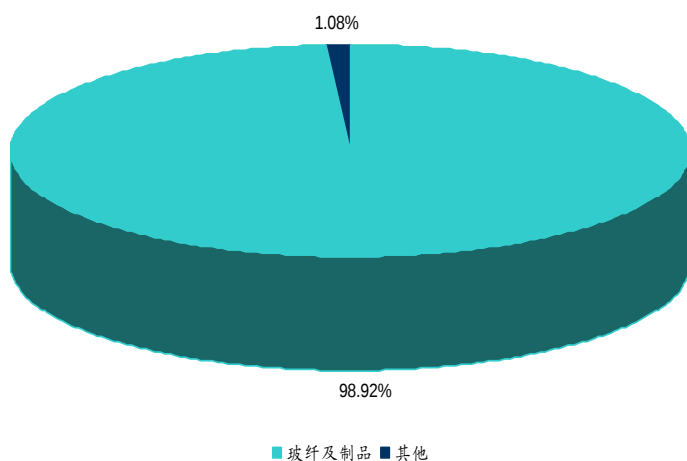
中国玻纤于今日发布半年报称，2009 年中期公司实现营业总收入 147361.38 万元，同比下降 28.06%，实现营业利润 -2771.15 万元，同比下降 105.90%，实现归属于母公司的净利润 1319.45 万元，同比下降 91.37%，实现基本每股收益 0.0309 元，每股经营性现金流为 -0.8899 元。

事件评论

第一， 公司玻纤制品毛利率仍处于较低水平，业绩大幅下滑

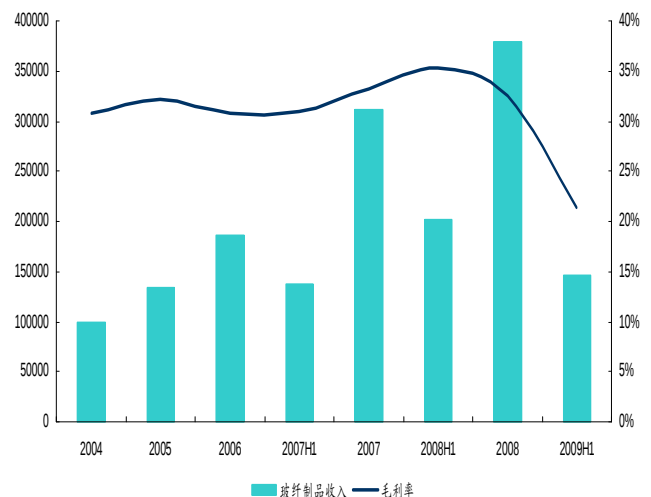
公司主营业务来自于玻纤及制品的收入，玻纤及制品占公司营业收入 98%以上，自去年四季度以来，玻纤行业景气度出现较大下滑，公司今年玻纤制品毛利率仅为 21.47%，较去年同期下降 13.80%，位于历史较低水平。其中，公司国内外营业收入均出现较大下滑，尤其，国外营业收入同比下滑 35.05%。受毛利率下滑影响，公司实现归属于母公司的净利润 1319.45 万元，同比下降 91.37%，每股经营性现金流仅为 -0.8899 元，公司存在较大库存压力。

图 1：2009 年中期公司主营业务收入构成



资料来源：公司公告 长江证券研究部

图 2：近年来公司玻纤制品收入和毛利率情况



资料来源：公司公告 长江证券研究部

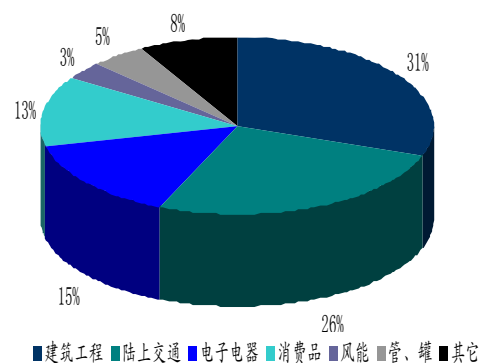
第二，玻纤行业集中度高，需求分布广泛，受经济危机影响冲击较大

➤ 玻璃纤维性能优越，需求受经济危机影响出现较大下滑

玻璃纤维是一种性能优越的无机非金属材料，它是以天然矿石为原料，进行粉磨均化高温熔制、拉丝、络纱、织布等工序最后形成各类产品。玻璃纤维的突出特点是比强度大，弹性模量高，伸长率低，同时还具有电绝缘、耐腐蚀等优点，被广泛应用于电子、通讯、建筑、化工、冶金、核能、航空、航天、兵器、舰艇、车船及海洋开发、遗传工程等国民经济各个领域。

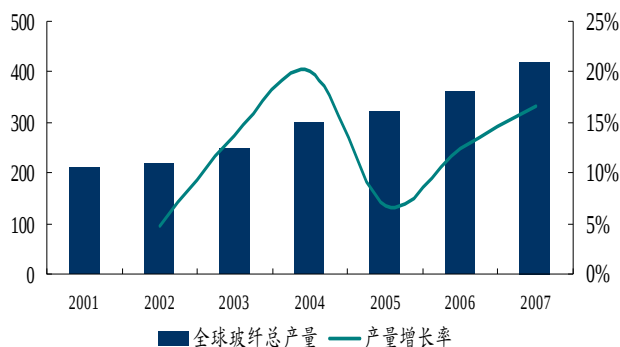
目前全球已拥有 5000 多个品种，60000 多个规格用途，品种和规格以年平均增长 1000~1500 种的速度迅猛向前发展。全球玻璃纤维主要应用领域为建筑、交通运输、电子电气三大领域，风力发电、管、罐是玻纤产品应用新增热门领域。截止 2007 年全球玻璃纤维产销量达到 400 多万吨，产销量以较快的速度增长，近年来玻纤的年均增长率超过 7%。但随着 2008 年下半年席卷全球的经济危机影响玻纤的需求，玻纤制品的产品出现较大幅度下滑，需求也出现明显下滑。

图 3：全球玻纤需求构成



资料来源：公司公告 长江证券研究部

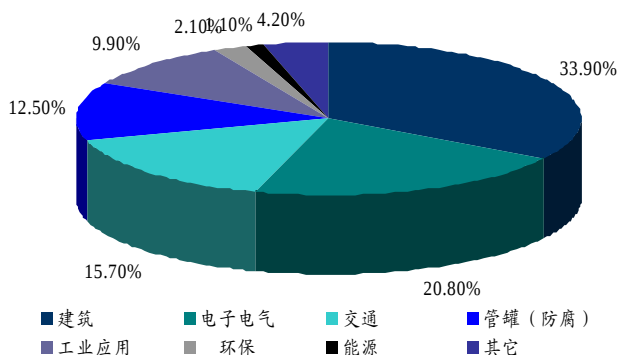
图 3：近年来全球玻纤产量增长情况



资料来源：公司公告 长江证券研究部

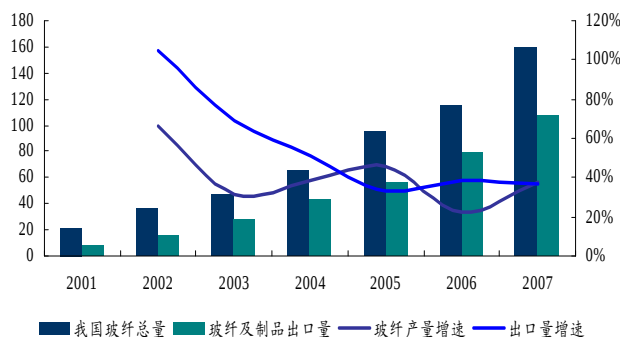
2007 年以前国内玻纤产业以年均 20% 以上速度增长，这种增长的背后是玻纤需求的旺盛，在国内玻纤市场，主要下游领域产业展示出良好的发展前景和旺盛需求，尤其是汽车、船舶等交通领域以及基础设施领域，风力发电等新领域使用玻纤作增强基材显示了较强增长势头，2008 年下半年受国外出口下滑的影响，国内玻纤销量也出现一定程度放缓。

图 5：国内玻纤需求结构



资料来源：公司公告 长江证券研究部

图 6：国内玻纤制品产量及出口量情况



资料来源：公司公告 长江证券研究部

➤ 玻纤行业集中度高，龙头公司加快国内扩张步伐

玻纤行业投入大，投入产出比低，只有扩大规模效益，才能取得经济效益，玻璃纤维作为具有较高集中度的行业，全球二大玻纤巨头美国匹兹堡（PPG）、欧文斯康宁——维托泰克斯，合计占有 60% 左右的市场份额，主导全球玻纤竞争格局，全球玻纤呈现寡头垄断格局，竞争相对稳定。

07 年我国玻纤的总产能达到 150 万吨左右，主要集中在巨石集团，重庆国际复合材料有限公司和泰山玻纤，三者合计占总产能的 60% 以上，国内玻纤行业形成三足鼎力的寡头竞争格局。随着国内市场需求旺盛，相对更低的成本和资源优势，近年来，世界主要玻纤生产国美国、法国、日本都在逐步减少本土的玻纤产能扩张步伐，产能扩张逐步向中国转移，PPG 在中国内地用 3 万吨玻纤产能，内资三大玻纤公司未来各有产能扩张计划。

表 1：国内玻纤主要企业产能列表

企业	玻纤产能（万吨）	占全国总产能比重（%）
巨石集团	50	33%
重庆玻纤	27	18%
泰山玻纤	23	15%
合计	98	66%

资料来源：长江证券研究部

第三，公司未来产能依然扩张，加紧全球布局步伐

➤ 公司三个生产基地未来产能加速扩张

公司目前玻纤产能高居国内第一，超过第二名和第三名重庆玻纤和泰山玻纤两者之和。目前玻纤产品中以无碱粗纱为主，其中有碱玻纤 7 万吨，剩余都是无碱玻纤。公司目前拥有浙江桐乡、江西九江和四川成都三个玻纤生产基地，2008 年产能达到 88 万吨。2009 年随着玻纤行业景气下滑，公司扩张步伐有可能放缓，但未来随着国内外宏观经济恢复，公司产能仍将扩张，我们预计到 2013 年，公司国内玻纤总产能将超过 140 万吨，有望居于全球首位。

表 2：公司玻纤产能扩张列表

产能	2005	2006	2007	2008	2009E	2013E
桐乡	14	24	36	64	64	64
巨石成都	0	4	4	14	18	50
九江	7	10	10	10	20	30
总计	21	38	50	88	102	148

资料来源：长江证券研究部

➤ 加快全球布局，致力打造玻纤国际航母

公司非常重视海外市场拓展，目前在印度、韩国、加拿大、意大利、南非等国家都有控股的销售公司，公司未来准备在国外建厂。2007 年下半年开始，玻纤产品出口退税率从 13% 下调到 5%，并存在未来下调为零的潜在风险，同时，人民币持续升值也会影响到公司的出口业务。公司一方面利用技术和规模优势降低生产成本，另一方面，公司调整出口产品结构，缩短出口合同时间，通过季度合同提价抵消出口带来的不利影响，随着公司未来产能的进一步扩大，下游需求的旺盛，拥有规模、技术、资源、营销网络等众多优势的中国玻纤将打造成为玻纤行业的国际航母。

表 3：受经济危机冲击，2009 年中期公司国内外销售收入均出现下降（单位：万元）

地区	营业收入	营业收入比上年增减（%）
国内	67533.30	-17.58%
国外	79828.08	-35.05%
合计	147361.38	-28.06%

资料来源：公司公告

第四，估值与盈利预测

2008年第四季度以来，玻纤行业景气急剧下滑，需求严重放缓，作为国内乃至全球玻纤行业的绝对龙头也未能幸免，公司玻纤制品毛利率出现大幅下滑，经营性现金流也较为紧张，我们预计下半年随着国内外宏观经济的逐步好转，与宏观经济密切相关的玻纤行业有望逐步走出低谷，公司吸收合并巨石集团事宜也因行业低迷而暂时搁浅。在不考虑增发换股吸收巨石集团后，我们预测公司2009~2011年EPS分别为0.322元、0.718元、0.987元，目前股价对应于2009~2011年动态市盈率分别为50.85、22.76、16.56，考虑到经济恢复后，公司2010年和2011年业绩存在超预期的可能，届时，公司换股吸收合并巨石集团有望重新启动增厚公司业绩，我们仍维持公司“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	4008	3945	5208	6059	货币资金	1279	394	521	2237
营业成本	2711	2906	3614	4098	交易性金融资产	59	102	102	102
毛利	1298	1039	1595	1961	应收账款	997	981	1296	1507
% 营业收入	32.4%	26.3%	30.6%	32.4%	存货	917	982	1221	1384
营业税金及附加	15	15	20	23	预付账款	454	486	604	685
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	79	79	104	121	流动资产合计	3785	3024	3847	6036
% 营业收入	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	214	209	276	321	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	长期股权投资	187	187	187	187
财务费用	332	332	279	246	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	8.3%	8.4%	5.3%	4.1%	固定资产合计	8563	8234	7786	6532
资产减值损失	10	-1	13	9	无形资产	146	141	136	129
公允价值变动收益	-93	0	0	0	商誉	17	17	17	17
投资收益	55	0	0	0	递延所得税资产	15	0	2	1
营业利润	610	404	903	1241	其他非流动资产	84	84	84	84
% 营业收入	15.2%	10.2%	17.3%	20.5%	资产总计	12797	11687	12058	12986
营业外收支	82	0	0	0	短期贷款	2839	1293	401	0
利润总额	692	404	903	1241	应付款项	1816	1944	2416	2740
% 营业收入	17.3%	10.2%	17.3%	20.5%	预收账款	150	150	198	230
所得税费用	115	61	135	186	应付职工薪酬	107	116	144	163
净利润	577	344	768	1055	应交税费	21	12	25	34
归属于母公司所有者的净利润	244.4	137.4	307.1	421.9	其他流动负债	100	105	131	149
少数股东损益	332	206	461	633	流动负债合计	5033	3619	3315	3316
EPS (元/股)	0.57	0.32	0.72	0.99	长期借款	4401	4401	4401	4401
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-457	2118	2443	2851	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益收回现金	112	0	0	0	负债合计	9433	8020	7716	7716
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1492	1589	1804	2099
无形资产投资	0	-2	-2	0	少数股东权益	1872	2078	2538	3171
固定资产投资	-2787	-1039	-1052	-361	股东权益	3364	3667	4342	5270
其他	152	-42	0	0	负债及股东权益	12797	11687	12058	12986
投资活动现金流净额	-2635	-1084	-1054	-361	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.572	0.322	0.718	0.987
股权融资	122	0	0	0	BVPS	3.49	3.72	4.22	4.91
银行贷款增加 (减少)	3788	-1546	-892	-401	PE	28.59	50.85	22.76	16.56
筹资成本	515	-373	-371	-373	PEG	1.43	2.55	1.14	0.83
其他	-1033	0	0	0	PB	4.68	4.40	3.87	3.33
					EV/EBITDA	10.46	5.82	4.19	2.94

筹资活动现金流净额	3393	-1919	-1262	-774	ROE	16.4%	8.7%	17.0%	20.1%
现金净流量	300	-884	126	1716	EPS	0.572	0.322	0.718	0.987

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) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@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

长江证券系列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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，不代表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情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需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。