

云天化(600096.sh)

玻纤行业已经见底、公司 2010 年业绩弹性非常大

谢军 研究员
电话: 020-8755888-663
eMail: xj@gf.com.cn

吕丙凤 研究助理
电话: 020-8755888-698
eMail: lbf2@gf.com.cn

投资亮点:

玻纤行业已经见底、公司玻纤产品差异化率较高将保证公司在竞争中胜出

一是玻纤下游非常分散, 金融危机后玻纤需求量向上弹性较大; 二是从 2009 年 7 月开始, 玻纤月度盈利数据已开始环比好转; 三是从 2009 年 10 月开始, 国际玻纤巨头开始提价; 四是“低碳经济”可能导致 2010 年风电新增装机容量超市场预期; 五是国内玻纤行业主要在低端竞争, 公司玻纤差异化率较高可保证公司在激烈竞争中胜出。

尿素: 气源和销量有保障、天然气涨价消化能力强

目前公司尿素开工率约为 80%, 显示了较强气源保障能力。此外, 公司尿素约占云南市场份额 70%以上, 对天然气涨价消化能力强。

聚甲醛: 价格已筑底、产品已扭亏、2010 年产能增长 80%

我国 POM 进口依存度高达 50%以上, 国内价格主要受进口 POM 影响。2009 年 6 月我国 POM 进口价格开始筑底回升, 并一直环比上升, 我们判断, POM 价格已筑底, 且 2010 年公司产能将同比增长 80%。

盈利预测与投资评级

我们预测公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.08 元、0.73 元、1.20 元。玻璃纤维、聚甲醛均属新材料, 未来只有依靠研发提高产品附加值的企业才能在出口竞争和国内进口替代中胜出。我们看好公司未来在新材料领域成长性, 给予“买入”评级, 一年内目标价 32.00 元。

风险提示

国外企业对我国玻璃纤维征收反倾销税的风险。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	6,005.31	7,704.20	5792.22	6973.90	8472.29
EBITDA(百万元)	1,066.12	1,752.60	1160.16	1761.82	2166.43
净利润(百万元)	682.81	657.20	47.21	429.46	704.65
净利润增长率	16.55%	-3.75%	-92.81%	812.50%	64.38%
每股收益(元)	1.270	1.230	0.08	0.73	1.20
市盈率	38.76	14.34	291.63	31.95	19.44
市净率	7.95	2.58	—	5.75	3.50
EV/EBITDA	29.95	15.48	11.86	7.81	6.36
每股红利(元)	0.40	0.40	0.10	0.40	0.40
股息率(%)	0.81	2.27	0.42	1.68	1.68

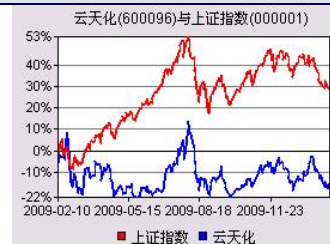
来源: 云南云天化股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	23.33
目标价格(元)	32.00
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-4.58%	-8.69%	-15.65%
上证综指	-7.73%	-7.23%	30.18%

股票数据

总股本(万股)	59,012.13
流通 A 股(万股)	29,078.38
主要股东:	
	云天化集团有限公司
主要股东持股比例	55.83%
流通 A 股比例	49.28%

财务比率

ROE	17.89%
ROA	3.72%
资产负债率	69.24%
每股净资产(元)	6.85

2008 年报数据

目录索引

一、投资亮点.....	4
二、玻纤行业需求回暖、公司玻纤差异化率较高将保证公司在竞争中胜出	5
(一) 玻纤行业集中度较高、呈现典型的寡头垄断格局.....	5
(二) 国内外玻璃纤维行业下游需求结构对比.....	7
(三) 价格周期性分析：受经济周期影响较大，金融危机后需求向上弹性非常大.....	9
(四) 目前影响我国玻纤价格的最关键因素——出口.....	11
(五) 2009 年出口严重萎缩，为何国内需求仍然复苏？	12
(六) 风电增量有限？2010 年玻璃纤维需求增长动力	15
(七) 公司玻纤产品差异化率较高、将保证公司在竞争中胜出.....	18
(八) 影响玻璃纤维行业出口复苏的最大障碍：反倾销.....	19
三、尿素：气源和销量有保障、天然气涨价消化能力强	19
(一) 较高的气源保障能力	19
(二) 尿素销量有保障	20
(三) 天然气涨价成本消化能力强	20
四、聚甲醛：价格已筑底、产品已扭亏、2010 年产能增长 80%	20
(一) 聚甲醛产品简介	20
(二) 聚甲醛下游需求分布	21
(三) 聚甲醛行业竞争格局分析——高度集中.....	22
(四) 价格：进口依存度高达 50%、国内 POM 价格主要受进口价格影响	25
五、盈利预测与投资评级	26
六、风险提示.....	28
附录：公司简介.....	29

图表索引

图 1：1996 年世界玻璃纤维行业寡头垄断格局 (%)	6
图 2：2008 年世界玻璃纤维行业寡头垄断格局 (%)	6
图 3：北美玻璃纤维产品下游需求构成 (%)	8
图 4：欧洲玻璃纤维产品下游需求分布 (%)	8
图 5：我国玻璃纤维产品下游需求分布 (%)	9
图 6：2006-2009 年玻璃纤维粗纱出厂价格 (元/吨)	10
图 7：国内玻璃纤维价格约滞后于玻纤出口量数据变化 1 个月	12
图 8：全球累计风电装机容量及同比增长 (万千瓦、%)	13
图 9：全球新增风电装机容量及同比增长 (万千瓦、%)	13
图 10：我国累计风电装机容量及同比增长 (万千瓦、%)	13
图 11：我国新增风电装机容量及同比增长 (万千瓦、%)	14
图 12：美国年度建造支出金额及同比增长 (百万美元、%)	16
图 13：美国、法国住宅市场恢复情况 (%)	16
图 14：全球 PCB (印刷电路板) 年产值及同比增长率 (亿美元、%)	17
图 15：北美 PCB (印刷电路板) 订单出货比与我国玻纤出口量走势对比.....	17
图 16：云天化玻璃纤维产品结构分析 (%)	18

图 17: 2007 年我国聚甲醛下游需求分布 (%)	22
图 18: 国内 POM 价格主要受进口价格影响 (元/吨)	26
图 19: 2008-2009 年我国聚甲醛月度进口量及同比增长 (吨、%)	26
图 20: 公司主营业务及组织结构图	29
图 21: 2007-2009 年公司收入构成分析 (%)	30
图 22: 2007-2009 年公司毛利润构成分析 (%)	31

表格索引

表 1: 玻璃钢 (FRP) 下游主要应用领域	7
表 2: 历史上玻纤价格周期性分析	10
表 3: 2000-2009 年我国玻璃纤维行业供需分析 (万吨、%)	11
表 4: 云天化玻璃纤维生产线产品结构分析	18
表 5: 外国对我国玻璃纤维提出反倾销调查情况	19
表 6: 聚甲醛生产工艺简介	21
表 7: 1999 年和 2007 年我国聚甲醛下游需求分布对比 (%)	22
表 8: 国外主要 POM 生产厂家及产能统计 (万吨)	23
表 9: 2000-2008 年国内聚甲醛进口依存度高达 50% 以上	23
表 10: 我国聚甲醛主要生产企业及产能统计 (万吨)	24
表 11: 未来国内聚甲醛主要在建项目统计 (万吨)	25
表 12: 云南云天化 9 万吨聚甲醛项目建设历程	25
表 13: 公司主营产品盈利预测关键假设	27
表 14: 公司盈利预测与投资评级 (百万元、元/股)	27
表 15: 重点跟踪公司盈利预测与投资评级 (元/股)	28
表 16: 公司主营产品产能及生产分布简介	30
表 17: 公司资产负债表与现金流量表 (百万元)	32

一、投资亮点

1月28日与2月2日，我们分别调研了云天化集团和上市公司，决定给予公司“买入”的投资评级，主要亮点如下：

玻纤行业需求回暖、公司玻纤产品差异化率较高将保证公司在竞争中胜出

首先，金融危机之后玻璃纤维需求量向上弹性较大。由于玻纤下游需求非常广泛，通过对历史数据分析发现，在每次大的经济危机之中，玻纤行业受到的冲击都比较大，但经济危机之后的反弹力度也比较强。

其次，玻璃纤维企业于2009年7-8月份陆续扭亏，月度出厂价格、销量、盈利数据在环比转好，玻纤行业已见底。我国玻璃纤维出口依存度高达50%以上，国外需求是影响我国玻纤价格的一个非常关键因素，从2009年3月开始，我国玻璃纤维及制品的出口量开始回升，但还没看到明显好转迹象，静待国外需求复苏。

第三，玻纤国际巨头开始提价。2009年10月1日，国际玻纤巨头PPG宣布上调全球热塑性短切玻璃纤维与热固性干切玻璃纤维价格5%-7%；2009年12月10日宣布2010年1月1日后全球所有合股纱产品价格每磅上调5-10美分（折合每吨上调759-1518元/吨）。

第四，“低碳经济”概念导致未来2-3年风电投资增速可能超出市场预期。在哥本哈根会议刚刚召开及全球强调低碳经济及清洁能源的大背景下，我们认为我国风电行业新增装机容量绝对值至少保持不变，超出市场预期的概率较大，可能给玻纤行业带来意外惊喜。

最后，公司玻纤产品差异化率较高保证公司在激烈竞争中胜出。截止2010年1月，云天化重庆CPIC公司共拥有玻璃纤维生产线10条，产能合计43.50万吨（公司年报公告数据42万吨）。其中，受金融危机影响，F10线停建，其产能为7万吨增强纱，目前还未重新开建。在这43.5万吨总产能中，其中电子纱合计6.4万吨；增强纱（包括短切纱、直接纱、合股纱、热塑性塑料增强纱等）合计26.30万吨；特种玻璃纤维合计10.80万吨（包括ECR玻璃纤维4万吨、ECT玻璃纤维5万吨、TM玻璃纤维1.80万吨），电子纱、增强纱、特种玻璃纤维分别约占公司玻璃纤维总产能的14.71%、60.46%和24.83%，公司玻璃纤维差异化率高达39.54%。玻璃纤维具有数千个品种与规格，不同规格产品之间的价格、毛利率、盈利能力相差较大。比如，目前公司粗纱、短切纱的出厂价格约为7000元/吨，而电子纱的出厂价格约为10000元/吨，差异化纤维的盈利能力较强。

尿素：气源和销量有保障、天然气涨价消化能力强

受2009年冬天寒冷及2010年天然气涨价预期影响，目前沧州大化、建峰化工、泸天化等国内大部分气头尿素企业已经停气或仅维持保证天然气管道正常的较低开工率水平，而公司目前尿素开工率约保持80%负荷，显示了公司较强的气源保障能力。此外，由于云南省尿素生产企业较少、交通运输不便，公司尿素约占云南省市场份额的70%以上，尿素销量有保障，对天然气涨价消化能力强。此外，由于尿素作为农资产品，我们判断2010年化肥用气价格上调10%左右，折合0.07-0.08元/立方米，最多上调0.10

元/立方米。2010年天然气涨价仅增加公司成本3000万元左右。

聚甲醛：价格已筑底、产品已扭亏、公司2010年产能同比增长80%

金融危机对聚甲醛行业打击较大，价格最低跌至9000元/吨。但我国聚甲醛进口依存度高达50%以上，国内POM价格主要受进口价格影响。2009年6月我国POM进口价格开始筑底回升，并一直环比上升，虽然幅度不是太大；受此影响，从2009年7月开始，国内POM价格也开始环比上升，并于2009年12月实现扭亏。

因此，我们判断，POM价格已经筑底，行业最坏时候已经过去，伴随着国内外经济的逐渐好转，POM价格将环比上升；且公司在重庆长寿的4万吨聚甲醛项目已于2010年初一次性顺利投产，量价齐增，2010年公司聚甲醛业绩弹性较大。

费用率下降对公司EPS影响较大

受一季度天然气供应紧张导致尿素停车及3.23事故影响，公司2009年尿素开工率低于往年；受金融危机影响，2009年公司玻纤开工率也较低，中间还停过两条线。目前，伴随着2010年天然气调价及玻纤、聚甲醛下游需求的好转，我们判断2010年公司开工率将恢复至正常水平，那么公司销售费用率、管理费用率将同比下降。由于公司销售收入较大（位于60-70亿之间），而股本相对较小（仅59012万股），费用率下降一个百分点，将增厚公司业绩0.10元/股。公司开工率好转带来的费用下降对公司业绩EPS影响也很大。

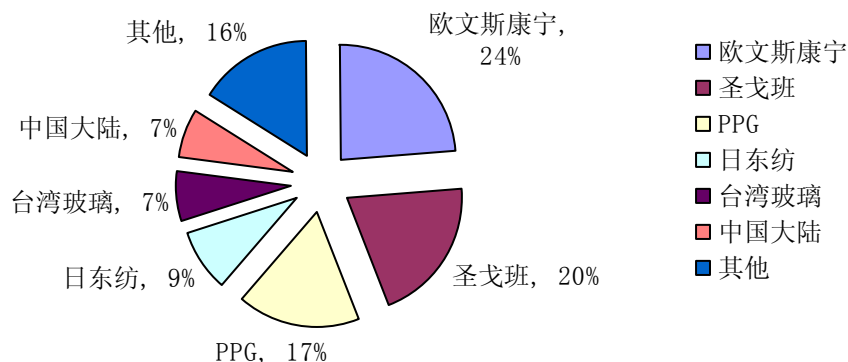
二、玻纤行业需求回暖、公司玻纤差异化率较高将保证公司在竞争中胜出

（一）玻纤行业集中度较高、呈现典型的寡头垄断格局

无论国际市场还是国内市场，玻璃纤维的行业集中度都非常高，呈现典型的寡头垄断格局。目前，世界玻纤工业生产集约化程度很高，约80%的产量和先进技术集中在欧文斯康宁——维托特科斯公司（OCV）、美国PPG公司和日本的日东纺三家跨国公司手中；而国内玻纤市场的75%产能集中在中国玻纤（巨石）、云南云天化（重庆CPIC）、泰山玻纤手中。

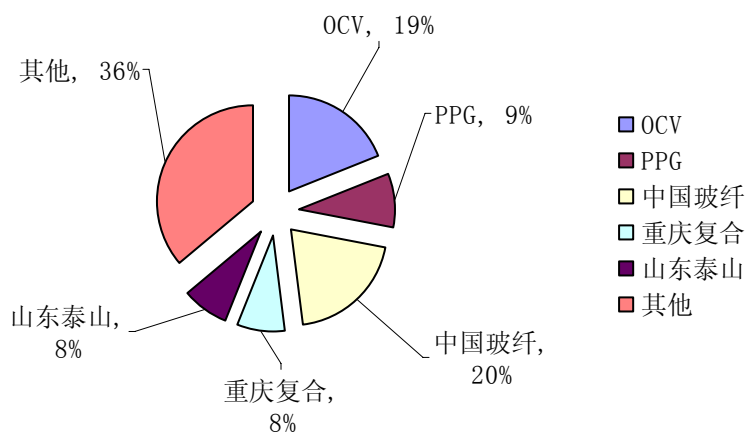
寡头垄断行业的典型定价特征为：利益集团通常会设定一个合理的毛利率，一旦产品价格下滑较大，企业通常会通过限产报价等方法来保证盈利，且在下游行业需求复苏时提价能力较强。玻纤行业也经历了同样的过程：2008年的金融危机对玻纤行业冲击较大，2009年上半年产品销量、价格同时下跌、企业库存开始逐渐增加；2009年中期协会提出限产报价措施，2009年7-8月份企业开始陆续扭亏。

图 1：1996年世界玻璃纤维行业寡头垄断格局（%）



数据来源：广发证券发展研究中心

图 2：2008年世界玻璃纤维行业寡头垄断格局（%）



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

从图中可以发现，从1996年至今，虽然玻璃纤维行业一直呈现寡头垄断格局，但主要寡头及寡头市场份额发生了较大变化。1996年时，美国欧文斯康宁（OV）、法国圣戈班、美国PPG、日本日东纺约垄断了全球玻纤行业70%的市场份额；我国玻璃纤维工业诞生于1958年，但主要采用陶土坩埚法和镍铬合金孔板法生产；20世纪90年代中后期池窑法才开始在中国普及，落后于西方30-40年。但当池窑拉丝生产法在中国普及之后，由于玻璃纤维行业的高能耗、高污染、发达国家原材料成本、人力成本、环境成本较高等因素，世界玻璃纤维产能开始向中国等亚洲国家转移，才导致了今天的市场格局。

最新统计数据显示，目前我国玻璃纤维产能约占世界玻璃纤维产能的50%以上，玻纤行业对外依存度也高达50%以上。其中，中国玻纤（巨石）

玻纤产能合计90多万吨，约占全球市场份额的20%，成为全球第二大玻璃纤维生产商；中国玻纤、云南云天化（重庆CPIC）、泰山玻纤三家合计约占全球市场份额的36%。无论国内市场还是国际市场，玻璃纤维行业的行业集中度都非常高，呈现典型的寡头垄断格局，行业容易达成提价协议，下游企业议价能力较弱。

（二）国内外玻璃纤维行业下游需求结构对比

玻璃纤维是一种性能优异的无机非金属材料，英文原名glass fiber，成分主要为二氧化硅、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个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，通常作为复合材料中的增强材料、电绝缘材料和绝热保温材料、印刷电路板的覆铜板等，广泛应用于国民经济各个领域。

作为一种工业复合材料，玻璃纤维的性能决定了它很少直接使用，其最广泛的用途是作为复合材料的原料。所谓复合材料，是由基体材料（树脂、金属、陶瓷等）和增强体（玻璃纤维、芳纶纤维、碳纤维、晶须、颗粒）等复合而成的具有优异综合性能的新型材料。其中，玻璃纤维用于增强树脂等高分子材料方面的比例较高，约为80%，产成品主要以玻璃纤维增强塑料（俗称玻璃钢）为主。玻璃钢（FRP）作为一种玻璃纤维增强塑料，主要应用于汽车、船舶、轨道交通等领域。

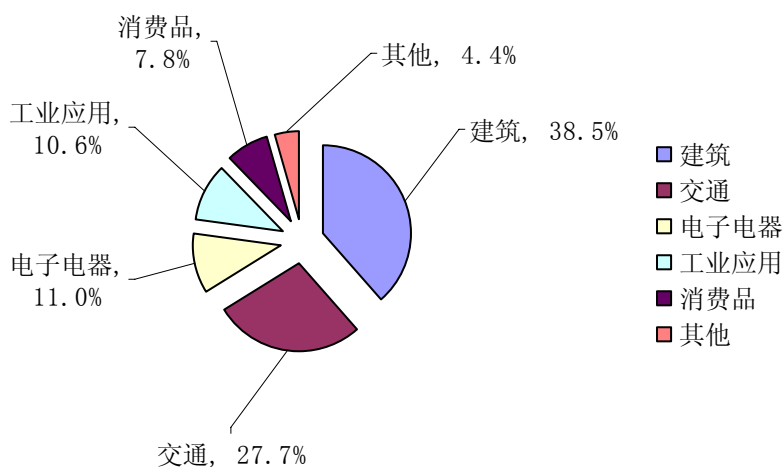
表 1：玻璃钢（FRP）下游主要应用领域

子行业	具体使用部位
汽车	汽车车身、构架和车体外覆盖件。资料显示：汽车质量减轻100kg，每行驶100km可节油0.3L。因此，在发达国家，每辆汽车用塑料超过100kg，复合材料使用量平均达70千克，而我国每辆汽车平均复合材料使用量仅为10千克。此外，全世界约有200万辆汽车使用天然气动力，复合材料天然气瓶市场前景广阔。
轨道交通	轨道交通车体、车门、座椅、电缆槽、电缆架、格栅、电器箱等；
航空业（民航客机）	主要采用碳纤维复合材料，主要产品为机翼部件、垂直尾翼、机头罩等；
船艇用复合材料	游艇和渔船。游艇作为高级娱乐耐用消费品在欧美有很大市场，资料显示北美近几年船用玻纤需求量以年均5%左右的速度在增长。

数据来源：广发证券发展研究中心

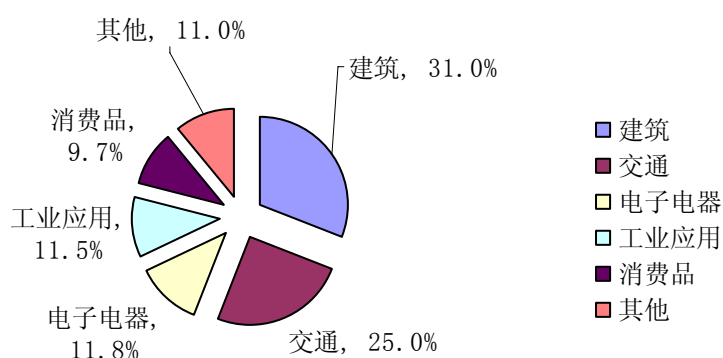
上文主要以作为复合材料的增强材料为例，对玻璃纤维增强塑料（玻璃钢）的主要下游子行业及具体使用部位进行了详细分析，其实，玻璃纤维具有数千个品种与规格，5万多种用途，用途非常广泛，下游需求比较分散，作为电绝缘材料、绝热保温材料等也广泛应用于电子电器、交通、建筑等领域。

图 3：北美玻璃纤维产品下游需求构成（%）



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

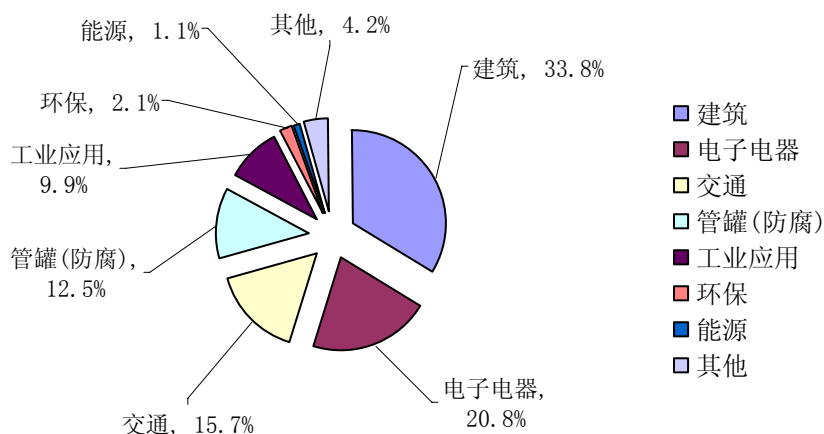
图 4：欧洲玻璃纤维产品下游需求分布（%）



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

从上文可以发现，由于经济发展水平不同，欧美发达国家与我国在玻纤产品的下游需求结构上存在较大差别。在欧美国家，玻纤下游产品主要应用在建筑、交通、电子电器、工业应用及消费品等领域。其中，建筑和交通领域是两个需求最大的领域。例如，建筑、交通领域分别约占美国玻纤产品总需求的38.5%和27.7%；分别约占欧洲玻纤产品总需求的31.0%和25.0%。在国外，建筑、交通行业是影响玻纤产品需求的两个最大下游产业。相比我国，我国玻纤产业的下游分布则更为广泛，包括建筑、电子电器、交通、管道（防腐）、工业应用及能源等，用在游艇等消费品领域的比例还较低。其中，建筑领域约占38.8%、电子电器领域约占20.8%，不同于发达国家，交通领域目前仅占比仅为15.7%，未来发展空间较大。目前，建筑和电子电器领域仍然是影响我国玻纤产品需求的两个最大下游行业。

图 5：我国玻璃纤维产品下游需求分布（%）



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

（三）价格周期性分析：受经济周期影响较大，金融危机后需求向上弹性非常大

玻璃纤维由于具有数千个品种与规格，5万多种用途，下游非常广泛，又不属于大众化工产品，很难找到一种标准规格的产品进行持续的价格跟踪。因此，只能通过对龙头公司的年报分析、行业协会关键报告、行业关键新闻等资料进行加工，来分析历史上玻璃纤维价格的波动规律。

1938年，坩埚法玻璃纤维诞生。通过对1938-2008年间的玻纤价格起落波动及波动原因进行分析，可以发现：由于产品用途广泛、下游需求非常分散，历史上玻纤价格受经济周期影响较大。例如，1990年的美国储备债危机、1997年的亚洲金融危机、2008年的全球金融危机都给玻纤价格带来了较大冲击；但经济危机之后的2-3年内，玻纤价格反弹的力度也非常大。经过分析，我们认为主要原因为：由于应用于国民经济的各个领域，一旦受到大的经济危机影响，需求萎缩比较严重；但一旦经济全面复苏，需求向上弹性也非常大。基于此，我们判断，在经过2008年的金融危机洗礼之后，2010-2011年玻璃纤维行业很大可能迎来需求的大幅反弹，外加产品工艺升级带来的产品结构调整，量价齐升局面仍然可期。

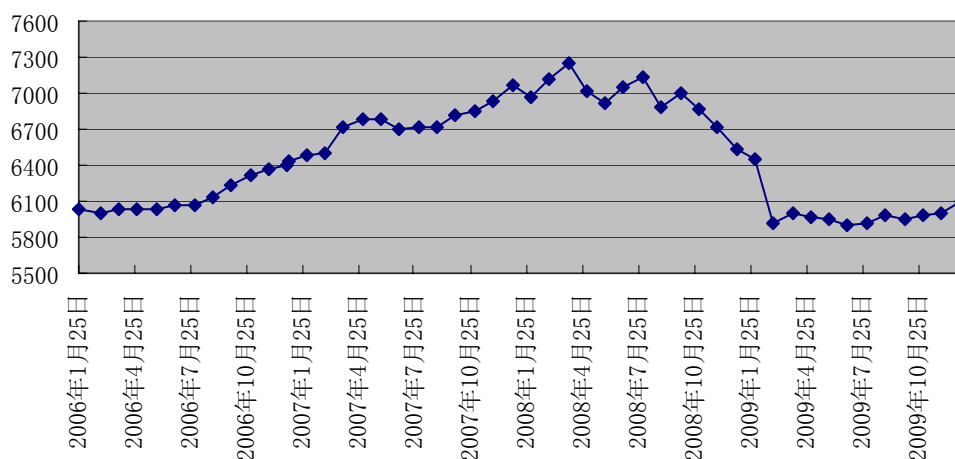
表 2：历史上玻纤价格周期性分析

时间	事件
1938 年	坩埚法玻璃纤维诞生；
1958 年	池窑拉丝法玻璃纤维诞生；
1987-1989 年	出现全球性的玻纤供应短缺，导致玻纤量价齐升；
1990-1991 年	随着西方国家衰退，全球玻纤产量连续两年下降，1991 年达到谷底（主要受美国储备债的影响，1990 年 7 月美国经济达到顶峰），1991 年 3 月玻纤价格筑底反弹；
1992 年	随着全球经济好转，玻纤工业开始复苏，1993 年产量即恢复到 1989 年的水平；
1994 年	全球再次出现玻纤工业产品短缺，玻纤产量连续 4 年大幅度上升，一直延续至 1996 年，这一年玻纤产量达到 230 万吨；
1997 年-1998 年	受东南亚金融危机前脸，全球玻纤工业发展缓慢；受 IT 行业不景气影响，产量增长趋缓；
2001 年	受 9.11 事件影响，需求回落；
2004 年	玻纤产品的两大主要需求领域：电子工业及复合材料工业又开始获得较强的发展动力，玻纤行业再次大步发展，一直持续至 2008 年；
2008 年	经济危机，再一次使得玻纤行业陷入困境，各大公司库存积压，多条生产线停产；
2009 年 3Q	欧美玻璃纤维市场开始出现回暖迹象，企业开始增产提价；
2009 年 1Q	为玻纤行业的冬天；
2009 年 2Q	受旺盛内需带动（主要为风电产业），玻纤行业开始企稳回升；
2009 年下半年	行业产能开始陆续恢复；重庆国际、河北金牛、昆山 PFG 等停产的窑炉陆续点窑；
2009 年 10 月	美国 PPG 公司全球提价 5%-7%；
2010 年	我们判断：国内外经济开始全面复苏，玻纤行业有望又一次迎来连续的高增长；

数据来源：广发证券发展研究中心

注意：表中浅绿色填充代表玻纤价格受经济危机影响回落；红色填充代表经济危机之后的量价反弹。

图 6：2006-2009 年玻璃纤维粗纱出厂价格（元/吨）



数据来源：广发证券发展研究中心

注意：价格主要从行业新闻中搜集，由于不同规格产品价格相差较大，仅以玻璃纤维粗纱反映行业价格趋势。

（四）目前影响我国玻纤价格的最关键因素——出口

上文，我们从宏观层面分析，指出宏观经济景气度是影响玻纤价格的一个非常重要因素。但从中观角度入手，通过对目前我国玻纤行业的供需情况、出口情况、对外依存度情况等因素进行分析可以发现，未来外围需求（或者出口需求）仍然是影响我国玻纤价格的最关键因素。

1、我国玻纤行业供需分析

中国玻璃纤维工业协会最新统计数据显示，2008年全球玻纤产能420万吨、全球需求量380万吨；2008年我国共拥有玻璃纤维企业200多家，玻璃纤维产能228万吨、产量211万吨，约占全球玻璃纤维总产能的54%，约占全球玻璃纤维总产量的56%。而从2000年开始，我国玻璃纤维的出口依存度就高达40%=65%。受发达国家向发展中国家转移产能影响，未来全球玻璃纤维新增产能主要集中在我国等亚洲国家，因此，玻璃纤维出口量是影响我国玻璃纤维价格的一个最关键因素。下文我们将用玻璃纤维及制品的出口数据进行验证。

表 3：2000-2009 年我国玻璃纤维行业供需分析（万吨、%）

	产量	产量增长率 (%)	池窑法产量占比 (%)	进口量	出口量	表观需求量	表观需求量增长率 (%)	出口依存度 (%)
2000 年	21.5		24.2%	—	—	—	—	—
2001 年	27.0	25.6%	—	9.93	11.24	25.69	—	41.6%
2002 年	36.0	33.3%	44.44%	12.74	16.78	31.96	24.38%	46.6%
2003 年	47.1	30.8%	59.45%	18.12	28.31	36.91	15.50%	60.1%
2004 年	65.0	38.0%	63.08%	17.96	42.47	40.49	9.71%	65.3%
2005 年	95.0	46.2%	74.74%	18.90	56.87	57.03	40.83%	59.9%
2006 年	125.0	31.6%		21.52	79.04	67.48	18.34%	63.2%
2007 年	160.0	28.0%	72.50%	23.13	108.37	74.76	10.78%	67.7%
2008 年	211.0	31.9%	82.46%	21.01	109.27	122.73	64.17%	51.8%
2009E	210.0	-0.5%	84.00%	18.40	70.00	162.40	—	—
2010E	230.0	9.5%	84.00%	—	—	—	—	—

数据来源：中国玻璃纤维工业协会、中国海关、广发证券发展研究中心

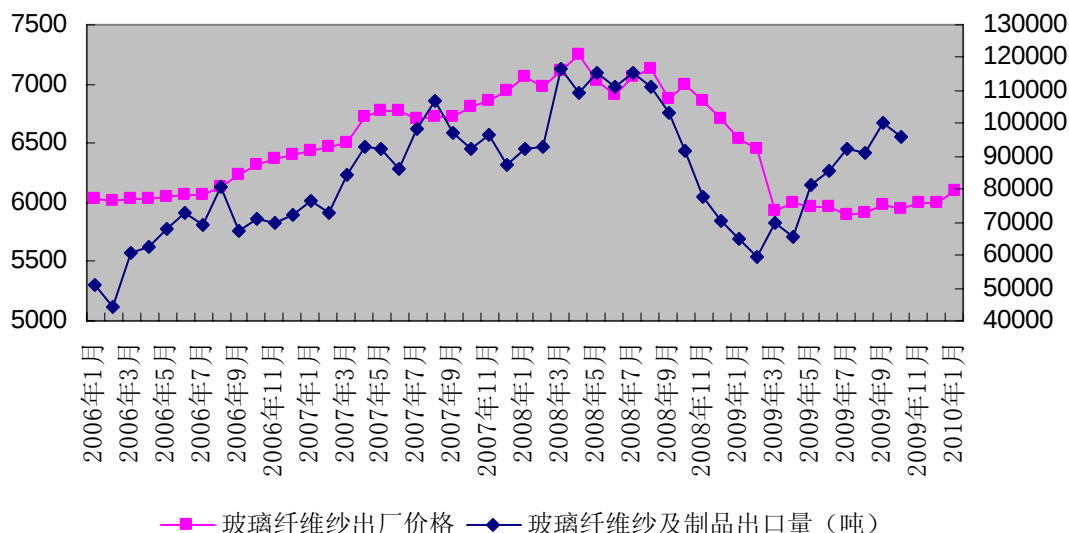
注意：产量数据来自中国玻璃纤维工业协会（统计局的产量数据严重偏高）；进出口数据取自中国海关，统计口径为玻璃纤维纱及制品；表观需求量为计算所求数据。

2、国内玻璃纤维价格出厂约滞后于玻纤出口量变化1个月

从图中可以发现，受全球金融危机影响，从2008年8月开始，玻璃纤维及制品的出口量开始单调下降，一直持续至2009年2月筑底；受玻璃纤维及制品出口量持续萎缩影响，从2008年9月开始，国内玻璃纤维出厂价格也开始单调下跌，一直持续至2009年3月筑底。进入2009年1季度，金融危机的负面影响开始逐渐减弱，国内外经济开始复苏，2009年3月玻璃纤维及制品的出口量数据开始转头上扬，受此影响，从2009年4月开始，国内玻璃纤维粗纱的出厂价格开始回升，玻璃纤维企业的盈利能力开始环比转好，2009年7-8月开始陆续实现扭亏。由于我国玻璃纤维行业的出口依

存度高达50%以上，玻璃纤维及制品出口量对国内玻璃纤维纱出厂价格影响非常大。我们判断：国内玻璃纤维出厂价格约滞后于玻纤出口量数据变化1个月，可作为我们跟踪国内玻纤行业盈利能力的一个关键先行指标。

图 7：国内玻璃纤维价格约滞后于玻纤出口量数据变化1个月



数据来源：中国海关、广发证券发展研究中心

（五）2009年出口严重萎缩，为何国内需求仍然复苏？

从上文的进出口数据我们可以看到，受金融危机影响，从2008年8月开始，玻璃纤维及制品的出口量开始单调下降，一直持续至2009年2月才筑底。中国玻璃纤维工业协会的统计数据显示，2008年1-10月我国累计出口玻璃纤维纱及制品105.97万吨，2009年1-10月我国累计出口玻璃纤维纱及制品80.62万吨，同比下降约24%。那么在2009年月度出口基数较低、玻璃纤维及制品出口量萎缩的情况下，从2009年二季度开始，国内玻璃纤维企业库存开始下降、产销率开始上升、国内玻璃纤维行业开始复苏的主要原因是什么呢？

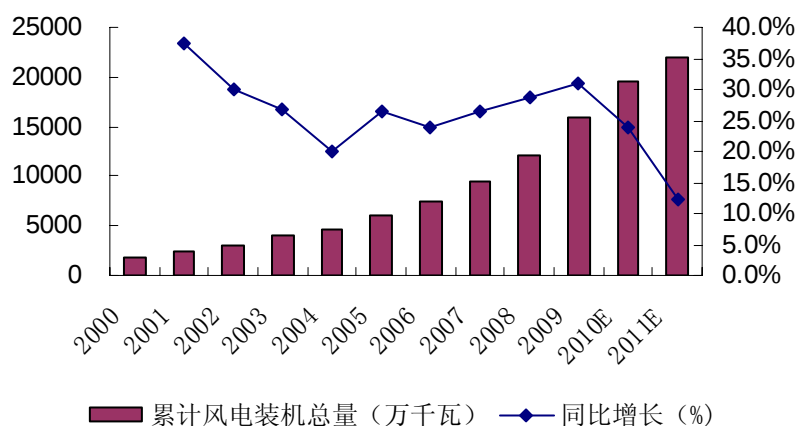
1、2008-2009年我国风电新增装机容量同比大幅增长

经过分析，我们发现，这主要是由于国内加大投资、扩大内需的政策所造成的，其中，主要是由于国家在风电领域的投资补偿了2009年的出口需求萎缩。玻璃纤维织物是风机叶片的主要原材料，而风机叶片是风力发电设备整机的重要零部件之一，约占风电整设备整机制造成本的25%，在风电领域投资中占据着举足轻重地位。

根据中国风力发电网统计数据显示，2008年全球累计风电装机容量为12079.1万千瓦，2009年全球累计风电装机容量为15829.1万千瓦，同比增长31%；2008年全球新增风电装机容量2705.6万千瓦，2009年全球新增风电装机容量3750.0万千瓦，同比增长高达38.60%。

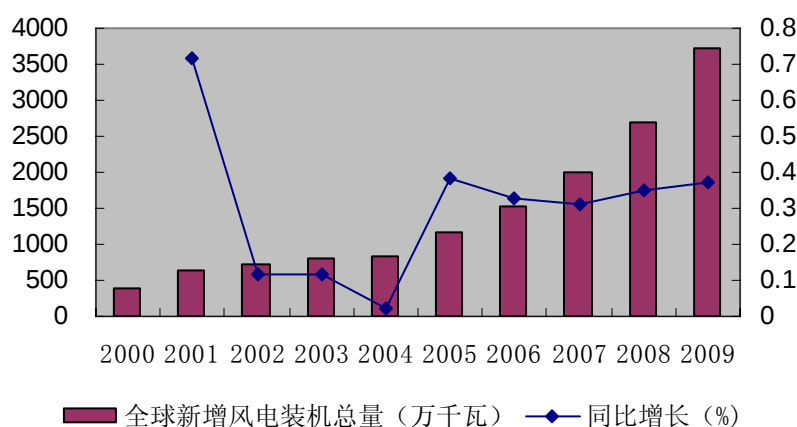
2008年我国累计风电装机容量为1220.6万千瓦，2009年我国累计风电装机容量为2425.3万千瓦，同比增长97.9%；2008年我国新增风电装机容量630万千瓦，2009年我国新增风电装机容量1200万千瓦，同比增长90.5%。

图 8：全球累计风电装机容量及同比增长（万千瓦、%）



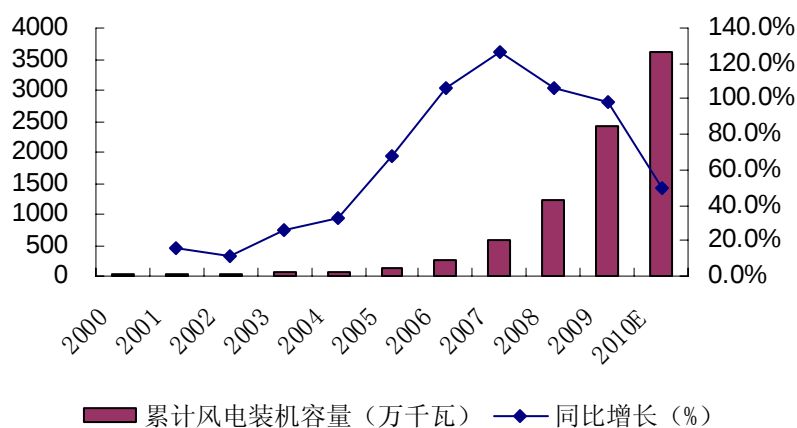
数据来源：中国风力发电网、广发证券发展研究中心

图 9：全球新增风电装机容量及同比增长（万千瓦、%）



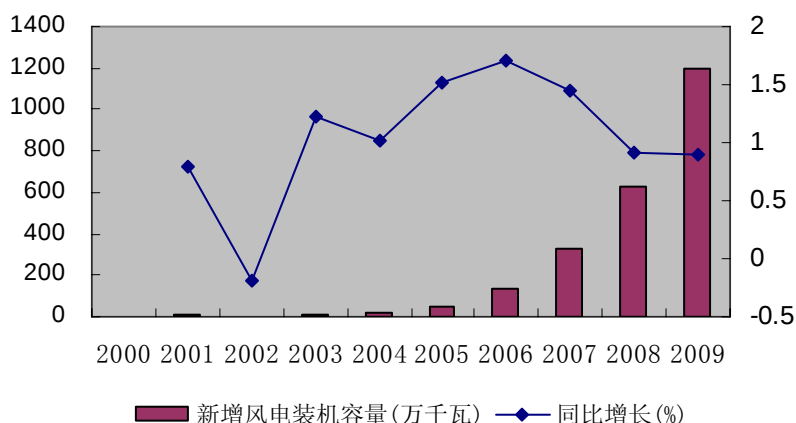
数据来源：中国风力发电网、广发证券发展研究中心

图 10：我国累计风电装机容量及同比增长（万千瓦、%）



数据来源：中国风力发电网、广发证券发展研究中心

图 11：我国新增风电装机容量及同比增长（万千瓦、%）



数据来源：中国风力发电网、广发证券发展研究中心

根据最新统计数据计算，2009年我国风电累计装机容量约占全球的15.32%，2009年我国新增风电装机容量约占全球的32.0%，几乎占了全球新增风电装机容量的1/3。2008年我国累计风电装机容量仅次于德国、美国 and 西班牙，排名第四；风电新增装机容量位居全球第二；预计2009年我国风电累计装机容量将超过西班牙，位居全球第三，风电新增装机容量将超过美国，位居全球第一。据全球风能协会报道，目前亚洲30%的风力发电设施都位于中国。未来，中国风电行业将在世界风电行业发展中扮演着越来越重要的角色。

2、2009年我国新增风电装机容量约引致玻纤需求9.6万吨

学术期刊显示，每增长1MW风电、叶片及机罩等FRP件约消耗8吨玻璃纤维，其中1MW风电叶片约消耗玻纤3.5吨左右。2009年我国新增风电装机容量1200万千瓦（折合12000MW），约引致玻纤需求9.6万吨；2009年全球新增风电装机容量3750.0万千瓦（折合37500MW），约引致玻纤需求30万吨。

因此，2009年虽然玻纤出口低迷，在国内风电领域大规模投资的带动下，从2009年二季度开始，国内玻纤行业开始复苏，企业库存逐渐下降、产销率开始上升、企业月度盈利数据环比转好，从2009年7-8月开始陆续扭亏，部分停产的生产线开始陆续点火复产。

从代表企业的财务数据上也可以证明上述观点。例如，云天化2008年玻璃纤维的出口比例为70%，而2009年公司玻璃纤维的出口比例下降为50%，国内新增的需求大部分用于风电叶片领域。此外，中国江苏常州天常玻纤复合材料有限公司成立于2008年，总部设在江苏常州，一直致力于为风机制造商提供低价格、高质量的玻璃纤维增强织物。2008年天常纤维财务状况稳健增长，2009年在全球玻纤价格同比大幅下跌的背景下，公司营业额同比增长超过了10倍，可以证明2009年风电叶片领域对玻纤需求的贡献。2010年1月25日公司宣布，以北京风险投资机构美商中经合集团(WI Harper Group)为首的几家机构向他们进行首次投资。美商中经合集团(WI

Harper Group) 成立于1993年, 是一家风险投资机构、积极合伙人。据记录它投资的公司已超过了100家, 行业覆盖技术领域、清洁技术及医疗保健。美商中经和集团作为财务公司投资公司反映了其对中国未来风电市场的看好。未来2-4年风电领域可能会给玻纤行业带来较大惊喜。

(六) 风电增量有限? 2010年玻璃纤维需求增长动力

大部分人认为2009年全球风电新增装机容量、中国新增风电装机容量绝对值均创历史新高, 未来增量有限, 风电带动玻纤需求并不具备持续性。

但从2005年开始, 全球风电新增装机容量同比增速就一直保持在31%-38%的水平; 从2003年开始, 我国风电新增装机容量同比增速就一直维持在90%-120%的水平。尤其是我国, 每年新增风电装机容量几乎翻番, 风电并网总量也几乎翻番。在哥本哈根会议刚刚召开, 全球提倡节能减排、低碳经济的大背景下, 我们认为中国及美国、德国、欧盟等世界大国降低风电领域投资增速的概率非常小。

此外, 大部分人认为未来风电领域投资增速降低是建立在如下的假设基础之上的: 根据《中国新能源规划》要求, 2020年我国风电累计装机容量将达到1.5亿千瓦, 从现在算起, 平均每年约新增1200万千瓦。但受国家政策推动, 风电新增装机容量不可能保持平均增长, 伴随着国家海上风电开发技术的进步及低碳经济的要求, 风电领域的投资大部分可能集中在未来的3-5年, 未来风电领域的投资增长仍然可期, 需紧密跟踪国家风电领域的投资规划最新变动。

基于投资安全边际要求, 我们假设2010年我国风电新增装机容量仍然保持1200万千瓦的水平, 那么2010年玻璃纤维行业的需求增长动力来自哪里?

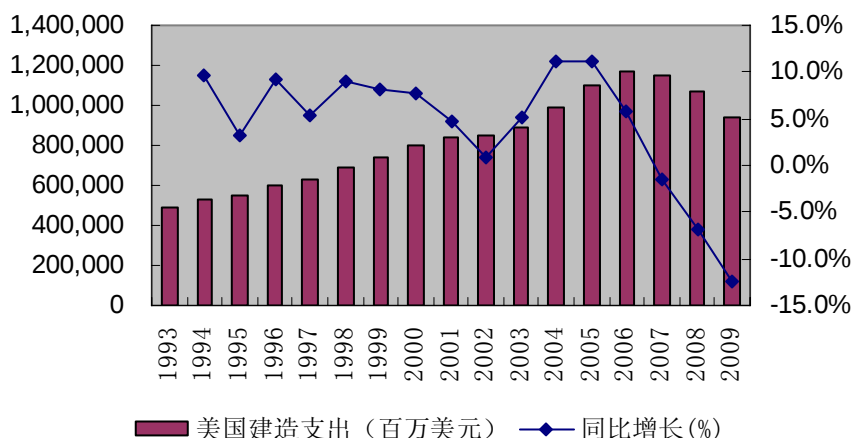
上文我们已经提到, 在出口依存度高达50%的背景下, 未来我国玻璃纤维行业的需求增长仍然主要依赖于出口。但玻璃纤维主要以增强复合材料的形式进入下游领域, 下游非常广泛, 单耗数据无法统计, 仅能大概反应需求趋势。

从上文我们已知道, 在国外, 玻璃纤维主要应用于建筑、交通、电子电器三个领域。例如, 建筑、交通、电子电器领域分别约占美国玻璃纤维消费总量的38.5%、27.7%和11.0%。在这场百年难遇的金融危机中, 国外三个行业所受冲击都比较大, 危机之后的恢复性增长, 必将逐渐带动我国玻纤出口数据的恢复。例如参加下文的建筑和电子领域数据。

1、2009年美国建筑领域支出同比下跌12.4%、2010年向上弹性较大

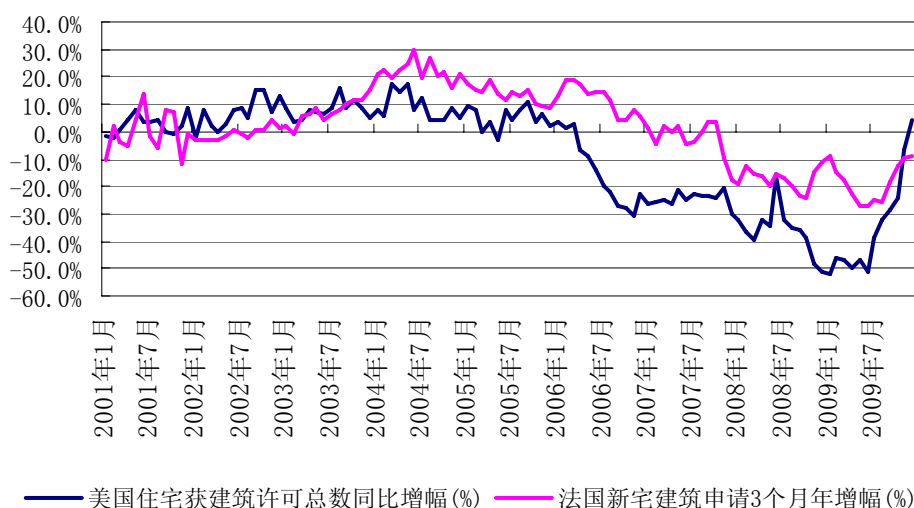
建筑领域是北美(或美国)玻纤应用第一大领域。从图12中可以看出, 受金融危机影响, 2008年美国建筑领域支出(包括公共建造支出和私人建造支出)同比增长-6.83%和-12.41%, 而2007年仅同比增长-1.44%。2008年、2009年下调幅度太深。伴随着经济逐渐好转, 2010-2011年美国建筑领域支出向上弹性较大。从图13中也可看出, 从2009年6月开始起, 美国住宅建筑许可总数同比增幅、法国新宅建筑申请3个月年增幅都开始筑底回升、单调上升。

图 12: 美国年度建造支出金额及同比增长 (百万美元、%)



数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

图 13: 美国、法国住宅市场恢复情况 (%)

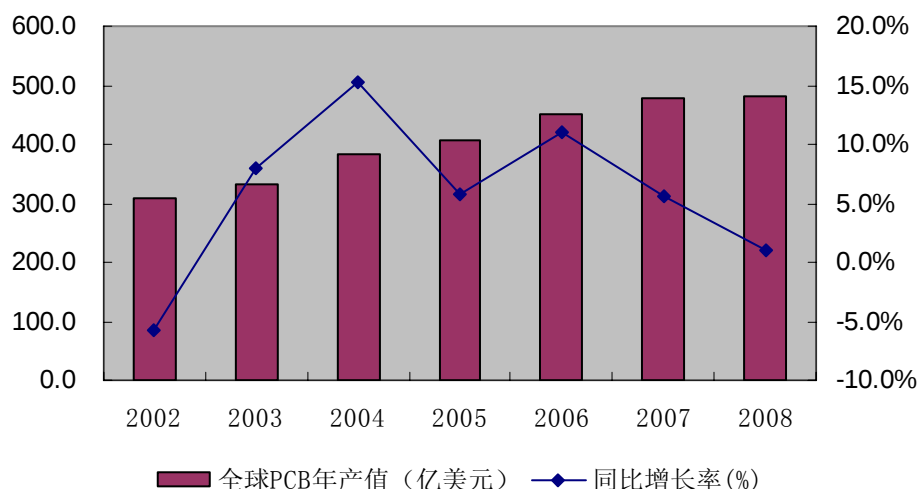


数据来源: 国研网、广发证券发展研究中心

2、2009年9月北美PCB行业开始逐渐恢复

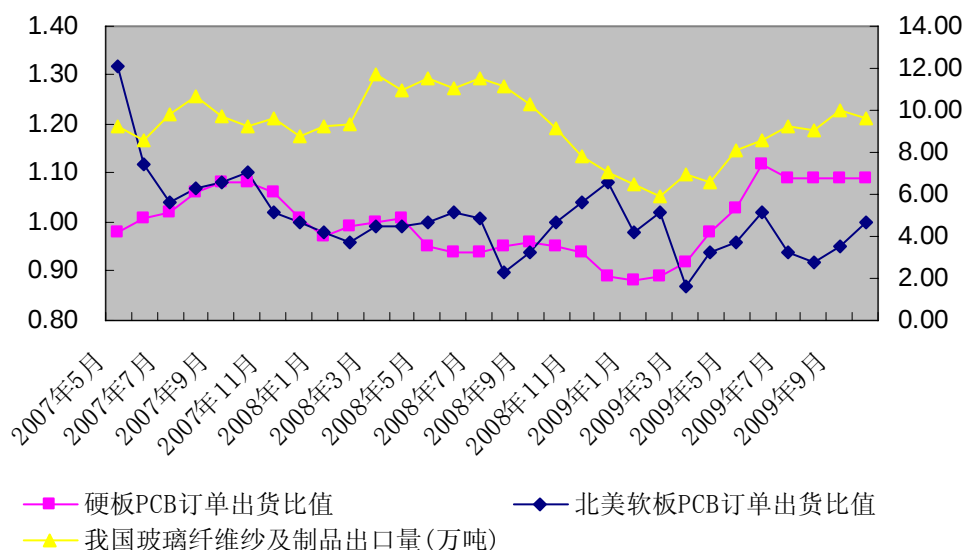
从图14可以看出，2008年全球PCB行业年产值为482.28亿美元，仅同比增长1.1%，而2007年则同比增长5.6%，主要是8月份之后受金融危机影响较大。从图15可以看出，从2009年1月开始，美国硬板PCB的订单出货比值开始筑底回升，从2009年3月开始，美国软板PCB的订单出货比值开始筑底回升。而从2009年3月开始，我国玻璃纤维及制品的出口量开始筑底回升。由于玻纤纤维应用领域较多，仅凭图15还不能判断北美PCB行业订单出货比的上升带动了我国玻纤出口量的恢复，但由于下游分散，数据无法统计，从某种程度上可反映我国玻纤出口量随着国外电子行业的回暖而逐渐上升。

图 14: 全球PCB（印刷电路板）年产值及同比增长率（亿美元、%）



数据来源：国研网、广发证券发展研究中心

图 15: 北美PCB（印刷电路板）订单出货比与我国玻纤出口量走势对比



数据来源：国研网、中国海关、广发证券发展研究中心

整体上说，国外玻璃纤维行业的需求集中于高端的需求领域居多（建筑、交通、日用消费品等），国内玻璃纤维行业的需求主要集中于中低端的工业需求领域（建筑、电子电器、交通、管道防腐等，日用消费品领域还较少），国外的需求弹性相对更大。由于交通、建筑、电子电器行业在国外相对比较成熟，需求恢复是一个缓慢的过程，在全球玻纤行业产能过剩、停产企业陆续开工的背景下，只有继续调整产品结构、提高电子纱等产品需求占比，进而提高产品出口竞争力的玻纤企业才具有竞争力。因此，我们推荐云天化，下文我们将对云天化的玻璃纤维产品结构进行详细分析。

(七) 公司玻纤产品差异化率较高、将保证公司在竞争中胜出

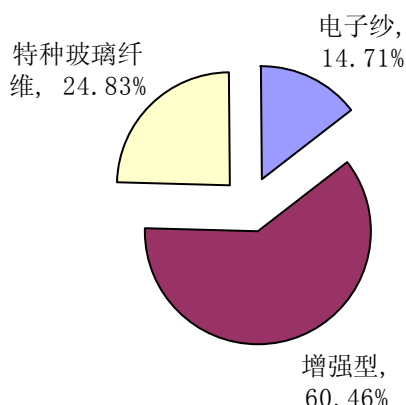
经过上文分析我们知道，在金融危机之后国内外玻璃纤维行业需求开始复苏的大背景下，基于2010年风电行业新增装机容量同比增速难以超越2009年的假设，我们判断：在玻璃纤维行业需求复苏的过程之中，只有产品结构较好、产品出口竞争力较强的企业才能带来业绩环比上升。

表 4：云天化玻璃纤维生产线产品结构分析

生产线	池窖编号	投产日期	设计产能（万吨）	玻纤种类
1	F01	2002年3月	2.50	增强纱
2	F02	2003年9月	3.50	增强纱2.5万吨；电子纱1万吨（G-37、G-75、G-150）
3	F03	2005年1月	4.00	ECR，国内首条ECR生产线
4	F05	2006年1月	5.00	增强纱：短切纱2万吨、其余为直接纱和合股纱
5	F04	2006年2月	3.60	电子纱1.8万吨（G-37、G-75、G-150）；热塑性纱1.8万吨
6	F06	2007年5月	7.00	增强纱
7	F07长寿	2008年1月	3.60	电子纱
8	F08长寿	2008年5月	7.50	增强纱
9	C3B	2009年9月	1.80	TM玻璃纤维
10	F09	2010年1月	5.00	ECT玻璃（无氟无硼玻璃纤维）
合计			43.50	
11			7.00	增强纱
合计	F10	停建、未投产	50.50	

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 16：云天化玻璃纤维产品结构分析（%）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

从表中可以发现，截止2010年1月，云天化重庆CPIC公司共拥有玻璃纤维生产线10条，产能合计43.50万吨（公司年报公告数据42万吨），其

中，受金融危机影响，F10线停建，其产能为7万吨增强纱，目前还未重新开建。在这43.5万吨总产能中，其中电子纱合计6.4万吨；增强纱（包括短切纱、直接纱、合股纱、热塑性塑料增强纱等）合计26.30万吨；特种玻璃纤维合计10.80万吨（包括ECR玻璃纤维4万吨、ECT玻璃纤维5万吨、TM玻璃纤维1.80万吨），电子纱、增强纱、特种玻璃纤维分别约占公司玻璃纤维产能总量的14.71%、60.46%和24.83%，公司玻璃纤维差异化率高达39.54%。

玻璃纤维具有数千个品种与规格，不同规格产品之间的价格、毛利率、盈利能力相差较大。目前，公司粗纱、短切纱的出厂价格约为7000元/吨，而电子纱的出厂价格约为10000元/吨，电子纱的盈利能力远远强于普通纱。只有盈利能力强的玻璃纤维品种才可能具备出口竞争优势。

（八）影响玻璃纤维行业出口复苏的最大障碍：反倾销

上文我们提到，在金融危机之后，国内外经济复苏的大背景下，玻璃纤维行业将经历量价齐增的局面，其中，玻璃纤维出口情况是影响国内玻璃纤维出厂价的最关键因素。经过上文分析，我们认为玻璃纤维行业需求复苏、量价齐增的概率较大，最大风险因素为国外针对中国玻纤产品的反倾销。

表 5：外国对我国玻璃纤维提出反倾销调查情况

日期	国家	事件	备注
2009-12-17	欧盟	欧盟正式对我国玻璃长丝纤维发起反倾销调查	12月17日，欧委会发布官方公告，宣布对产自中国的玻璃长丝纤维发起反倾销调查。公告称，欧委会于2009年11月3日收到欧洲玻璃纤维制造商协会的立案申请，决定发起调查，调查期为2008年10月1日至2009年9月30日。调查耗时不超过15个月（即2011年2月3日前给出最终结果），欧盟委员会将确定是否征收长期关税。
2010-1-8	印度	印度对我玻璃纤维发起反倾销调查	印度商工部反倾销局于1月8日对原产于中国的玻璃纤维发起反倾销调查，这是印度2009年对中国发起的第1起反倾销调查。调查申请人是欧文斯科宁（印度）有限公司（Owens Corning）和OCV增强材料制造公司，涉案产品印度海关编码为7019，倾销调查期为2008年4月至2009年9月，损害调查期为2005年1月到2009年9月。
2010-1-22	土耳其	中国玻纤遭遇土耳其反倾销调查	土耳其外贸署2010年1月22日发布公告，决定对原产于中国的玻璃纤维产品进行反倾销调查。

数据来源：商务部、广发证券发展研究中心

三、尿素：气源和销量有保障、天然气涨价消化能力强

（一）较高的气源保障能力

受2009年冬天寒冷及2010年天然气涨价预期影响，目前沧州大化、建

峰化工、泸天化等国内大部分气头尿素企业已经停气或仅维持保证天然气管道正常的较低开工率水平，而公司目前的尿素开工率约保持80%的负荷，显示了公司较强的气源保障能力。我们判断2010年天然气涨价预期消化后，公司尿素开工率将恢复至正常水平。此外，由于2009年3.23事故造成公司停车检修近1个月影响尿素产量，我们预计公司2009年尿素销量约为55万吨左右，2006年尿素销量将恢复至65-70万吨左右的正常水平。

（二）尿素销量有保障

首先，作为农资产品，尿素需求相对刚性。其次，公司地处云南，交通不太方便，云南省地处西南地区，尿素企业相对较少，竞争不太激烈，公司尿素约占云南整个市场份额的70%以上，公司的尿素销量非常有保障。

（三）天然气涨价成本消化能力强

此前，市场有人预测2010年农用化肥用气价格将上涨0.20-0.40元/立方米。但作为农资产品，考虑到农业的重要性，我们判断化肥用气价格将上涨10%左右。公司所用天然气主要来自川渝气田，2005年川渝气田的出厂价为0.70元/立方米。因此，我们判断2010年公司化肥用气价格将上涨0.07-0.08元/立方米，最多上涨0.10元/立方米。根据公司的年天然气消耗量，约增加公司成本3000万元左右，折合EPS约0.05元/股。

四、聚甲醛：价格已筑底、产品已扭亏、2010年产能增长80%

截止2009年底，公司拥有聚甲醛产能5万吨，其中云南水富本部3万吨，重庆2万吨。2010年初，公司重庆长寿4万吨聚甲醛项目一次性顺利投产，运行稳定。受上游甲醇、液氨等原材料价格上涨和金融危机导致下游需求低迷双重因素影响，2009年公司聚甲醛一直处于亏损状态，2009年半年报显示，公司聚甲醛毛利率仅为-13.10%；伴随着国内外经济复苏，公司聚甲醛盈利能力逐渐恢复，2009年底已实现扭亏。目前聚甲醛价格处于历史底部，公司2010年产能同比增长80%，量价齐升，2010年公司聚甲醛业绩弹性非常大。

（一）聚甲醛产品简介

聚甲醛（POM）是一种性能优良的热塑性树脂，有着“塑料中的金属”之美誉。其生产能力仅次于聚酰胺（PA）和聚碳酸酯（PC），位居全球第三位。

根据生产工艺不同，聚甲醛可分为均聚甲醛、共聚甲醛两种工艺。其中，共聚甲醛为世界聚甲醛生产工艺的主流，约占全球聚甲醛产量的75%，国际典型生产代表为塞拉尼斯公司，此外还有巴斯夫和日本三菱瓦斯化学等，国内云天化也采用共聚甲醛生产技术。均聚甲醛只占聚甲醛总产量的25%，国际典型生产代表为杜邦和日本旭化成。

表 6：聚甲醛生产工艺简介

工 艺	全球产量 占比 (%)	生产过程	特性	国际代 表厂商
均 聚 甲 醛	25%	以甲醛为单体制备。原料甲醛中常含有大量水、甲醛和其他杂质，需经精制获得高纯度甲醛，将它通入含有阳离子型催化剂（如三氟化硼乙醚络合物）的惰性溶液中聚合成均聚甲醛，再在醋酐存在下将端羟基酯化，得到热稳定的聚甲醛，然后加入抗氧剂等助剂，造粒成均聚甲醛产品。	均聚甲醛结晶度高，机械强度、刚性、热变形温度等比共聚甲醛好，	杜邦、日本旭化成；
共 聚 甲 醛	75%	主要是由三聚甲醛共聚制备。浓度65%~70%甲醛，在浓硫酸或阳离子交换树脂催化下得到三氧六环并精馏为高纯品，后者与少量共聚单体（如二氧五环）在路易斯酸存在下开环聚合为共聚甲醛。聚合方法大多为本体聚合，采用双螺杆挤出机。共聚甲醛链端大部分是半缩醛端基，对热极不稳定，需进行封端稳定化处理，以成为热稳定的聚甲醛，再加入抗氧剂等助剂，造粒成共聚甲醛产品。	共聚甲醛为世界聚甲醛生产工艺的主流。共聚甲醛熔点低，热稳定性、耐化学腐蚀性、流动特性、加工性等均优于均聚甲醛。	以塞拉尼斯为代表，还有巴斯夫和日本三菱瓦斯化学等；

数据来源：广发证券发展研究中心

根据产品功能不同，聚甲醛可分为通用型、填充型、POM增强型等品种。其中，通用牌号是指未经过增强改性的基础类；填充型POM和增强型POM主要指有用玻璃纤维（GF）、玻璃球及碳纤维（CF）等增强材料增强过的品种。例如，采用GF增强POM，其强度和刚度都得到大幅提高，韧性基本不变或是略有提高。POM的增强型品种较多，TICONA工程塑料集团、杜邦、旭化成、巴斯夫和三菱瓦斯等国际跨国公司也都开发出各自的增强填充类产品，且有相对应的应用领域。目前，国内市场聚甲醛虽然有几个型号，但90%的产品都是通用型产品，像云天化、蓝星等龙头企业也尚未有填充型、增强型等改性产品销售。这是国内企业同国外的最大差距，国外改性聚甲醛产品的应用比例高达30%以上，也是导致我国聚甲醛进口依存度高达50%以上的原因。

（二）聚甲醛下游需求分布

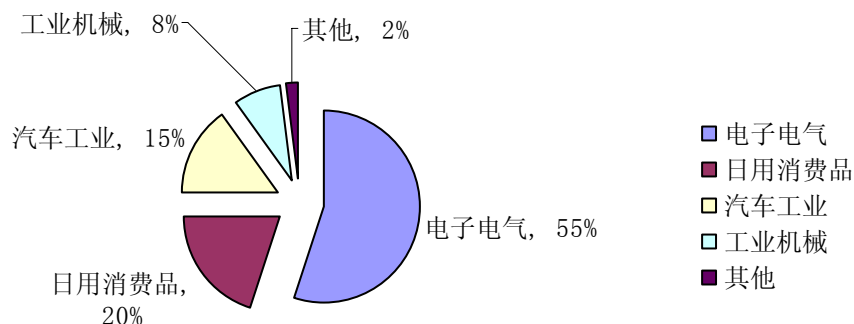
1、聚甲醛下游需求分布

聚甲醛具有比重轻、良好的抗冲强度、动力疲劳强度和天然回弹性，耐磨、耐腐蚀、自润滑性、耐候性和电性能优异，广泛应用于替代金属、钢和铜、铝、锌等有色金属材料。采用聚甲醛制成的齿轮、轴承、传送机轮、按钮、水表、阀门、泵的叶轮、喷灌器部件等制品，广泛应用于汽车工业、电子电器、工业机械、消费品各领域。

对比1999年和2007年我国聚甲醛下游消费构成可以发现：电子电气行业为我国聚甲醛主要消费领域，近年来发展迅速，拉松了聚甲醛需求快速增长，未来仍将是我国聚甲醛消费希求增长较快的领域，但占比会逐渐降低；汽车行业是我国的支柱产业，目前聚甲醛应用领域还较少，未来发展

前景广阔。

图 17：2007 年我国聚甲醛下游需求分布（%）



数据来源：中国风力发电网、广发证券发展研究中心

表 7：1999 年和 2007 年我国聚甲醛下游需求分布对比（%）

	1999 年需求占比 (%)	2007 年需求占比 (%)
电子电器	64%	55%
汽车工业	10%	15%
消费日用品	15%	20%
工业器械行业	8%	8%
其他（精密仪器、办公家用电器行业、	3%	2%
合计	100%	100%

数据来源：广发证券发展研究中心

（三）聚甲醛行业竞争格局分析——高度集中

1、世界聚甲醛行业竞争格局分析

世界聚甲醛行业集中度非常高，生产主要集中在美国、西欧、日本等工业发达国家和地区。根据2007年统计数据显示，TICONA工程塑料集团、杜邦、旭化成、巴斯夫和三菱瓦斯等世界著名聚甲醛生产商的合计产能已占全球聚甲醛总产能的80%以上。近年来，随着亚洲经济快速发展，对工程塑料的需求越来越强劲，世界著名聚甲醛生产商纷纷来亚洲投资建厂，2007年亚洲新产能约占全球新增总产能的65%，且未来该趋势仍将继续。

表 8: 国外主要 POM 生产厂家及产能统计 (万吨)

公司	产能 (万吨)
Ticona 公司 (泰科纳)	21.5
Dupont 公司	17.0
韩国工程塑料	6.5
Asahi 化学品公司	4.5
巴斯夫	3.8
日本宝理塑料公司	16.0
韩国 KOLON 公司	5.0
台湾塑胶工业股份公司	15.0
合计	89.3

数据来源: 广发证券发展研究中心

2、我国聚甲醛行业竞争格局分析

据最新统计数据显示,目前全球聚甲醛产能在100万吨以上,国内聚甲醛产能在24万吨以上,但由于聚甲醛属于高技术密集型、高资本密集型企业,且建设周期较长,国内市场产量可能远低于产能,且主要集中在最低端的通用型品种上,改性聚甲醛产品较少。从表中数据也可发现,2000-2003年,我国聚甲醛产品几乎完全依赖进口,随着国内产能的逐渐投放,2006年进口依存度也高达65.56%,目前我国聚甲醛的进口依存度仍在50%以上。因此,云天化公司面临的市场竞争主要来自进口产品和外资企业在国内的生产品。

表 9: 2000-2008 年国内聚甲醛进口依存度高达 50%以上

	产能	产量	进口量	出口量	表观需求 量 (计算)	表观需求增长率 (%)	进口依存度 (%)
2000 年		0.02	10.83	0.91	9.95		108.92%
2001 年		0.06	10.90	1.00	9.96	0.19%	109.39%
2002 年		1.20	13.56	0.90	13.86	39.08%	97.83%
2003 年	4	1.58	15.15	0.93	15.80	14.00%	95.91%
2004 年		3.55	18.85	1.47	20.93	32.50%	90.06%
2005 年	9	4.10	17.23	2.13	19.20	-8.29%	89.73%
2006 年	11	12.30	17.22	3.25	26.27	36.85%	65.56%
2007 年	13	—	18.49	3.90	—	—	—
2008E	24	—	17.88	4.30	—	—	—

数据来源: 广发证券发展研究中心

其中,公司聚甲醛国际竞争对手主要为Ticona(泰科纳)工程塑料集团、杜邦、旭化成、巴斯夫和三菱瓦斯等跨国企业;国内竞争对手目前主要为宝泰菱工程塑料有限公司、杜邦旭化成聚甲醛(张家港)有限公司和上海蓝星新材料公司。其中,前两家公司都属于外商独资企业:宝泰菱工程塑料拥有聚甲醛产能6万吨,由宝理塑料株式会社、三菱瓦斯株式会社、韩国工程塑料株式会社及Ticona公司合资组建;杜邦旭化成聚甲醛(张家港)拥有聚甲醛产能2万吨,由美国杜邦(中国)有限公司和日本旭化成合资组建,各占50%权益。外商选择在国内独资建成而不是合资建厂,反

映了国际巨头对聚甲醛技术的严密封锁,这也是国内聚甲醛与国际聚甲醛质量差距的关键所在。

表 10: 我国聚甲醛主要生产企业及产能统计 (万吨)

企业	2010 年 初产能	2010年 末产能	备注
大庆油田甲醇厂	2	2	投资5.67亿元,引进美国塞拉尼斯技术,建设2万吨POM,于2002年开始设计,2004年实现装置投产;
山西晋城兰花科创	3	3	投资5.8亿元建设2万吨POM项目,于2004年通过国家计委审批立项,目前已达到年产3万吨的规模;
云天化	5	9	2009年底产能5万吨;2010年初重庆长寿4万吨聚甲醛项目一次性顺利投产;
上海蓝星新材料公司	4	8	1期4万吨于2008年3月29日投产;二期4万吨已于2009年10月14日通过环保部验收;
宝泰菱工程塑料(南通)	6	6	外商独资企业,2001年开建,2005年10月投产;
杜邦-旭化成聚甲醛(张家港)	2	2	外商独资企业,2002年四季度投产;
广东杜邦	2	2	—
内蒙古天野化工	—	6	计划2010年10月投产
合计	24	38	—

数据来源: 广发证券发展研究中心

3、国内产能扩张严重、未来在改性聚甲醛研发上有所突破的企业前景可期

由于聚甲醛的进口依存度较高,且2006年-2008年1H的毛利率一直维持在26%以上,今年来国内聚甲醛产能扩张厉害,但主要在低端的通用型产品上竞争。且由于聚甲醛技术、资金壁垒较高,建设周期和投资金额往往超出预期(1万吨约需要投资2亿元,1条2万吨生产线建设周期为1年半),大部分企业可能并不能形成实际有效产能。

从上文发现,我国聚甲醛行业具有两个典型特征:一是近几年国内产能扩张迅速;二是进口依存度仍维持在50%以上。这主要是由于国内产品主要在低端通用型产品上竞争所造成的。由于进口依存度仍然较高,未来国内只有能够在改性聚甲醛产品研发上有所突破的聚甲醛企业才有前景。

2009年3月24日,公司公告,为充分利用公司在聚甲醛工程塑料和玻璃纤维产业上的优势,实现聚甲醛工程塑料和玻璃纤维产业的有机结合,促进聚甲醛、玻璃纤维产业链的形成,实现公司聚甲醛和玻璃纤维的产业升级,提高产品的市场竞争力,增强公司聚甲醛工程塑料和玻璃纤维产业的竞争力,公司拟投资1.5 亿元人民币在重庆晏家工业园区投资建设新材料研发中心项目,该项目将集聚甲醛、玻璃纤维等新材料的研究、生产于一体,预计该项目将于2010 年3 月全部建成。

目前国内玻璃纤维、聚甲醛等新材料都处于中低端市场竞争,玻璃纤维的出口依存度高达50%、聚甲醛的进口依存度高达50%,如果用玻璃纤维增强聚甲醛研发成功,公司两种新材料的产品附加值将大幅提高,所以我们强烈看好公司未来在新材料领域的发展,建设聚甲醛、玻璃纤维一体化研发中心仅是一个开端。

表 11: 未来国内聚甲醛主要在建项目统计 (万吨)

公司	地域	产能	备注
新疆联合化工	新疆	4	2007 年 5 月 28 日开工建设。总投资 12.7 亿元, 设计生产能力 4 万吨聚甲醛、10 万吨甲醇、12 万吨甲醛。4 万吨聚甲醛为目前国内最大单条生产线。
开封龙宇化工	河南	10	2008 年 5 月 6 日奠基; 10 万吨聚甲醛总投资 37 亿元。截止 2009 年 8 月底, 已累计完成投资 7.8 亿元, 进度 21%; 2009 年 9 月, 项目主装置所有工程都已全部封顶、辅助土建工程也已基本完工, 9 月底将全面进入设备安装阶段。
天津渤海化工天津碱厂	天津	4	4 万吨搬迁项目 2007 年 9 月 21 日招标合同中标;
内蒙古天野化工	内蒙古 呼和浩特	6	由中国海洋石油总公司投资、内蒙古天野化工集团负责建设, 年产 6 万吨的聚甲醛项目, 2008 年 4 月开工, 总投资 14 亿元, 预计 2010 年 10 月竣工。
神华宁煤集团	宁夏	6	最初计划 2008 年 2 月开工、2010 年 8 月投料试车。实际情况是: 2009 年 8 月 28 日开工典礼, 预计要到 2012 年 3 月投料试车;

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 12: 云南云天化9万吨聚甲醛项目建设历程

	备注
云南水富1万吨	采用波兰ZAT公司聚甲醛共聚技术, 2001年建成;
云南水富2万吨	2004年开建、2007年7月23日建成;
重庆一期2万吨	2007年4月12日开建, 2008年7月建成投产;
重庆二期4万吨	2010年初建成投产 (2条2万吨生产线同时建设);

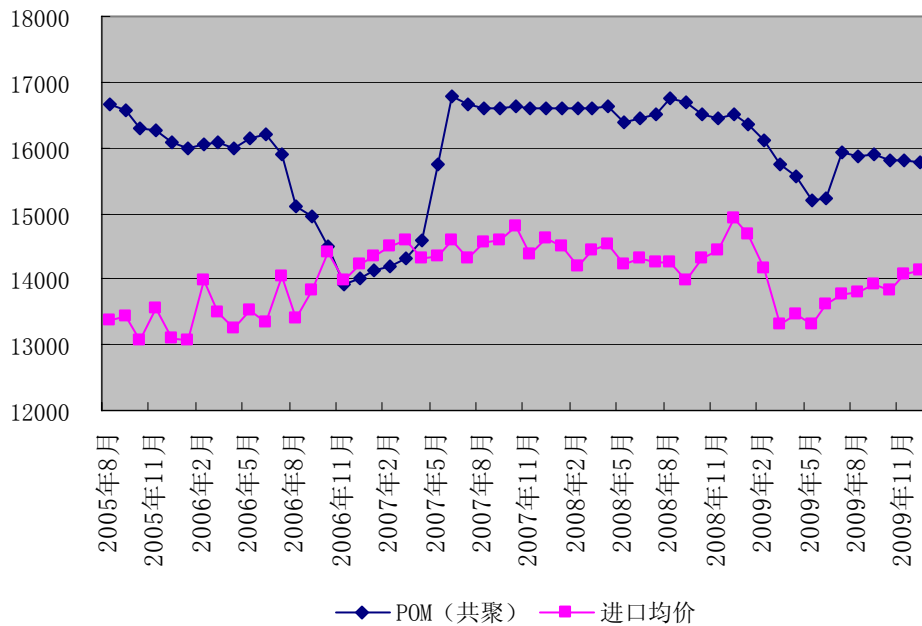
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

(四) 价格: 进口依存度高达50%、国内POM价格主要受进口价格影响

由于我国POM行业的进口依存度高达50%以上, 我国POM价格走势主要受进口POM价格影响。2009年6月我国POM进口价格开始筑底回升, 并一直环比上升, 虽然幅度不是太大; 受此影响, 从2009年7月开始, 国内POM价格也开始环比上升, 并于2009年12月实现扭亏。

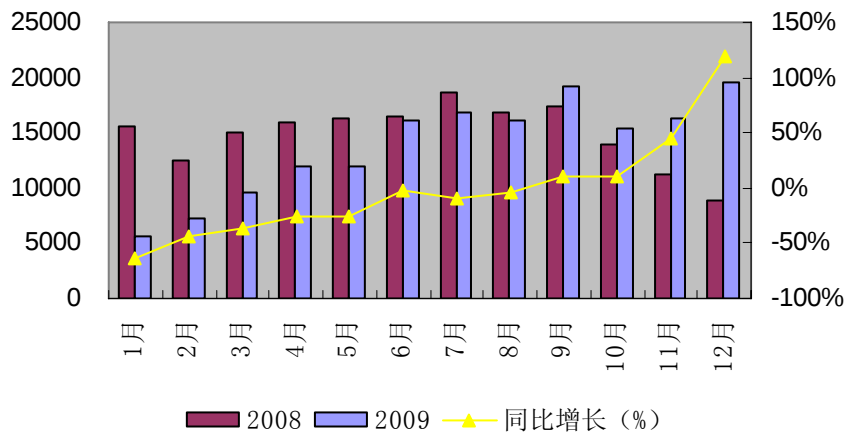
因此, 我们判断, POM价格已经筑底, 行业最坏时候已经过去, 伴随着国内外经济的逐渐好转, POM价格将环比上升, 由于公司产能同比增长80%, 量价齐升, 弹性较大。

图 18: 国内POM价格主要受进口价格影响（元/吨）



数据来源：中国风力发电网、广发证券发展研究中心

图 19: 2008-2009年我国聚甲醛月度进口量及同比增长（吨、%）



数据来源：中国风力发电网、广发证券发展研究中心

五、盈利预测与投资评级

盈利预测假设如下：

- 1、假设2010年化肥用天然气价格上调0.07元/立方米；公司尿素装置停车检修时间2个月；
- 2、假设2010年我国新增风电装机容量仍为1200万千瓦，没有增长；
- 3、2009-2011年玻璃纤维、尿素、聚甲醛的出厂价格、销量、毛利率假设参见下表13；

4、暂不考虑季戊四醇等产品盈利转好给公司带来的收益贡献。

表 13：公司主营产品盈利预测关键假设

产品	2007年	2008年	2009E	2010年	2011年
玻璃纤维					
销量(万吨)	23.71	32.38	27.00	36.0	42.0
出厂价(含税)	9745.56	10203.09	—7000	8500	9000
毛利率(%)	33.42%	30.59%	19.00%	27.00%	30.00%
总毛利润(万元)	63,184.83	82,185.18	39453.00	70,615.38	96,923.08
尿素					
销量(万吨)	71.27	72.19	55.0	66.0	70.0
出厂价(含税)	1751.03	1770.09	—	1800	1820
毛利率(%)	47.08%	47.70%	51.00%	50.00%	49.50%
总毛利润(万元)	58,754.83	60,958.64	54000.03	59400.00	64337.00
聚甲醛					
销量(万吨)	2.71	3.32	4.0	7.5	8.5
出厂价(含税)	13727.16	13256.22	9350.00	11,196.58	11,282.05
毛利率(%)	30.84%	18.31%	-10.00%	20.00%	25.00%
总毛利润(万元)	9,806.45	9,239.32	-3740.00	16,794.87	23,974.36

数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

表 14：公司盈利预测与投资评级(百万元、元/股)

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7704.20	5792.22	6973.90	8472.29
营业成本	5930.37	4855.22	5477.03	6501.40
营业税金及附加	10.96	2.90	3.49	4.24
营业费用	185.32	141.33	146.45	211.81
管理费用	342.54	428.62	411.46	432.09
财务费用	324.18	485.52	516.76	516.76
资产减值损失	20.45	-4.44	0.00	0.00
公允价值变动收益	-0.67	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.92	-0.13	0.00	0.00
营业利润	892.62	-117.06	418.71	806.00
营业外收入	25.68	26.00	26.00	26.00
营业外支出	14.61	3.03	3.00	3.00
利润总额	903.69	-94.09	441.71	829.00
所得税	80.13	-14.11	66.26	124.35
净利润	823.56	-79.98	375.46	704.65
少数股东损益	166.36	-105.41	-54.00	0.00
归属母公司净利润	657.20	25.43	429.46	704.65
EPS(元)	1.23	0.08	0.73	1.20

数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

基于以上假设，我们预测公司2009-2011年EPS分别为0.08元、0.73元、1.20元。由于玻璃纤维、聚甲醛均属于新材料行业，下游应用广泛，未来发展前景广阔，但目前国内企业均在中低端竞争。玻璃纤维出口依存度高达50%、聚甲醛进口依存度高达50%，未来只有依靠研发提高产品附加值的企业才能在出口竞争和国内进口替代中胜出。鉴于公司玻璃纤维产品差异化率较高、聚甲醛产品在内资企业中质量最好及重庆聚甲醛、玻璃纤维一体化研发中心的设立，看好公司未来在新材料领域的成长性，给予“买入”评级，一年内目标价32.00元。但由于一季度为玻纤传统需求淡季，月度盈利数据好转可能一时还体现不出来，但从投资角度讲，正是介入的最好时机，因此给予“买入”评级。

六、风险提示

- 1、2010年化肥用天然气价格上涨幅度超出预期的风险；
- 2、欧盟、印度、土耳其等国对我国玻璃纤维实施反倾销的风险；
- 3、国外经济复苏进度低于预期的风险。

表 15：重点跟踪公司盈利预测与投资评级（元/股）

公司	目前股价	EPS			PE			投资评级
		2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
华峰氨纶	20.46	0.31	1.40	1.60	66.00	14.61	12.79	买入
烟台氨纶	35.44	0.61	1.50	1.80	58.10	23.63	19.69	买入
山东海龙	7.48	0.23	0.50	0.56	32.52	14.96	13.36	买入
云维股份	18.50	0.25	1.29	1.70	74.00	14.34	10.88	买入
德美化工	19.02	0.76	0.94	1.11	25.03	20.23	17.14	买入
红宝丽	25.46	0.70	1.10	1.30	36.37	23.15	19.58	买入
烟台万华	22.29	0.72	1.10	1.32	30.96	20.26	16.89	买入
联合化工	12.30	0.25	0.60	0.75	49.20	20.50	16.40	买入
中泰化学	20.23	0.11	0.56	1.03	183.91	36.13	19.64	买入
浙江龙盛	11.20	0.51	0.68	0.88	21.96	16.47	12.73	买入

数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

注意：数据基期为2010年2月9日。

附录：公司简介

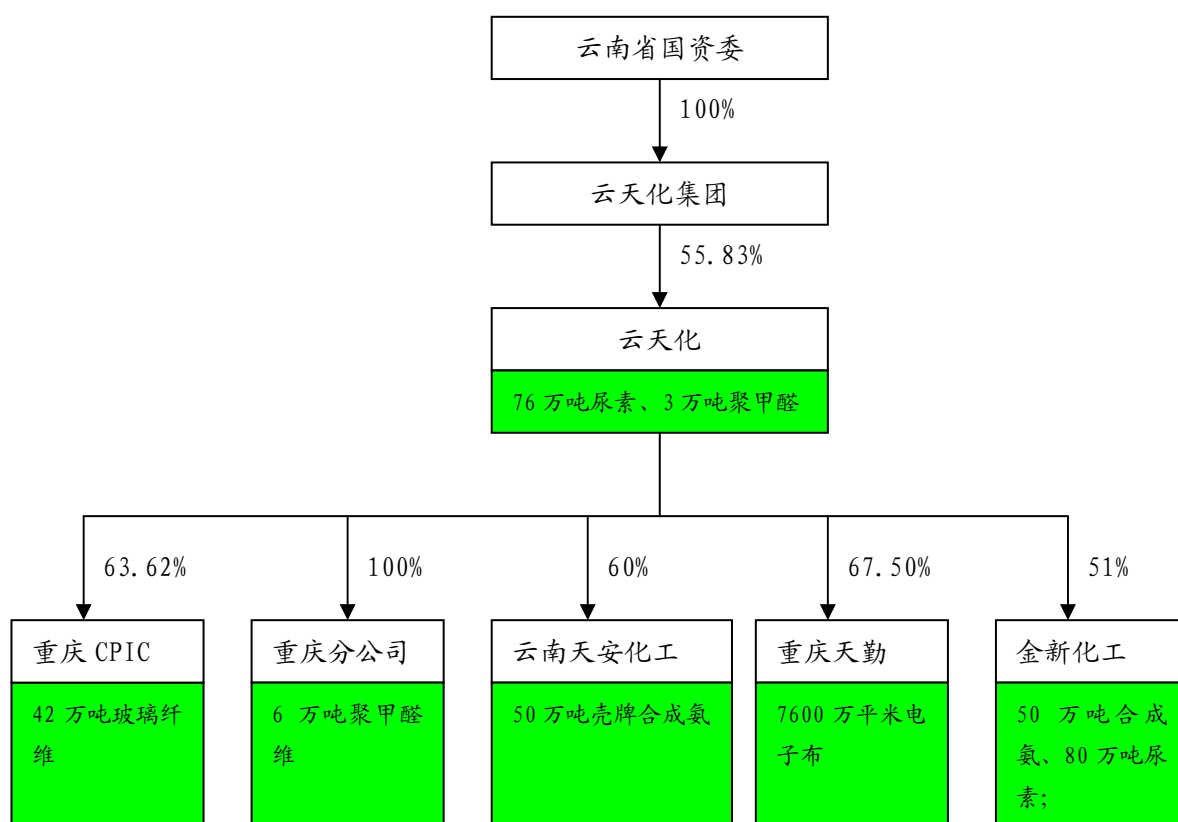
公司主营业务简介

云天化1997年上市，2006年完成股权分置改革。响应云南省国资委整体上市号召，作为云天化集团（主要盈利产品为磷矿及磷肥）整体上市的平台，2008年3月24日公司发布重大事项重组暨停牌公告，2008年11月8日复牌后，受股票补跌及接踵而至的金融危机所带来的硫磺、磷肥高库存影响，2009年5月8日公司发布“关于无法按期发布召开股东大会通知的公告”，公司重组事情暂时搁浅。

目前，上市公司主营业务分为化肥、玻璃纤维、有机化工（聚甲醛和季戊四醇）和煤化工（水富煤代气项目、天安公司50万吨壳牌合成氨项目、呼伦贝尔金新化工50万吨合成氨、80万吨尿素项目）四大块，拥有云南水富本部、重庆（长寿区和大渡口区）、内蒙呼伦贝尔三大生产基地。

截止2009年底，公司拥有合成氨产能100万吨（本部50万吨、天安公司50万吨壳牌合成氨）、尿素产能76万吨、玻璃纤维38万吨（2010年1月3日，CPIC大渡口基地一分厂F09线5万吨ECT玻璃纤维顺利点火，截止2010年1月底，公司拥有玻纤产能42万吨）、聚甲醛产能9万吨、季戊四醇产能1万吨。

图 20：公司主营业务及组织结构图



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 16: 公司主营产品产能及生产分布简介

产品	产能 (万吨)	备注
合成氨	100	云南水富本部50万吨、云南天安化工壳牌合成氨50万吨;
尿素	76	云南水富本部;
玻璃纤维	42	2009年底产能为38万吨; 2010年1月3日, CPIC大渡口基地一分厂F09线5万吨ECT玻璃纤维顺利点火, 截止2010年1月底, 公司共拥有玻纤产能42万吨, 生产线10条。公司玻璃纤维详细产品结构参见下文。
季戊四醇	1	云南水富本部;
甲酸钠	0.65	云南水富本部;
聚甲醛	9万吨	2009年底拥有聚甲醛产能5万吨: 其中, 云南水富本部3万吨, 重庆分公司2万吨。2010年初, 重庆长寿4万吨聚甲醛项目顺利投产, 截止2010年1月底, 公司共拥有聚甲醛产能9万吨。

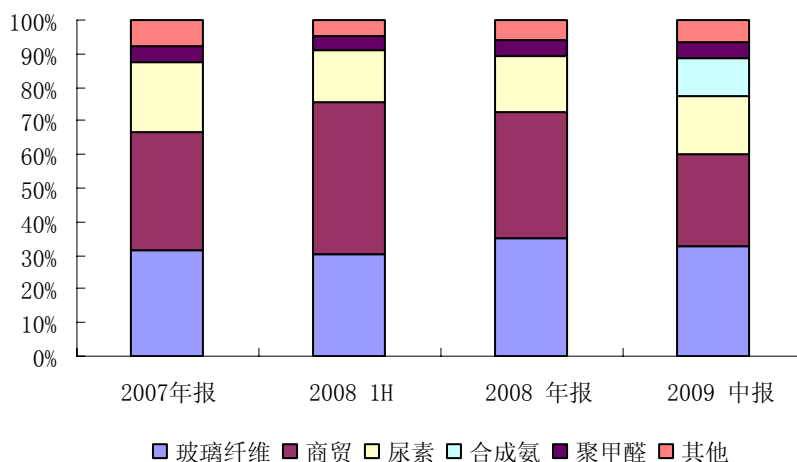
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

公司主要盈利来源分析

通过对公司历史上收入构成、毛利润构成进行分析, 我们发现: 公司毛利润主要来源于玻璃纤维、尿素两个产品。在经过金融危机洗礼之后, 对公司各产品盈利恢复能力进行对比, 更能发现公司的主要竞争力产品和利润来源。公司2009年半年报显示: 尿素、玻璃纤维、商贸分别约占公司毛利润总额的77.53%、46.36%和12.33%, 而聚甲醛、季戊四醇等产品仍处于亏损状态, 更证明了公司的主要利润来源尿素和玻璃纤维产品。

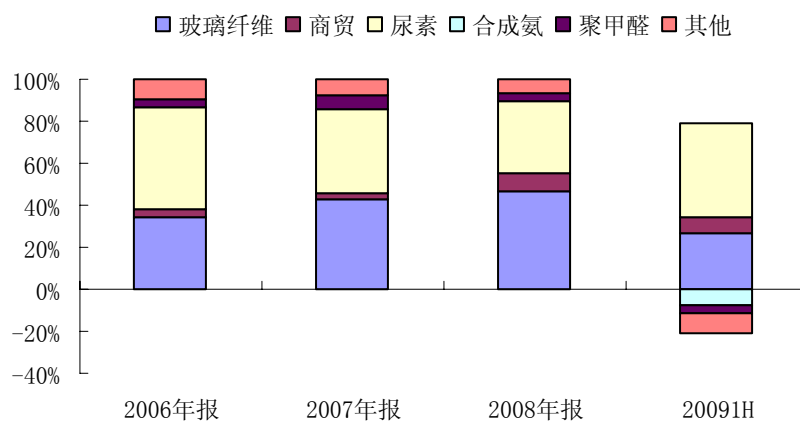
此外, 聚甲醛产品历史上约占公司毛利润的4%-7%, 但该产品盈利能力受金融危机影响较大、弹性较大。2010年初公司重庆长寿4万吨聚甲醛项目一次性顺利投产, 目前聚甲醛盈利能力处于历史底部, 2010年量价齐增, 未来聚甲醛占毛公司毛利润的比例将会逐渐提高, 成为公司的另一个主要利润来源。

图 21: 2007-2009年公司收入构成分析 (%)



数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

图 22：2007-2009年公司毛利润构成分析（%）



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

表 17: 公司资产负债表与现金流量表 (百万元)

资产负债表					现金流量表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	4968	8496	12414	16738	经营活动现金流	961	1195	1815	2099
货币资金	1995	4776	8554	12570	净利润	824	-80	375	705
应收账款	489	811	907	932	折旧摊销	525	792	826	844
其他应收款	122	151	167	186	财务费用	324	486	517	517
预付账款	705	1461	1369	1430	投资损失	-3	0	0	0
存货	1584	1165	1260	1430	营运资金变动	-720	93	86	34
其他流动资产	73	132	157	189	其他经营现金流	11	-95	11	-1
非流动资产	12688	11950	11115	10276	投资活动现金流	-3692	-13	-17	-18
长期投资	28	19	19	19	资本支出	3329	0	0	0
固定资产	11033	10924	10430	9753	长期投资	-375	-7	-3	-2
无形资产	221	241	261	281	其他投资现金流	-738	-20	-20	-20
其他非流动资产	1406	766	405	224	筹资活动现金流	3401	1598	1981	1935
资产总计	17656	20446	23529	27014	短期借款	1570	-741	0	0
流动负债	5381	5227	5345	5635	长期借款	2324	2830	2600	2500
短期借款	2741	2000	2000	2000	普通股增加	0	0	0	0
应付账款	831	728	876	1040	资本公积增加	-88	0	0	0
其他流动负债	1810	2498	2468	2595	其他筹资现金流	-405	-491	-619	-565
非流动负债	6844	10082	12672	15162	现金净增加额	644	2780	3778	4016
长期借款	5414	8244	10844	13344	期初现金余额	1351	1995	4776	8554
其他非流动负债	1430	1839	1829	1819	期末现金余额	1995	4776	8554	12570
负债合计	12225	15309	18017	20797					
少数股东权益	1757	1652	1598	1598					
股本	536	536	536	536					
资本公积	932	932	932	932					
留存收益	2206	2017	2446	3151					
归属母公司股东权益	3674	3485	3914	4619					
负债和股东权益	17656	20446	23529	27014					

数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。