



上市公司简评研究报告

其他

临时反倾销税影响有限，密切 关注吸并方案最终公布

事件

欧盟对中国产玻璃纤维征收临时反倾销税。

欧盟委员会 16 日宣布，对从中国进口的玻璃纤维征收最高达 43.6% 的临时反倾销税。欧盟反倾销事件近期对中国玻纤属于最大的负面影响事件，该事件对公司的影响到底如何，我们在半年报点评中已作了详尽分析，这里再次阐述我们的观点。

简评

反倾销征收对象为国外进口商。

首先要明确的是反倾销税的征收对象并非国内的玻纤生产企业，而是欧盟的玻璃纤维进口厂商。征收反倾销税后国外进口商的进口成本增加，使得我国玻纤企业在欧盟的产品售价提高，从而使国外玻纤下游深加工制品厂商的消费成本提高。因此对中国玻纤厂商是个相对间接的影响。

对公司的销量影响有限。

首先，目前公司销售到欧盟的玻纤在公司销售总量中占比不到 10%；其次，由于欧盟自身玻纤的需求量 110 万吨以上，而欧盟自己的供给量仅有 80 多万吨，缺口还有 30 多万吨，这样一个大的供给缺口，放眼全球，除了中国具有这样的供给量外，其他地方都没有这样的过剩产能来供应。因此，无论最终价格会有多高，欧盟短期内缺口还必须由中国来供应。第三，玻纤在玻纤制品中的成本大概在 30%—40% 的水平，即使按最高的反倾销税率来计算，最终影响玻纤制品的成本也仅在 15-20%，这样的成本增长不会对欧盟市场的玻纤制品需求造成很大影响。第四，此次反倾销征收幅度较大，欧盟市场的玻璃纤维价格也会上涨，一般很难对中国产品在欧盟的原有市场份额造成多大的冲击。第五、玻纤在欧洲遭到反倾销，根本原因是中国玻纤产品销售到欧洲地产的价格远低于当地厂家的价格（如 OC），在经济不景气时，加剧了竞争与贸易摩擦。而在美国市场、中东市场，中国玻纤销售价格与当地价格差不多，竞争关系比欧洲缓和很多。所以，欧洲的反倾销，只是个别现象，不太可能变成系统风险。

综上所述，我们认为，反倾销税一旦出台，对公司的销量不会产生多大的影响，即使在欧盟的市场，影响也不会很大，最大的不利在于为公司在欧盟的竞争对手赢得喘息的机会，公司在欧盟市场的份额进一步扩大会受到遏制，但原有的销量和份额还会得到保留。

维持

买入

田东红

tiandonghong@csc.com.cn

010-85130599

执业证书编号：S1440208040204

韩梅

hanmei@csc.com.cn

010-85130212

执业证书编号：S1440108081868

郑军

zhengjun@csc.com.cn

010-85130772

执业证书编号：S1440209110420

发布日期：2010 年 09 月 17 日

当前股价：20.51 元

目标价格 6 个月：25.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.8/3.4	22.1/20.5	26.5/41.5
12 月最高/最低价 (元)		23.46/0
总股本 (万股)		42,739
流通 A 股 (万股)		42,739
总市值 (亿元)		87.66
流通市值 (亿元)		87.66
近 3 月日均成交量 (万)		661
主要股东		
中国建材股份有限公司		36.15%

股价表现



相关研究报告

2010.08.20 半年报点评：业绩明显改善，维持买入评级。

2010.04.08 中国玻纤吸收合并方案简评

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

2009.12.09 中国玻纤调研深度报告：静待价格启动



对销售价格的影响。

中国出口玻纤价格在反倾销结果出台前，不会降价，不然会给反倾销制造口实。在反倾销出台后，更不会降价，因为反倾销一旦出台，公司降价会带来反规避，提高征收幅度。因此，在未来一段时间，公司在欧盟的销售价格反而更可能会提高。根据以上我们从销售量和价格的综合分析，我们认为，欧盟反倾销事件真正影响的是欧盟的消费者成本提高，而这部分提高的成本由政府和本地玻纤企业（主要是 OCV）而获得。对中国玻纤公司直接利润影响并不大，只是延缓了公司在欧盟进一步拓展市场份额，使得欧盟当地玻纤企业获得了喘息的机会。

此为临时征收税率，最终征收裁决仍存变数。

欧盟各国内部对反倾销税率的征收分歧也很大，在 8 月份召开的内部表决中，欧盟 27 国中 12 国投了反对票，仅 7 国表示支持，其余 8 国弃权。由于按照欧盟法律，弃权票视同赞成票，因此结果为 15 票赞成，12 票反对。欧盟的临时反倾销措施通常为期不超过半年。与此同时，欧盟的反倾销调查程序仍会继续，欧盟成员国将最终决定是否征收为期 5 年的正式反倾销税。由于欧盟内部玻纤产业中，上游粗纱产业从业人员较少，仅有 4000 多人，而下游玻璃纤维深加工制品从业人员高达 15 万人，如果对上游粗纱产品征收高额关税，提高进口价格却无法向下游传导的话会导致失业风险。明年初公布的最终征收税率仍存变数，如果初裁方案不成立，那么会退还征收的反倾销税。

美国推出大规模基建刺激计划，或缓解出口担忧。

公司主要出口市场为美国，市场担心海外经济二次探底对公司出口订单的影响。我们认为美国近期公布的经济刺激方案会在一定程度上缓解经济下滑对我国出口的负面影响。根据奥巴马本月 6 日推出的刺激计划，美国将在 6 年内重建 15 万英里（1 英里约合 1.6 公里）公路（“相当于绕地球六圈”）；建设及维护 4000 英里铁路（相当于美国东西海岸间的距离）；修复或重建 150 英里机场跑道以及建设下一代空中交通管理系统。这一交通基础设施更新及扩建计划初期投资约为 500 亿美元，或缓解出口担忧。

密切关注近期二次董事会最终方案。

公司二次董事会将会公布吸收合并的最终方案，排除节假日因素，极有可能在本月底公布，如果重组方案顺利通过，则有利于公司的业绩增厚和未来的长期发展，维持 2010-2012 年收入分别为 44.87 亿、51.15 亿元和 61.00 亿元，分别增长 41.52%、13.98%和 19.26%。综合毛利率为 31.97%、33.90%和 35.83%。对应 EPS 分别为 0.44 元（吸并前），1.10 元（吸并后），1.51 元（吸并后）。“买入”评级，短期目标价 25 元。



报表预测

	2008A	2009A	2010F	增长率	2011F	增长率	2012F	增长率
利润表（万元）								
营业收入	4,008.37	3,170.94	4,487.50	41.52%	5,115.00	13.98%	6,100.00	19.26%
营业成本	2,710.79	2,705.72	3,053.03	12.84%	3,381.10	10.75%	3,914.17	15.77%
营业费用	78.91	81.34	116.26	42.93%	129.86	11.70%	151.77	16.87%
管理费用	214.43	314.69	360.80	14.65%	407.67	12.99%	483.73	18.66%
财务费用	331.65	473.76	542.73	14.56%	480.16	-11.53%	551.54	14.87%
投资收益	54.86	27.23	29.96	10.00%	32.95	10.00%	36.25	10.00%
营业利润	609.78	(399.18)	407.63	N/A	710.59	74.32%	994.01	39.89%
利润总额	691.84	(300.01)	461.28	N/A	768.00	66.49%	1,054.89	37.36%
所得税	122.47	(33.71)	76.57	N/A	127.49	66.49%	175.11	37.36%
归属母公司净利润	240.62	(154.77)	188.51	N/A	640.51	239.78%	879.78	37.36%
NOPLAT	774.77	66.20	792.60	1097.28%	993.09	25.29%	1,288.99	29.80%
资产负债表（万元）								
货币资金	1,278.59	1,896.42	3,314.11	74.76%	3,830.08	15.57%	4,131.03	7.86%
交易性金融资产	59.19	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	903.27	1,171.19	737.67	-37.02%	840.82	13.98%	1,002.74	19.26%
预付款项	454.12	281.84	312.37	10.83%	346.18	10.82%	385.32	11.31%
存货	916.90	910.78	501.87	-44.90%	555.80	10.75%	643.42	15.77%
流动资产合计	3,784.59	4,588.29	5,330.29	16.17%	6,102.07	14.48%	6,793.61	11.33%
非流动资产	9,012.81	9,119.39	10,255.26	12.46%	11,341.38	10.59%	12,385.35	9.20%
资产总计	12,797.40	13,707.68	15,585.54	13.70%	17,443.46	11.92%	19,178.96	9.95%
短期借款	2,722.18	3,778.69	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	1,723.22	383.49	1,882.01	390.76%	2,084.24	10.75%	2,412.84	15.77%
预收款项	150.35	174.88	174.88	0.00%	174.88	0.00%	174.88	0.00%
流动负债合计	5,040.03	6,768.13	4,491.21	-33.64%	4,696.52	4.57%	5,030.11	7.10%
非流动负债	4,400.65	4,346.64	5,396.64	24.16%	6,446.64	19.46%	7,496.64	16.29%
少数股东权益	1,868.09	1,374.93	1,571.13	14.27%	1,571.13	0.00%	1,571.13	0.00%
母公司股东权益	1,488.63	1,217.98	4,126.56	238.80%	4,729.17	14.60%	5,081.08	7.44%
净营运资本	(1,255.44)	(2,179.84)	839.07	N/A	1,405.55	67.51%	1,763.50	25.47%
投入资本 IC	10,596.06	12,449.85	12,825.94	3.02%	14,478.55	12.88%	15,880.46	9.68%
现金流量表（万元）								
净利润	569.37	(266.30)	384.71	N/A	640.51	66.49%	879.78	37.36%
折旧摊销	296.99	652.23	0.00	N/A	413.87	N/A	456.03	10.19%
净营运资金增加	209.29	(924.39)	3,018.91	N/A	566.48	-81.24%	357.94	-36.81%
经营活动产生现金流	510.38	538.21	3,464.93	543.79%	1,476.93	-57.37%	1,819.95	23.23%
投资活动产生现金流	(153.07)	(283.70)	(1,495.89)	N/A	(1,492.89)	N/A	(1,489.60)	N/A
融资活动产生现金流	(233.28)	27.13	(551.35)	N/A	531.94	N/A	(29.41)	N/A
现金净增（减）	124.03	281.64	1,417.69	403.37%	515.97	-63.60%	300.95	-41.67%



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

田东红：中南大学经济学硕士，建筑建材行业首席分析师。5 年建材行业从业经历，对水泥及其他建材具有深入的理解和看法，从事证券行业研究 10 年。09 年《今日投资》评为最佳独立分析师和最佳行业分析师。

韩 梅：对外经济贸易大学金融学硕士，建筑建材行业研究员。2 年证券行业从业经验，CFA level2 candidate。专注于通过系统的数据分析判断行业走势从而挖掘上市公司投资机会。

郑 军：建筑建材行业分析师，湖南大学经济学硕士，工科学士。4 年建筑央企工作经验，2 年证券从业经验，中级会计师；善于从公司与行业发展、财务分析比较中挖掘公司投资价值。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)