

中国玻纤(600176)调研报告

—— 寒冬过后，春暖花开

原材料/建材/玻璃纤维

推荐

维持评级

发布时间：2010年10月18日

投资要点:

- 中国玻纤现持有巨石集团 51% 股权，目前进行增发收购余下 49% 股权。巨石集团目前为国内第一的玻纤企业，对中国玻纤的收入和利润贡献度超过 90%。
- 玻璃纤维行业概况：1、玻璃纤维是材料领域的一场革命，具有广泛的替代性；2、行业集中度较高，呈现垄断竞争的市场结构；3、行业的周期性特征较为明显，平均每隔 4-5 年出现一次低谷；4、我们判断目前行业整体已经走出低谷，处于复苏向上阶段中。
- 公司投资要点：1、行业龙头，产能规模优势明显，未来将逐步由外延式扩张到内生式提升；2、下游应用领域不断拓宽，需求有望加速发力；3、整体出口情况良好，受益行业回暖，业绩向上弹性比较大；4、增发收购 49% 巨石股权，业绩将大幅增厚，利润补偿协议强化业绩兑现预期；5、E6 玻璃纤维是未来新看点。
- 盈利预测及投资建议。我们预测公司 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 0.59 元（增发前）、1.10 元（增发后）、1.50 元（增发后），市盈率分别为 36 倍、19 倍、14 倍。我们觉得未来 1-2 年内，玻璃纤维行业步入向上的景气周期是一个大概率事件，而公司作为行业龙头有望获得超越行业平均的业绩弹性，加上增发方案中相关方对未来业绩的承诺和补偿协议，我们觉得目前的股价具有较高的安全边际，未来随着行业景气度的持续回升，不排除业绩有超预期的表现，我们给予公司“推荐”的投资评级，并给予 6-12 个月目标价 28 元，相当于 2011 年每股收益 25.45 倍 PE。
- 风险提示：1、未来全球宏观经济出现二次探底；2、反倾销裁决结果更加不利；3、未来行业复苏进程低于预期，过程更加复杂；4、增发进展是否顺利。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)
2009	317,094	(20.9)	(15,477)	-	(0.36)	(13)	-
2010E	457,808	44.4	25,264	-	0.59	17	36.9
2011E	535,660	17.0	64,166	154.0	1.10	13	19.8
2012E	619,352	15.6	87,493	36.4	1.50	15	14.5

走势图



市场数据

2010-10-18

收盘价:	21.77 元
52 周最高价:	24.98 元
52 周最低价:	15.15 元
平均持仓成本:	19.53 元

基本数据

2010Q2

总股本 (万股):	42,739
流通 A 股 (万股):	42,739
每股收益 (元):	0.19
每股净资产 (元):	3.03
每股经营现金流 (元):	0.99
市净率:	7.18

分析师: 解文杰

执业证书编号: S0550210100003

TEL: (8621)6336 7000 - 266

FAX: (8621)6337 3209

Email: xiewj@nesc.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

目 录

一、公司背景	4
1.1、公司简介	4
2、主营业务	5
3、股权关系	5
二、玻璃纤维行业概况.....	7
2.1、玻璃纤维是材料领域的一场革命，具有广泛的替代性.....	7
2.2、行业集中度比较高，呈现垄断竞争的市场结构.....	7
2.3、行业平均每隔 4-5 年出现一次低谷.....	8
2.4、我们判断目前行业已走出低谷	9
三、公司投资亮点.....	10
3.1、产能规模优势明显，从外延扩张到内生增长.....	10
3.2、下游应用领域不断拓宽，需求有望加速发力.....	11
3.3、出口情况良好，受益行业回暖，业绩弹性比较大.....	13
3.4、增发提升盈利能力，利润补偿承诺强化业绩兑现预期.....	15
3.5、E6 玻璃纤维是新的看点	15
四、估值及投资评级.....	16
4.1、估值假设及盈利预测:	16
4.2、投资建议	17
五、风险提示	17
公司财务报表预测:	18

图表目录

- 图 1: 玻璃纤维行业产业链条
- 图 2: 巨石集团近年玻璃纤维纱产量
- 图 3: 巨石集团近年来产品收入情况
- 图 4: 中国玻纤收入变化
- 图 5: 中国玻纤毛利率变化
- 图 6: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图
- 图 7: 世界玻纤市场份额
- 图 8: 全球玻璃纤维行业周期性
- 图 9: 全球玻纤行业下游需求分布比例（2008）
- 图 10: 国内玻纤行业下游需求分布比例（2009）
- 图 11: 公司内销、外销比例
- 图 12: 公司外销分区域比例
- 图 13: E6 与 E 玻璃纤维相关物理性能对比

- 表 1: 增发前后公司的股权结构变化情况
- 表 2: 玻璃纤维分类
- 表 3: 公司生产线一览
- 表 4: 玻璃纤维用途
- 表 5: 国内玻纤行业运行情况表
- 表 6: 模拟情景公司业绩弹性预测
- 表 7: 巨石集团未来三年的盈利预测数据
- 表 8: E6 与 E 抗腐蚀性能对比
- 表 9: 中国玻纤盈利预测表

事件及导读：近期，我们参与了对中国玻纤的机构联合调研，就玻纤行业及公司的情况和公司的管理层进行了充分的交流，我们认为玻纤行业目前处于确定的复苏期，未来 2-3 年行业将整体向好，公司作为国内玻纤行业的优秀代表（我们钦佩管理层对玻纤事业的热爱和执着），具有良好的投资价值。我们认为由于玻纤行业的高度垄断竞争性，以及公司在玻纤行业的高市场份额（未来依靠外延式产能高速扩张来提升业绩的阶段已经过去），判断公司的投资价值的关键就是判断玻纤行业的周期性，特别是全球玻纤行业的需求复苏情况（公司具有很高的出口占比，对出口的依赖度比较高），在一个上升的玻纤行业周期中来获取公司超越行业的平均收益是我们关心的事情。

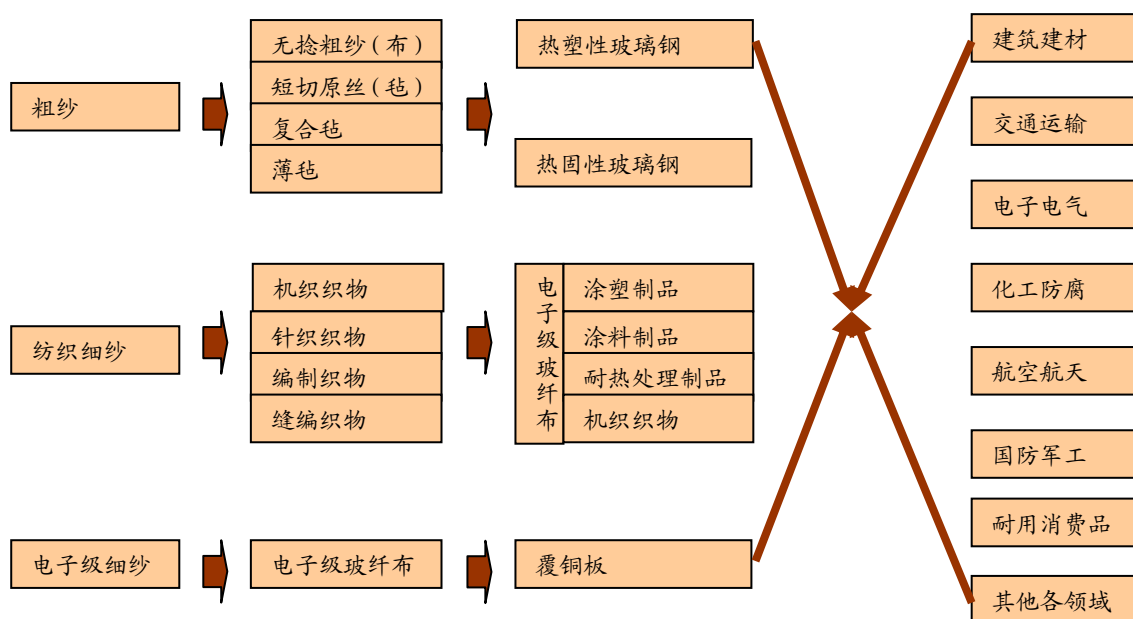
一、公司背景

1.1、公司简介

中国玻纤主要从事玻璃纤维及制品的生产与销售，其业务主要通过控股子公司巨石集团来完成，巨石集团的玻璃纤维及制品生产规模位居国内第一、世界领先，是中国玻纤的核心企业，公司的营业收入及净利润 90%以上来源于巨石集团。

玻璃纤维是一种性能优异的无机非金属材料，它是以石英砂、叶腊石、石灰石、白云石、钠长石、硼钙石、硼镁石、硼酸、纯碱等主要矿物原料和化工原料，按设计的配方进行配比后，进行高温熔制、拉丝、络纱、织布等工序最后形成各类产品，具有质量轻、强度大，弹性模量高，伸长率低、阻燃隔热性好、电绝缘性好，耐酸耐腐蚀等优点，通过作为复合材料中的增强材料、电绝缘材料和绝热保温材料等，广泛应用于国民经济的各个领域。

图 1：玻璃纤维行业产业链条

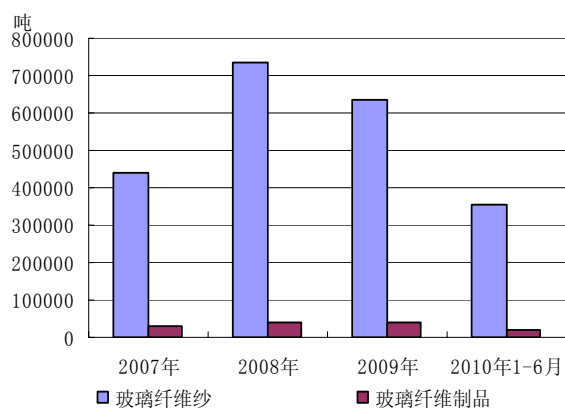


资料来源：东北证券整理

2、主营业务

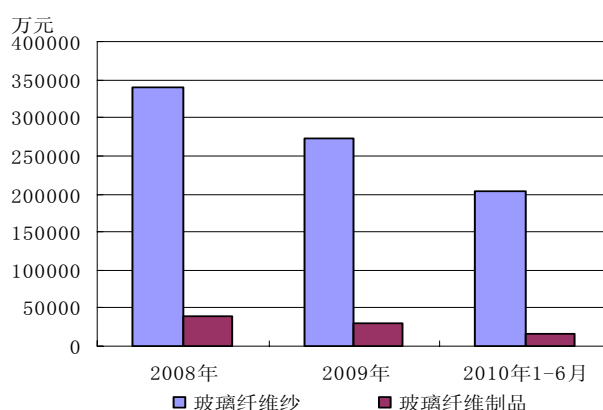
中国玻纤旗下有两家子公司：巨石集团和北新科技。巨石集团主要生产各类中碱、无碱玻璃纤维及其制品，主要产品有：中碱/无碱玻璃纤维直接无捻粗纱、合股无捻粗纱、短切原丝、粉剂型和乳剂型短切原丝毡、方格布等增强型玻璃纤维制品，以及电子级玻璃纤维纱和玻纤布，有 20 多个大类近千个规模品种。北新科技主要从事新材料的研发、生产和销售。

图 2：巨石集团近年玻璃纤维纱产量



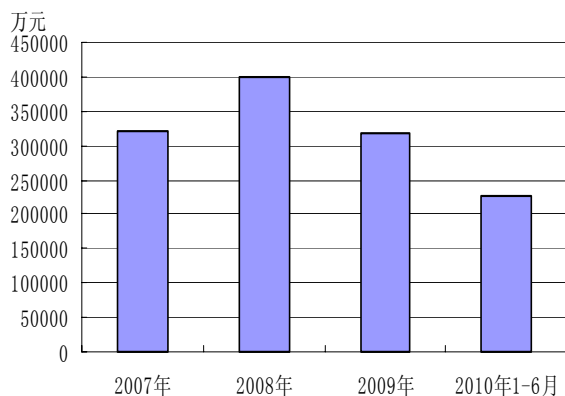
资料来源：公司公告、东北证券

图 3：巨石集团近年来产品收入情况



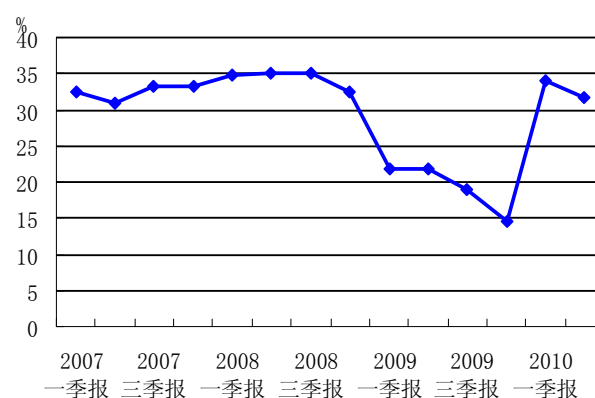
资料来源：公司公告、东北证券

图 4：中国玻纤收入变化



资料来源：公司公告、东北证券

图 5：中国玻纤毛利率变化

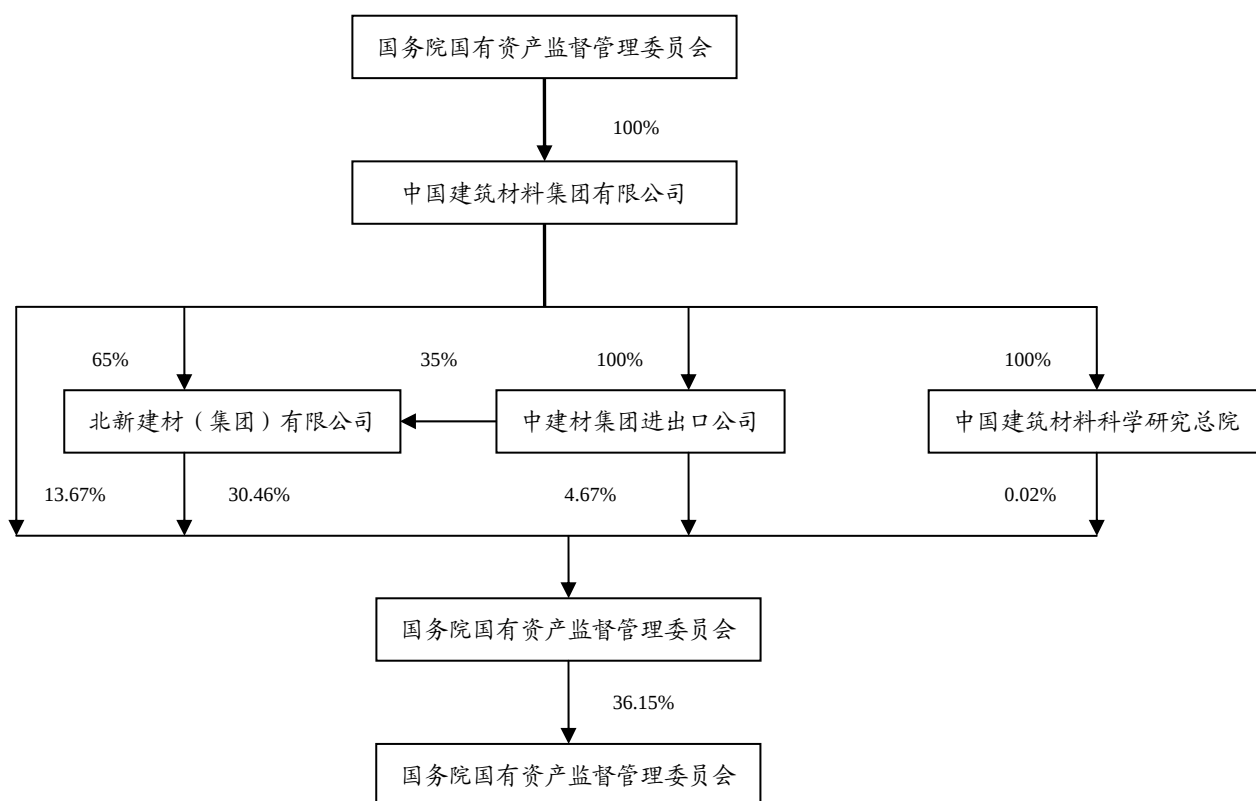


资料来源：wind

3、股权关系

中国玻纤控股股东是中国建材股份有限公司，中国玻纤持有巨石集团 51% 股权，为巨石集团的控股股东，目前正在进行增发准备工作，在增发方案中，公司将收购巨石其他股东中国建材、振石集团、珍成国际、索瑞斯特持有的巨石集团 11.50%、11%、18.50%、8% 总计 49% 股权，收购完成公司，巨石集团将成为公司全资子公司。

图 6: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



资料来源: 公司公告、东北证券

表 1: 增发前后公司的股权结构变化情况

股东名称	发行前		发行后	
	数量(股)	比例(%)	数量(股)	比例(%)
中国建材	154502208	36.15%	190729790	32.79%
振石集团	85631040	20.04%	120283509	20.68%
珍成国际	—	—	58279153	10.02%
索瑞斯特	—	—	25201796	4.33%
其他流通股股东	187258752	43.81%	187258752	32.19%
合计	427392000	100.00%	581753000	100.00%

资料来源: 公司公告, 东北证券

二、玻璃纤维行业概况

2.1、玻璃纤维是材料领域的一场革命，具有广泛的替代性

玻璃纤维发明于 1938 年，玻璃纤维具有质量轻、强度大，弹性模量高，伸长率低、阻燃隔热性好、电绝缘性好，耐酸耐腐蚀等优点，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等，由于其具有如此多的优良性能，因此被广泛应用于国民经济的各个领域。

玻璃纤维可以按照从玻璃原料、单丝直径、纤维外观、生产方面及纤维特性等多角度进行分类。目前最为通俗的一种方法是按照玻璃原料中的碱金属氧化物含量的多少进行划分（主要用于连续玻璃纤维的分类），大致可以分为无碱纤维、中碱纤维和高碱纤维（目前所指的玻璃纤维主要就是无碱或中碱）。碱金属氧化物是普通玻璃的主要成分之一，其主要作用是降低玻璃的熔点，碱金属氧化物的含量越高，化学稳定性、电绝缘性能和强度都会相应降低。

表 2：玻璃纤维分类（按玻璃原料）

类别	含碱量	性能
无碱纤维（通称 E 玻璃）	R20 含量小于 0.8%	是一种铝硼硅酸盐成分，化学稳定性、电绝缘性能、强度都很好
中碱纤维（C 玻璃）	R20 含量为 11.9%-16.4%	是一种钠钙硅酸盐成分，因其含碱量高，不能作为电绝缘材料，但化学稳定性和强度尚好
高碱纤维	R20 含量等于或大于 15%	一般采用碎的平板玻璃，碎瓶子玻璃等原料拉制而成。现在国家已经禁止生产此类产品。

资料来源：东北证券整理

目前用于全球复合材料工业的增强材料主要有玻璃纤维、碳纤维和芳纶纤维，其中玻璃纤维占到整个用量的 98.80%。玻璃纤维的发明和应用是以替代钢材、木材、水泥等传统材料的角色出现的，增强型玻纤产品可作为功能性、结构性的材料，主要用于制造各类型材、管道、风电设备、环保设施、压力容器、化工贮罐、卫生洁具、电气、船体、汽车部件、运动器具、以及工程塑料、建筑材料等方面。电子级玻纤产品可用于印刷电路板生产，是各类信息处理设备的基础材料。

而且随着世界能源日益消耗，人类对节能环保的重视程度不断加深。玻璃纤维所具有的节能降耗特性使得其在替代原有材料方面具有更加迫切的现实意义和经济意义。目前玻纤吨能耗已降到 0.8 吨标准煤以下。从每立方米强度价格、每立方米强度能耗的水平看，玻纤仅有钢的 40%，铝的 10%。国外研究报告认为，未来 10-20 年，玻纤替代钢、铝、木材、PVC 等传统材料，将导致全球玻纤行业产值从目前的 80 亿美元增长到 400 亿美元。

2.2、行业集中度比较高，呈现垄断竞争的市场结构

玻璃纤维行业的一个非常重要的特点就是行业的产业集中度非常高，无论是国内市场还是全球市场，均被几大寡头所垄断，整体市场呈现典型的寡头垄断市场格局。相对于这种市场结构来说，我们认为，企业的产能扩张会相对有序，而且会充分考虑市场效

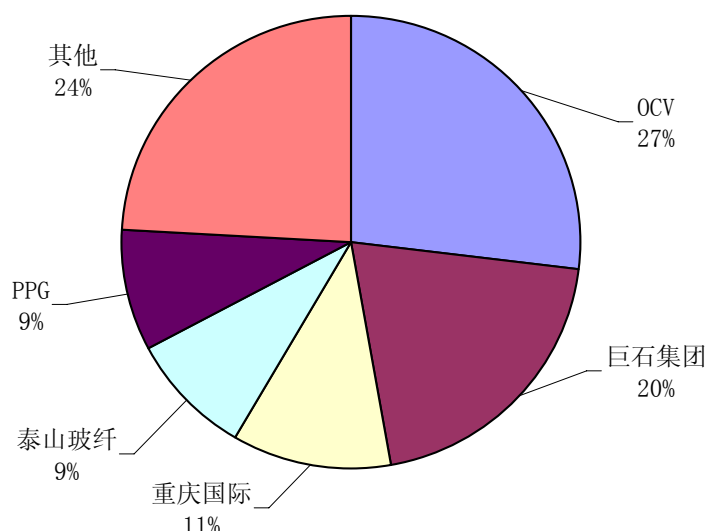
益和承受能力，供给结构的变化相对平稳，主要的变动因素主要来自在现有供给能力下需求端受到极端性的冲击和影响，导致供需结构平衡受到破坏。

目前国内的玻璃纤维生产商主要有中国玻纤（通过巨石集团）、重庆国际复合材料有限公司、泰山玻璃纤维股份有限公司，三家公司目前的产能分别为 93 万吨、51 万吨和 41 万吨，三大厂商合计占到国内市场份额的 70%，全球市场份额的 30%。

国外主要的玻璃纤维生产厂商主要是欧文斯科宁-维托特克斯（OCV）、PPG 工业公司、JM 公司，三家公司的产能分别为 106 万吨、40 万吨、30 万吨。目前世界上所有玻纤企业产能大约在 420-450 多万吨，其中中国大约 180 万吨、美国大约 100 多万吨、欧洲大约 80 多万吨。全球前 5 大厂商，占到 65% 的市场份额，前 6 大厂商集中世界玻璃纤维产能的 80%，而中国是玻纤产能的第一大国，产量占到全球产量的一半以上，50% 的玻璃纤维产品出口，出口量占到全球产量的 25% 以上。

应该来说行业集中度非常高，如果几大寡头能够把市场结构调整好，那么分工合作状态就会比较好。

图 7：世界玻纤市场份额



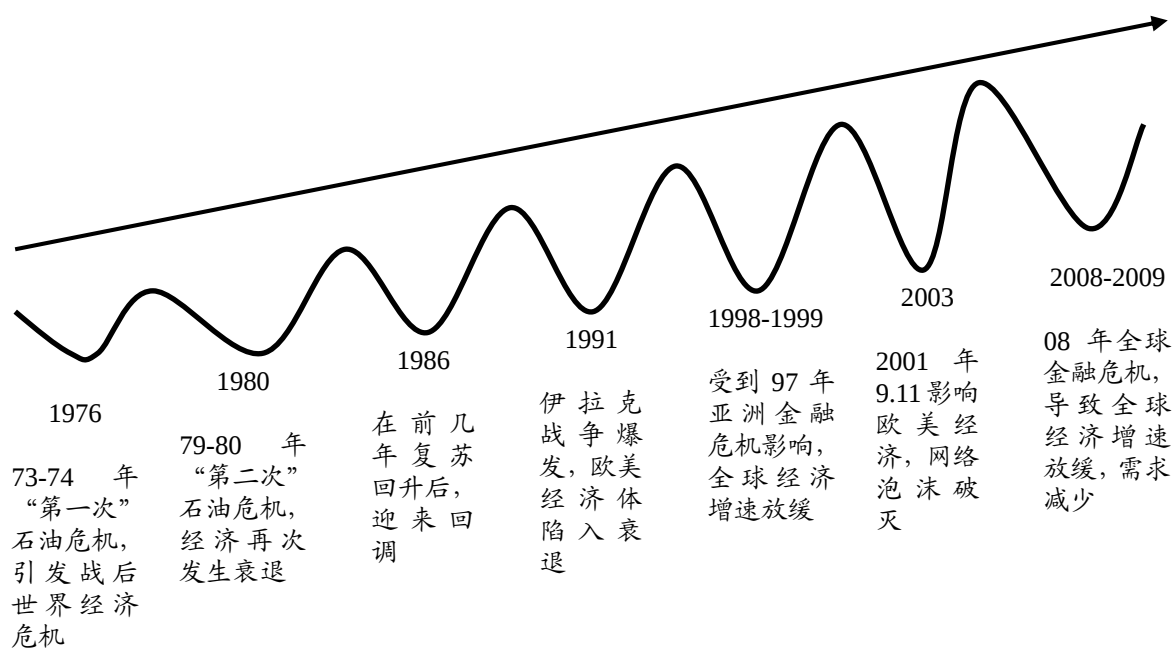
资料来源：东北证券整理

2.3、行业平均每隔 4-5 年出现一次低谷

我们考察上世纪 70 年代至今近 40 年以来全球玻璃纤维行业产量变化，发现行业产量的低点大概出现在 1976 年、1980 年、1986 年、1991 年、1999 年、2003 年、2008 年，也就是说一般每隔 4-5 年就会出现一次低谷，并且下一次高峰比前一次高峰要高很多。

探讨背后的影响因素时候，我们发现每次产量低谷就是需求的大幅下降时，都是一般全球经济（特别是西方发达国家）经济由好转坏、或者发生经济危机、或者发生突发性的冲击事件。因此，在观察和探讨玻纤行业的周期性变化时，必须充分考虑全球宏观经济的变化情况。

图 8: 全球玻璃纤维行业周期性



资料来源：东北证券整理

2.4、我们判断目前行业已走出低谷

从大的背景来说，目前全球经济正处于逐步回暖的阶段。我们认为全球经济正在逐步走出 2008 年金融危机造成的影响，目前各主要经济体处于经济复苏和回暖过程中，随着投资和需求的增加，对玻璃纤维的消费量将稳步回升。为保证经济平稳回升，无论是欧美工业发达国家，还是以中国为代表的新兴市场国家，各国政府经济刺激政策仍在延续，且政策投入有相当比重在包括基础设施（建筑和交通等）和新能源（风电等）在内的玻纤产品的主要应用市场。同时，世界各国对低碳经济的认同和重视，将促使玻纤产品进一步扩大其在环保汽车、节能建筑、可循环使用的热塑性复合材料等领域的应用。

目前来看，从企业层面，玻纤产能逐步恢复，价格有所回升，库存处于低位，企业经营状况环比回升。全球经济正逐步走出金融危机的阴影，在宏观经济整体复苏的大环境下，玻纤产品需求和价格也在稳步回升，行业复苏为玻纤企业销量和售价的提升奠定了基础。

2010 年 2 月和 4-5 月，PPG 重启两个位于北卡罗来纳州工厂的玻璃纤维窑炉，目前产能利用率近 100%。今年以来，美国玻纤巨头 PPG 公司、AGY 公司及专业玻纤经销商 Gibson 公司相继宣布旗下的玻璃纤维产品涨价，部分供应商对玻纤产品实行限量供应。2010 年 3 月，美国 PPG 工业公司宣布，因为市场需求的回升，公司所有玻璃纤维增强材料产品价格在北美洲上调 10%。AGY 公司 2010 年 4 月宣布提高无碱玻璃纱价格。美国 Gibson 宣布从 2010 年 7 月起发送的所有玻璃纤维产品都将涨价，同时宣布对其合股无捻粗纱实行限量供应。巨石集团上半年提价 3 次。

例：部分来自企业层面的经营数据（虽不全面，但也佐证了行业复苏的情况）：

1、PPG 第二季度销售额达到 35 亿美元，同比增长 11%；

2、8 月份，江西长江玻璃纤维电子级玻璃纤维布单月销量达到 502 万米，创下新高；

3、截止 8 月，重庆国际 10 条玻纤生产线均满负荷生产，共生产玻纤产品 22.38 万吨，实现产值 17.20 亿元，利润 2.22 亿元，产、销量较去年同期均增加 49%以上。

从玻纤行业的周期性来看，我们判断，在经历过 2008-2009 年的行业低谷后，未来 1-2 年内行业景气将持续向上，并有望在 2012 年迎来本来周期的景气高点。从目前来看，在经历过金融危机全球玻纤行业寒冬后，主要企业产能扩张意向并不明显，2011 年新增产能增速将大幅放缓，本轮景气周期或有所延长。

三、公司投资亮点

3.1、产能规模优势明显，从外延扩张到内生增长

在过去十年里，国内玻纤行业整体由小变大，在行业盈利示范效应的带动下，玻璃纤维企业纷纷扩大生产规模，使得国内玻纤产能快速增长，目前国内总共 220 万吨产能，其中还有将近 50 万吨是落后产能，未来要淘汰。

公司在过去几年也是经历了快速的外延式的产能扩张过程。2004 年建成投产年产 6 万吨玻纤生产线，2006 年建成投产年产 10 万吨玻纤生产线，2007 建成投产年产 12 万吨玻纤生产线，2008 年建成投产两条年产 30 万吨玻纤生产线，目前年产玻璃纤维生产规模达到 93.5 万吨（包括桐乡巨石攀登）。公司占有国内高端玻璃纤维市场的 50%左右的市场份额。目前公司的生产基地主要分布在浙江桐乡、四川成都和江西九江，三地的产能分布分别为 61.5 万吨、14 万吨和 17 万吨。

表 3: 公司生产线一览

	核定项目及生产线名称	实际产能 (吨)	投产日期	主要产品名称
巨石桐乡基地	年产四万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线扩建项目	60000	2004 年 9 月	无碱玻纤纱
	年产八万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线增资项目	100000	2006 年 1 月	无碱玻纤纱
	年产十二万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线增资项目	120000	2007 年 4 月	无碱玻纤纱
	年产十四万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线增资项目	140000	2008 年 2 月	无碱玻纤纱
	年产十四万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线增资项目	160000	2008 年 6 月	无碱玻纤纱
	年产三点五万吨无碱玻璃纤维节能环保池窑拉丝生产线增资项目	35000	2010 年 6 月	无碱玻纤纱
合计		615000		
巨石成都基地	年产四万吨玻璃纤维池窑无捻粗纱拉丝生产线技术改造项目	40000	2008 年 1 月	无碱玻纤纱
	年产六万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线扩建技术改造项目	60000	2008 年 8 月	中碱玻纤纱
	年产四万吨玻璃纤维池窑生产线技术改造项目	40000	2010 年 3 月	无碱玻纤纱
合计		140000		
巨石九江	年产四万吨玻璃纤维池窑生产线技术改造项目	70000	2010 年 2 月	无碱玻纤纱

江基地	年产四万吨玻璃纤维池窑生产线技术改造项目	80000	2010 年 6 月	无碱玻纤纱
	年产四万吨玻璃纤维池窑生产线技术改造项目	20000	2010 年 6 月	无碱玻纤纱
合计		170000		
桐乡巨石攀登	年产一万吨玻璃纤维电子纱生产线/年产 5000 万米电子布生产线	10000	2006 年 11 月	电子纱/电子布
总计		935000		

资料来源：东北证券整理

我们认为经过过去几年国内玻纤行业的高速扩张，公司的玻纤产能也得到快速增长。未来在产能扩张方面将趋于平稳，基本保持在 5%-10%左右的增速，今年年底将形成产能约为 93.5 万吨，占全球 20%左右；未来产能目标是达到 150 万吨，占全球 30%左右；今年产量预计为 80 多万吨，明年产量预计为 90 多万吨、2012 年产量预计为 100 多万吨。

关于 150 万吨的战略目标，公司是这样认为的，作为一项战略任务来抓，不过时间方面可能会延长，未来可能会把增加的 50 万吨的生产基地设在亚洲、南美洲、非洲等其他地方，而不是在国内设厂，以此来规避贸易战。

未来几年在产能扩张放缓的同时，公司将转向调结构、提升内部管理水平，更加注重调整产品结构和改善管理服务方面，通过结构转变来产生效益。事实上，结构调整的效果在逐步显现，目前的销售价格比 2007 年低 15%-18%，今年的效益并不完全是价格拉动的，1-7 月份利润贡献中，价格贡献 35%，另外是结构调整、规模优势、成本等因素。目前主要产品的成本全世界还是最低的，在 2010 年海运费翻了一番、劳动力价格上升、能源价格上升的情况下，整体成本下降 0.5%。

3.2、下游应用领域不断拓宽，需求有望加速发力

目前需求分布的现状。目前玻璃纤维行业的下游市场需求主要包括建筑及基础设施市场（高速公路、桥梁建筑、港口建筑等大规模翻修或改建，玻璃纤维增强的玻璃钢杆代替钢筋用于混凝土）、交通运输市场（火车、汽车用基材、高铁及城市轨道交通系统）、电子电气市场、节能环保及新能源市场（风电叶片，天然气驱动汽车所需玻璃气瓶基材、沼气池）等其他领域。

表 4：玻璃纤维用途

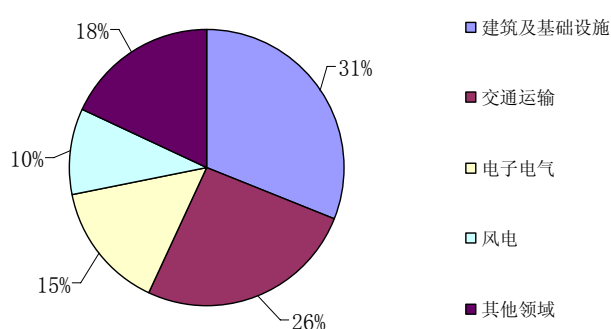
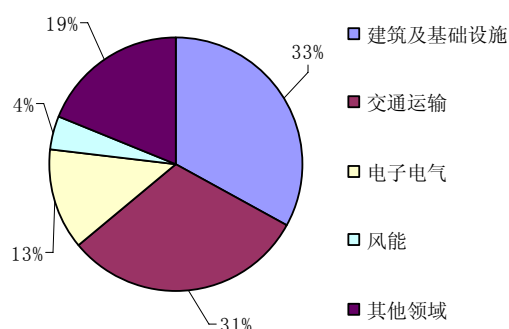
应用领域	具体用途
建筑业	预制装配式房屋、住宅及商业用的承重和非承重结构（包括游泳池）、浴室设备和配件、屋面材料、混凝土结构加强、冷却塔、窗框、夹层结构件、格栅、栏杆、扶梯、工字梁、箱式梁、钢管柱套、桥梁结构架、桩柱、公路指示牌、地毯衬底、纱窗、带子、水泥板、玻璃纤维管道
交通运输、车辆制造业及造船业	地铁车辆、农业车辆、摩托车、小型摩托车、轿车、载货汽车及挂车、大客车、火车。其主要工艺为 SMC 制造轿车车身及发动罩以下的零部件。桥梁、高速公路、港口建筑等基材；游艇、私人船舶、军用船艇、赛艇、码头、商业船舶及其零部件、船用设备、发动机盖、船具、船坞
电子及家用电器工业	绝缘棒、板、管材、模压零件、电子分线箱、架空线路、硬结构件、变电站设备、电子微波天线、电器附件和照明设备，包括注射成型三维板和聚酯板材；印刷电路板层压板（PCB）、光纤电缆增强。冰箱、空调、电视机、电脑、办公家具等

耐腐蚀制品	管道和管件（包括压力管道和非压力管道）、贮罐、化工设备配件、烟囱、导管、通风柜、泵、风扇、容器、抽油杆；以及化学加工业、造纸工业、石油化工工业和计算机工业部件
航空、航天、国防工业	商用飞机、航空、航天用部件
消费和娱乐用品	玩具、二轮和三轮脚踏车及各种运动和娱乐设备，包括钓鱼杆、雪橇、高尔夫球杆、网球拍、高尔夫车、雪地车、保龄球设备、野营活动房、游泳池、维修盘、灯罩、储柜、箱子、柜台面、座椅、家具和微波炉具，主要用于其外壳、织物、窗帘、壁布
其他用途	风电叶片、机器外罩和基座、安全帽和医用设备

资料来源：东北证券整理

根据全球（2008）和国内（2009）的分布情况，我们做成了下面的玻纤行业下游需求分布比例图：

图 9：全球玻纤行业下游需求分布比例（2008） 图 10：国内玻纤行业下游需求分布比例（2009）



资料来源：东北证券整理

资料来源：东北证券整理

可以看到目前的需求结构中，来自基建及基础设施、交通运输和电子电气的需求占到整体的 70%左右，但是其他行业的需求也在迅速提高。

在 4 万亿投资拉动下，基建部分、交通领域的需求得到快速增长，2009 年建筑及工业设施方面的比重从 2008 年的 27%提升至 31%，交通运输领域从 25%提升至 26%，但是随着新能源、新技术需求的不断拓展，这些行业对玻璃纤维的需求也在大幅增长，较为明显的是风电叶片的玻纤需求从原来的 5%提升至 10%，需求的爆发令人震惊！我们认为在节能降耗，低碳经济的推动下，下游行业对玻纤需求的拉动速率会比以往十年更快更强。

通过调研，我们还了解到未来需求的几个亮点：

- 1、风电叶片。原来风电叶片很多是使用碳纤维，目前可以用玻璃纤维进行替代，原来大功率的还是得用碳纤维，小功率的采用玻璃纤维，现在 3MW 的风电叶片全部采用玻璃纤维材料，5MW 的也可以用玻璃纤维材料。

我们了解到一组 1.5MW-2MW 的风电叶片，需要 10 吨玻璃纤维。2009 年风电产业

全球装机容量达到 158.5GW，根据全球风能理事会（GWEC）预测，2014 年全球累计风电装机容量将达到 409GW，5 年平均增长率将达到 27.2%，整体将新增 250.5GW，那么进行大致推算可以得出全球风电产业将新增 125 万吨的玻纤需求量。

- 2、汽车，主要是指轿车。以前由于技术上的问题，认识上的问题，普及程度不够，而且技术上以前不够成熟，国内轿车的玻璃纤维用量基本上采购国外厂商的，国内厂商主要是卡车方面。现在一方面技术上的进步，另一方面节能环保压力非常重（这点对汽车厂商的驱动力是市场化的，那些本身重量较轻，使得能源消耗较少的车子很受市场欢迎，并反过来推动厂商在技术上应用玻璃纤维。

我们了解到日本一台轿车，大概需要用 10 公斤玻璃纤维，2009 年国内乘用车（轿车）约为 750 万辆，如果按照 10 公斤/辆的用量来测算的话，我们可以测算出年需求量大约为 7.5 万吨，今年有望超过 1000 万辆，需求量超过 10 万吨，如果巨石能够达到 25% 的市场份额，那么增量有望在 2.5 万吨，非常可观。

- 3、轨道交通和高铁。在轨道交通、高铁领域与日本合作，用玻璃纤维做成火车轨道枕木，相比原来用木头做的枕木和水泥做的枕木，在使用寿命、震动耐磨方面都具有不错的效果提升。另外还有桥梁、港口等，成本虽高些，但质量和使用寿命非常高。高铁玻纤需求方面公司没有具体的描述，现在日本方面对高铁需求的表示是“前途很好，用量很大，希望你们做好准备”。

2007-2009 年全球玻纤市场增速为 2.4%，国际机构预测 2010-2012 年为 5.29%，国内 2007-2009 年为 17.26%，预测 2010-2012 年增长为 8.01%，公司方面认为这个增速预计相对保守，认为增速会大于 GDP 增长，公司方面认为 2010-2012 年保持 13% 左右的年增长是可能的。中国玻璃纤维工业协会 2009 年度与会各方认为 2010-2011 年全球玻纤行业将进入一个繁荣的黄金时期。

3.3、出口情况良好，受益行业回暖，业绩弹性比较大

公司产量 50% 以上的产品需要出口，而且从影响公司业绩的变动来看，国内的需求部分基本不成问题，现在市场比较关心的就是出口问题，海外需求的变动将直接影响这部分盈利的实现质量，因此出口的量是关键变量。

图 11：公司内销、外销比例

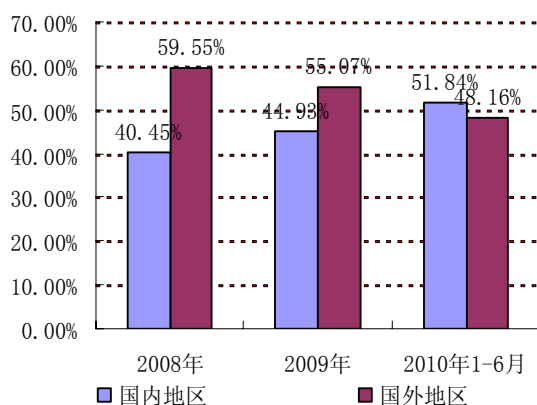
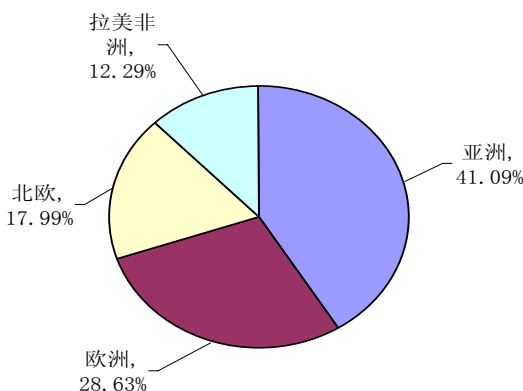


图 12：公司外销分区域比例



资料来源：东北证券整理

表 5: 国内玻纤行业运行情况表

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-4 月
国内玻纤产量 (万吨)	160	211	205	79.62 (18.38%)
玻纤及制品出口量 (万吨)	108	121	98	38.84 (56%)
实现销售收入 (亿元)	400	547	649	249 (42.7%)
实现利润 (亿元)	40	43.8	26.5	~13
纱均出厂价 (元)	6492	6836	~5836	~6000

注: 括弧内为同比增长率

资料来源: 公司公告、东北证券整理

2010 年 1-4 月国内玻纤产品为 79.62 万吨, 同比增长 18.38%, 玻纤及制品出口量 38.84 万吨, 同比增长 56%, 实现销售收入 249 亿元, 同比增长 42.7%。2010 年 1-7 月各月份出口量增速均在 30% 以上, 8 月份出口 10.8 万吨, 同比只增长 18.6%, 出口同比增速放缓。我们认为主要是基数方面的原因, 2009 年上半年产量低, 下半年逐步恢复。我们预计全年国内玻纤产量达到 231 万吨, 同比增长 13% 左右, 2010 年 1-6 月玻璃纤维及制品出口量为 62 万吨, 同比增长 51%, 预计全年玻璃纤维及制品出口量为有望达到 115 万吨左右, 同比增速达到 17% 左右。

我们在后面的盈利预测中, 做了一般情境下的假设是:

	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率	44.4%	17.0%	15.6%
销售毛利率	31.9%	32.8%	33.2%
管理费用/销售收入	9.0%	9.0%	9.0%
销售费用/销售收入	2.5%	2.8%	3.0%
所得税税率	15.0%	15.0%	15.0%

如果在乐观情景下, 上述假设指标变动都正向增长 5%, 那么公司盈利状况将大幅增加, 净利润由原来的 25264 万元、64166 万元、87493 万元提高到 35509 万元、86479 万元、115231 万元, 每股收益由原来的 0.59 元、1.10 元、1.50 元提高到 0.83 元、1.49 元、1.98 元, 说明公司业绩在行业整体景气向上的状态下, 弹性非常大, 未来不排除有超预期的可能性。

表 6: 模拟情景公司业绩弹性预测

	2010E			2011E			2012E		
	收入 (万元)	净利润 (万元)	EPS (元)	收入 (万元)	净利润 (万元)	EPS (元)	收入 (万元)	净利润 (万 元)	EPS (元)
乐观情况	464843	35509	0.83	547845	86479	1.49	637720	115231	1.98
一般情况	457808	25264	0.59	535660	64166	1.10	619352	87493	1.50

资料来源: 东北证券整理

3.4、增发提升盈利能力，利润补偿承诺强化业绩兑现预期

2010年9月，公司公布发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案），公司分别向特定对象中国建材、振石集团、珍成国际、索瑞斯特发行人民币普通股，购买其分别持有巨石集团的11.50%、11%、18.50%、8%总计49%股权，发行价格为19.03元/股，发行股份数量为15436.1万股。目前中国玻纤持有巨石集团51%股权，本次交易完成后，巨石集团将成为中国玻纤的全资子公司。

我们认为此次收购意义重大，主要体现在以下几方面：

1、扩大经营规模，突出主营业务。收购将提高资产质量，改善财务状况（归属于母公司的所有者权益相应增加，母公司资产负债率进一步下降），进一步提高中国玻纤在玻璃纤维业务领域的竞争力，借助资本市场提升实施产能扩张和产业链整合的能力，进一步巩固和强化公司行业龙头地位；

2、提升管理效率。本次交易完成后，本公司现有控股股东不变，实际控制人不变，股东结构更加多元化，股权利益进一步统一，提升管理效率，将促进公司治理结构优化，有利于促进本公司持续健康的发展；

3、盈利能力有望大幅提升，利润补偿承诺协议将保障利润兑现程度。由于目前现有51%巨石集团业务收入及净利润对中国玻纤的贡献超过90%，因此收购完成后巨石集团的利润贡献程度将进一步提升，并大幅提升公司整体的盈利能力。增发相关各方签订盈利补偿承诺，规定若巨石集团在2010年、2011年、2012年任一会计年度的实际利润数未能达到盈利预测数时，则由中国建材、振石集团、珍成国际、索瑞斯特依据协议，分别补偿该等差额。

表 7：巨石集团未来三年的盈利预测数据

	2010 年	2011 年	2012 年
归属于母公司所有者的净利润（万元）	36335	53928	77086

资料来源：公司公告、东北证券

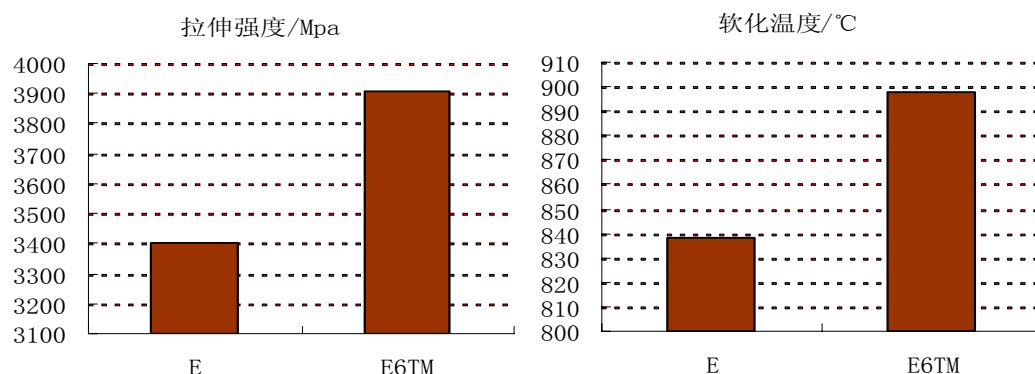
3.5、E6 玻璃纤维是新的看点

E6 玻璃纤维是巨石集团与其关联企业 Gibson 玻纤公司研发的，是一种高性能无碱玻璃纤维，既有无碱玻璃纤维的所有优势，又在强度、模量、耐腐蚀性、耐高温性等方面，取得技术突破，能满足高温市场的特殊需求。

相比 E 玻璃纤维，E6 所具有的独特优势在于：

- ◆ 强度更高，E6 玻璃纤维比 E 玻璃纤维提高 15%左右；
- ◆ 软化温度更高，E6 玻璃纤维比 E 玻璃纤维提高 60℃。

图 13: E6 与 E 玻璃纤维相关物理性能对比



资料来源: 调研资料、东北证券

E6 玻璃纤维的物理性能对风能、高压管道、抽油杆等要求更高强度的用途有利, 其改进的化学性能对提高用于石油和化工设备的复合材料性能。除应用更加广泛外, 环保性能也大幅度提高。据相关测试, 在制造过程中氮氧化物的排放量减少 90%, 废气排放量减少 80%, 实现废水零排放, 并大大减少了玻璃废丝。

同时, 由于 E6 玻璃纤维采用更为合理的微硼生产工艺, 显著提高了它在多种环境下的抗腐蚀性能。相比 E 玻璃纤维, E6 无论在中性、酸性还是碱性溶液中的抗腐蚀性能优势明显, 尤其在酸性环境下表现更为优越。因此, E6 更适用于对环境有特殊要求的领域, 如环保处理、化工防腐、海水淡化等。

表 8: E6 与 E 抗腐蚀性能对比

项目	测试方法	E	E6™
酸性溶液失重	23℃、10%HCL 溶液浸泡 24 小时	18.39%	0.04%
碱性溶液失重	23℃、0.025M Na ₂ CO ₃ 溶液浸泡 24 小时	0.16%	0.02%
	23℃、0.5M NaOH 溶液中浸泡 25 小时	0.46%	0.14%
水煮失重	100℃, 水煮 24 小时	0.53%	0.19%

资料来源: 调研资料、东北证券

四、估值及投资评级

4.1、估值假设及盈利预测:

根据对行业复苏的判断以及和公司的交流, 我们做出以下假设:

- 1、产量预计 2010 年、2011 年、2012 年产量分别为 80 万吨、90 万吨、100 万吨;
- 2、玻纤产品价格和利润率在目前的基础上, 保持稳定且有所上升, 2011 年均价在 2010 年基础上提升 5%, 2012 年在 2011 年均价基础上再提升 5%;
- 3、汇率升值 3%-5%, 能源价格上涨 2%左右;
- 4、根据目前的增发进展情况, 我们假定 2011 年完成增发, 按照每股 19.03 元发行 15436.1 万股;
- 5、考虑增发方案中的利润补偿协议;

表 9: 中国玻纤盈利预测表

利润表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	400837	317094	457808	535660	619352
营业成本	271079	270572	311995	360007	413462
营业税金及附加	1536	789	1145	1339	1548
销售费用	7891	8134	11445	14731	18581
管理费用	21443	31469	41203	48209	55742
财务费用	33165	47376	56193	48885	40086
投资收益	5486	2723	3000	3000	3000
资产减值及公允价值变动	(8317)	3773	7000	3000	3000
其他收入	(1915)	(5169)	0	0	0
营业利润	60978	(39918)	45828	68489	95933
营业外净收支	8206	9918	7000	7000	7000
利润总额	69184	(30001)	52828	75489	102933
所得税费用	11504	(3371)	7924	11323	15440
少数股东损益	33239	(11153)	19639	0	0
归属于母公司净利润	24442	(15477)	25264	64166	87493
股本(万股)	42737	42737	42737	58175	58175
每股收益(元)	0.57	-0.36	0.59	1.10	1.50

资料来源: 东北证券

4.2、投资建议

根据相关假设,我们得出公司 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 0.59 元(增发前)、1.10 元(增发完成后)、1.50 元(增发完成后),业绩将保持快速增长态势,相对于目前的股价,市盈率分别为 36 倍、19 倍、14 倍。

我们觉得未来 1-2 年内,玻璃纤维行业步入向上的景气周期是一个大概率事件,而公司作为行业龙头有望获得超越行业平均的业绩弹性,加上增发方案中相关方对未来业绩的承诺和补偿协议,我们觉得目前的股价具有较高的安全边际,未来随着行业景气度的持续回升,不排除业绩有超预期的表现,给予 6-12 个月目标价 28 元,相当于 2011 年 25.45 倍 PE。

五、风险提示

- 5.1、未来全球宏观经济出现二次探底
- 5.2、反倾销裁决结果更加不利
- 5.3、未来行业复苏情况低于预期,过程更加复杂。
- 5.4、增发进展是否顺利

公司财务报表预测:

利润表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	400837	317094	457808	535660	619352
营业成本	271079	270572	311995	360007	413462
营业税金及附加	1536	789	1145	1339	1548
销售费用	7891	8134	11445	14731	18581
管理费用	21443	31469	41203	48209	55742
财务费用	33165	47376	56193	48885	40086
投资收益	5486	2723	3000	3000	3000
资产减值及公允价值变动	(8317)	3773	7000	3000	3000
其他收入	(1915)	(5169)	0	0	0
营业利润	60978	(39918)	45828	68489	95933
营业外净收支	8206	9918	7000	7000	7000
利润总额	69184	(30001)	52828	75489	102933
所得税费用	11504	(3371)	7924	11323	15440
少数股东损益	33239	(11153)	19639	0	0
归属于母公司净利润	24442	(15477)	25264	64166	87493
资产负债表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	127859	189642	138806	152102	160183
应收款项	107578	149925	137969	139418	135748
存货净额	91690	91078	62623	56775	51725
其他流动资产	45412	28184	53668	70100	69719
流动资产合计	378459	458829	393066	418395	417376
固定资产	863981	865404	950768	1013195	1091513
无形资产及其他	14649	21211	20504	19797	19090
投资性房地产	3917	7900	7900	7900	7900
长期股权投资	18734	17424	18924	20424	21924
资产总计	1279740	1370768	1391162	1479711	1557802
短期借款及交易性金融负债	283870	554179	569201	286001	261193
应付款项	181569	40883	40705	46129	51725
其他流动负债	37821	81751	50253	58663	68373
流动负债合计	503260	676813	660158	390793	381292
长期借款及应付债券	440065	431515	431515	431515	431515
其他长期负债	0	3149	3149	3149	3249
长期负债合计	440065	434664	434664	434664	434764
负债合计	943325	1111477	1094822	825457	816056
少数股东权益	187173	137493	149276	149276	149276
股东权益	149242	121798	147063	504978	592470
负债和股东权益总计	1279740	1370768	1391162	1479711	1557802
现金流量表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	24442	(15477)	25264	64166	87493

资产减值准备	175	1627	(2585)	0	0
折旧摊销	29699	65223	84129	101679	123712
公允价值变动损失	8317	(3773)	(7000)	(3000)	(3000)
财务费用	33165	47376	56193	48885	40086
营运资本变动	(45583)	(120469)	(19334)	1802	24507
其它	33063	(12780)	14368	0	(0)
经营活动现金流	50114	(85649)	94843	164647	232711
资本开支	(349264)	(71279)	(159201)	(160400)	(198322)
其它投资现金流	5085	5919	0	0	0
投资活动现金流	(334500)	(64049)	(160701)	(161900)	(199822)
权益性融资	0	0	0	293749	0
负债净变化	284467	(8550)	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0	0
其它融资现金流	(255604)	228581	15022	(283200)	(24808)
融资活动现金流	313330	211481	15022	10549	(24808)
现金净变动	28943	61783	(50836)	13297	8081
货币资金的期初余额	98916	127859	189642	138806	152102
货币资金的期末余额	127859	189642	138806	152102	160183
企业自由现金流	(274971)	(116659)	(10239)	40300	62962
权益自由现金流	0	103372	(42981)	(284452)	4081

资料来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。