

中国玻纤（600176）

买入/上调评级

股价：RMB21.67

分析师

周煥

SAC 执业证书编号:s1000206090080

(0755)8249 2072

zhouhuan@lhq.com

联系人

鲍雁辛

(0755)8249 2810

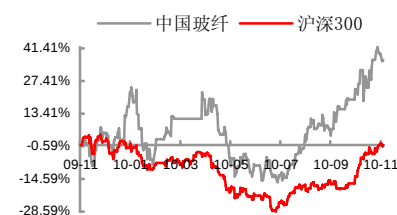
baoyx@lhq.com

相关研究

基础数据

总股本（百万股）	427
流通 A 股（百万股）	427
流通 B 股（百万股）	0
可转债（百万元）	
流通 A 股市值（百万元）	10,646

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

提价奏响业绩增长进行曲

- 12月6日公司公告，控股子公司巨石集团决定从2011年1月1日起将玻璃纤维产品的出厂价格提高7%—12%。公司同时公告，巨石集团拟收购其在美国的产品独家代理商 GIBSON 玻璃纤维有限公司。
- 提价属顺势而为，未来价格趋势向上：**我们观察到，全球玻纤行业呈寡头垄断格局，10月下旬 PPG 在北美地区提价 15%，公司此次提价 7—12%，属顺势而为。我们测算公司目前产品均价在 5400—5600 元/吨，金融危机之前最高为 7000 元/吨左右，若按此次提价 7-12% 计算，提价后产品价格为 5800—6200 元/吨，距离上一轮景气高点价格仍有 10% 左右的空间，而目前玻纤或进入新一轮景气周期，我们看好未来价格上涨的趋势。
- 收购北美渠道商，进一步拓展国外市场：**目前公司内外销比例接近 1: 1，主要市场为北美、欧洲及中东，前期公司在欧盟、印度及土耳其遭遇反倾销，或致使经营策略发生调整，开拓其他地区市场的力度加大。我们认为，本次收购有利于加强公司对美国及北美地区的市场控制力，未来或将依靠 GIBSON 成熟的销售网络进一步提高公司产品在北美地区的市场份额。
- 未来增长不乏亮点：**我们认为，海水淡化管道，远距离输水管道及高铁枕木等其他新应用方面等带来新的需求增长点，另外目前短切原丝供不应求且售价较高，公司 2011 年将扩大短切产品比重，另外公司自主研发的 E6 产品经历了市场导入阶段或将步入收获期。
- 我们按今年均价 5500 元/吨，2011 年按均价提升 9.5% 计，全年均价为 6022 元/吨，2012 年价格上升幅度假定为 3% 至 6200 元/吨，2010—2012 年预计实现销量 70.9 万吨、80.7 万吨、88.0 万吨。假设 2011 年初完成增发，则 2010—2012 年 EPS 估算分别为 0.60 元（吸并前）、1.45 元（吸并后）、2.00 元（吸并后）。目前股价对应 2010—2012 年 PE 分别为 36.12、14.94、10.84 倍，考虑到玻纤行业处于景气向上阶段，未来进一步提价或带来公司业绩超预期大幅提升，且公司有较强动力进一步整合上下游资源，解决关联交易问题，我们对公司未来两年的发展乐观，目前估值水平颇具吸引力，给予“买入”评级。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3170.9	4391.1	5373.1	5980.1
(+/-%)	-20.9	38.5	22.4	11.3
归属母公司净利润(百万元)	-154.8	257.1	842.2	1160.7
(+/-%)	-164.3	-	227.5	37.8
EPS(元)	-0.36	0.60	1.45	2.00
P/E(倍)	-68.8	36.12	14.94	10.84

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

事件

12月6日，公司公告，控股子公司巨石集团决定从2011年1月1日起将玻璃纤维产品的出厂价格提高7—12%，2009年巨石集团营业收入占比约为98.86%。

公司同时公告，巨石集团拟收购其在美国的产品独家代理商 GIBSON 玻璃纤维有限公司，2010年前三季，巨石集团对 GIBSON 的销售额占同期巨石集团营业收入的8.8%。

顺势提价，未来价格趋势向上

据我们了解，今年10月下旬 PPG 工业公司宣布提高北美地区所有玻璃纤维增强材料和特种纱产品的价格，幅度为15%，据 PPG 公司证实，价格上涨将影响所有短切纱、无捻粗纱，多股纱等，主要原因 PPG 解释为需求的强劲增长所致。

我们观察到，公司目前产能93.5万吨，占全国约40%，全球的18%左右，国外主要竞争对手为 OCV、PPG 和 JM，就全球来看，行业呈寡头垄断格局，公司此次提价7—12%，属顺势而为。

看好未来的价格上涨趋势

我们测算公司目前产品均价在5400—5600元/吨，金融危机之前最高为7000元/吨左右，若按此次提价7—12%计算，提价后产品价格为5800—6200元/吨，距离上一轮景气高点价格仍有10%左右的空间，而目前玻纤或进入新一轮景气周期，我们看好未来价格上涨的趋势。

表1、巨石玻纤综合售价测算表

	2010年1-6月	2009A	2008A
玻璃纤维纱销量（吨）	364437.00	581367.00	538569.00
玻璃纤维纱销售收入（万元）	203285.71	273470.10	339296.68
折算综合价格（元/吨）	5578.08	4703.92	6299.97

资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所

产能：2011年全球新增产能有限

公司现有产能93.5万吨，目前尚无在建生产线，我们预计明年产能基本可全部发挥。

表2、巨石玻纤产能分布

地点	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	60,000	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	100,000	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	120,000	2007年4月	无碱玻纤纱
	年产十四万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线增资项目	140,000	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	160,000	2008年6月	无碱玻纤纱
巨石成	年产三万吨玻璃纤维节能环保池窑拉丝生产线增资项目	35,000	2010年6月	无碱玻纤纱
	年产四万吨玻璃纤维池窑无捻粗纱拉丝生产线技改	40,000	2008年1月	无碱玻纤纱

都基地	年产六万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线扩建技改	60,000	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	40,000	2010 年 3 月	无碱玻纤纱
	年产七万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线	70,000	2010 年 2 月	无碱玻纤纱
巨石九江基地	年产八万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线	80,000	2010 年 6 月	无碱玻纤纱
	年产二万吨玻璃纤维节能环保池窑拉丝生产线	20,000	2010 年 6 月	无碱玻纤纱
桐乡巨石攀登线	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	10,000	2006 年 11 月	电子纱/电子布
产能合计		935,000		

资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所

国内总产能合计为 260—270 万吨，主要竞争者为重庆国际和泰山玻纤，考虑到生产线建设周期一般 200 余天，2011 年预计国内产能增长仅 10 多万吨，（包括 OCV 在国内的 8 万吨线得投产）。

全球年产能目前约 420-450 万吨，主要竞争对手为 OCV、PPG 和 JM，据我们统计，目前国外没有新建线，存量产能由于部分可能被关停，呈下降的趋势。

表 3、全球主要竞争对手产能分布

区域	生产商	产能	备注
国内	重庆国际	50 万吨	今年 10 月份刚投产 8 万吨，明年或无扩产
	泰山玻纤	38-40 万吨	16 万吨在建，金融危机时停工，目前尚未复工，明年投产可能性小
	OCV	90 万吨	包括其在杭州、北京的生产线
国外	PPG	40 万吨	包括其在昆山的生产线
	JM	30-35 万吨	

资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所

收购北美渠道商，进一步拓展国外市场

我们观察到目前公司内外销比例接近 1: 1，主要市场为欧洲、北美及中东地区，明年外销比例结构或仍将维持。我们认为，前期公司在欧盟、印度及土耳其遭遇反倾销，或致使经营策略发生调整，开拓其他地区市场的力度加大，本次收购有利于加强公司对美国及北美地区的市场控制力，未来或将依靠 GIBSON 成熟的销售网络进一步提高公司产品在北美地区的市场份额。

我们对公司在欧盟遭遇反倾的销终裁结果仍持乐观态度

欧盟反倾销尚未终裁（初裁税率由 7% 提升至 50.6%，2011 年 3 月 16 日终裁），根据相关法案，在 27 个成员国中，投票赞成票支持反倾销法案和弃权票均按赞成计，据我们了解赞成和反对票数差别甚小，国家商务部可能正在努力斡旋。

另一方面，欧盟、印度存在着刚性的需求缺口，欧盟在 30 万吨/年(缺口)，印度 5—8 万吨/年，且仅有中国有多余的产能可以供给，欧盟来自下游企业的呼声愈来愈强烈，也将影响终裁结果。并且，即便从悲观的角度考虑，即使终裁维持初裁税率，由于供给的缺口，国内玻纤产品短时间内或难以被替代，我们认为，反倾销对公司在欧盟及印度销量的影响也不会很明显。因此无论终裁结果如何，我们对此仍持乐观态度。

未来增长不乏亮点

行业：拓展新的应用领域

海水淡化管道，远距离输水管道及其他应用方面等带来新的需求增长点。其他如高铁枕木，据我们了解，武广高铁目前尚未大规模使用玻纤枕木，主要采用水泥枕木，只在少数弯道处使用了玻纤枕木。高铁用玻纤枕木是公司与日本积水株式会社共同研发的，目前广州新地铁线路正在使用玻纤枕木。未来玻纤新应用领域将不断拓展。

短切原丝供不应求，公司积极调整产品结构

经我们了解，目前玻纤产品的供不应求主要体现在短切原丝上（售价高达 7000 元/吨以上），短切用于热塑型材料，并可回收循环利用，用途如冰箱、空调、手机、洗衣机外壳。

公司通过生产线技改（在线短切技术）短切年产能由 6 万吨提升至今年年底 15—16 万吨，明年或可达到 18—20 万吨，或将带来产品均价的提升。

E6 产品或将打开局面

公司自主研发成功并于 2009 年推向市场的 E6 玻纤，目前年产能可达近 40 万吨，E6 在机械强度、耐腐蚀性具有良好的表现，综合性能提高 10%，部分性能提高 15%，E6 可以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，并且以 E6 为基材的复合材料更加耐用，从而降低了客户的使用成本。

目前 E6 产品处于市场推广期，价格与其他类型基本持平，而生产成本和其他类型相近，未来随着占有率的提高，不排除涨价可能。

成本仍有进一步下降空间

成本的下降主要源于两个方面，首先是技改，天然气占成本比例约为 8-10%，使用纯氧燃烧后天然气可节省 50%（氧气成本远低于天然气，目前成都分公司尚未采用纯氧燃烧），另外浸润剂占成本比例约 10%，公司浸润剂自给率正逐年不断提高；其次是管理和技术水平的不断提升。

或将整合上下游资源

玻纤的生产主要原料可以采用叶蜡石或高岭土配以石灰石、硼钙石等，公司主要原材料为叶蜡石，占主营业务成本比例约 10%。

公司叶蜡石全部来自振石的子公司——桐乡磊石微粉有限公司，2009 年自该公司购买商品及接受劳务发生额为 1.9 亿元，另外还有与子公司桐乡金石贵金属设备有限公司发生的近 1 亿元（铂铑合金板），我们判断，从解决关联交易的角度，未来公司或将整合上下游资源。

盈利预测及估值

我们按今年均 5500 元/吨（1-9 月均价为 5400—5500 元/吨），2011 年按提价 9.5% 计，明年全年均价为 6022 元/吨，2012 年假设价格上升幅度为 3%至 6200 元/吨，2010—2012 年预计实现销量 70.9 万吨、80.7 万吨、88.0 万吨，假设 2011 年初完成增发 1.54 亿股收购巨石集团 49%的少数股东权益，增发价格假定为 22 元/股，则 2010—2012 年 EPS 估算分别为 0.60 元（吸收合并前）、1.45 元（吸收合并后）、2.00 元（吸

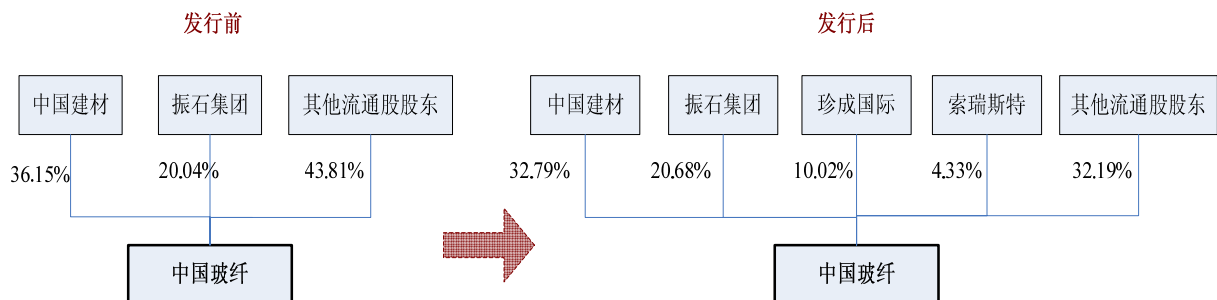
收合并后)。目前股价 21.67 元, 对应 2010—2012 年 PE 分别为 36.12、14.94、10.84 倍, 考虑到玻纤行业处于景气向上阶段, 未来进一步提价或带来公司业绩超预期大幅提升, 且公司业绩对价格敏感性较高。我们判断未来公司有较强动力进一步整合上下游资源, 解决关联交易问题, 我们对公司未来两年的发展乐观, 目前估值水平颇具吸引力, 给予“买入”评级。

表 4、预测利润表 单位: 百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3170.9	4391.1	5373.1	5980.1
营业成本	2705.7	2996.5	3455.4	3780.9
营业税金及附加	7.9	0.0	0.0	0.0
营业费用	81.3	112.0	134.3	143.3
管理费用	314.7	307.4	365.4	394.7
财务费用	473.8	536.7	457.2	337.7
资产减值损失	25.8	14.4	16.6	19.0
公允价值变动收益	11.9	0.0	(27.0)	(5.0)
投资净收益	27.2	30.7	37.6	31.8
营业利润	(399.2)	454.8	954.8	1331.4
营业外收入	104.4	85.2	97.0	95.6
营业外支出	5.3	13.4	12.7	10.5
利润总额	(300.0)	526.6	1039.1	1416.4
所得税	(33.7)	73.7	145.0	185.0
净利润	(266.3)	452.9	894.2	1231.5
少数股东损益	(111.5)	195.8	52.0	70.8
归属母公司净利润	(154.8)	257.1	842.2	1160.7
EBITDA	727.4	1398.5	1870.3	2147.1
EPS (元)	(0.36)	0.60	1.45	2.00

资料来源: 公司资料、华泰联合证券研究所

图 1: 公司定增前后股权结构



资料来源: 公司资料, 华泰联合证券研究所

风险提示

风险主要来自动力（天然气、电）的价格上涨, 汇率变动（外销采用美元结算）, 及反倾销的终裁情况。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn