

分析师： 邹戈，刘元瑞 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022
联系人： 邹戈 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

土耳其、印度对中国有关玻纤产品反倾销调查终裁结果点评

事件描述

中国玻纤发布公告，主要内容如下：

- 土耳其宣布对部分中国玻璃纤维出口企业出口到土耳其的相关涉案产品征收 23.75%的反倾销税，较初裁结果中征收 38%的临时反倾销税率大幅下调。此税率为终裁税率，正式到期日为 2015 年 12 月 31 日，
- 印度当局宣布对中国玻璃纤维出口企业出口到印度的相关涉案产品征收反倾销税。其中，向公司出口到印度的相关涉案产品征收 18.67%的反倾销税，此税率为终裁税率，正式到期日为 2016 年 1 月 6 日。

事件评论

第一，反倾销税率下调，尘埃落定打消市场担忧

资本市场对公司未来经营的最大的担忧来自国外反倾销对出口影响的不确定性，让我们回顾下 2010 年来公司涉及到的反倾销调查：

- 土耳其外贸部于 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。一旦最终认定中国出口的玻璃纤维产品存有倾销事实并因此对其国内同行业造成损害，将对中国反倾销调查项下输入土耳其的玻璃纤维产品征收一定幅度的反倾销税。2009 年，巨石集团向土耳其出口的玻璃纤维产品金额约为 106.37 万美元，约占公司全年营业收入的 0.23%。
- 2010 年 1 月 8 日，印度商务部发布公告，对来自中国的玻璃纤维产品（初步认定的涉案产品有玻璃纤维粗纱、短切玻璃纤维和短切玻璃纤维毡）进行反倾销调查。一旦最终认定中国出口的玻璃纤维产品存有倾销事实并因此对其国内同行业造成损害，将对中国反倾销调查项下输入印度的玻璃纤维产品征收一定幅度的反倾销税。2009 年，巨石集团向印度出口的玻璃纤维产品金额约为 1,022 万美元，约占公司营业收入的 2.2%。
- 另外，公司在 9 月 20 日公告了欧盟对国内玻纤产品的反倾销初裁结果：初步认定来自中国的有关玻璃纤维产品存有倾销事实并因此对其境内同行业造成损害，向公司控股子公司巨石集团有限公司等主要玻纤企业的相关涉案产品征收 43.6%的临时反倾销税。公司 09 年向欧盟出口的玻璃纤维产品销售金额约为 4,058 万美元，约占公司全年营业收入的 8.7%。

公司作为玻纤行业的领头羊，内外销比例基本为 1: 1，陷入反倾销调查无可避免。不过如同此前欧盟终裁披露反倾销税率从 43.6%到 13.8%的大幅下调一样，此次土耳其反倾销案件的终裁结果同样下调了反倾销税率的征收：从 38%下调为 23.75%，这也从一个侧面反映了国外对玻纤产品仍有较大的需求，离不开国内的供应。

我们认为：尘埃的落定，税率的下调，降低了公司未来经营的风险，打消了市场的担忧，有利于公司估值提升。此外，我们看到，08、09 两年间来自土耳其和印度的收入占比并不大，短期内影响有限。

第二，玻纤行业处在景气向上周期，业绩向上弹性巨大

在业绩下行风险得到控制的同时，我们在之前的报告中已经反复强调：玻纤行业正处在景气向上的拐点上！无论是 PPG 还是公司的大幅提价无不验证了我们之前的判断。

从目前供需情况来看，我们认为 2011 年玻纤产品价格仍有一定提升空间，再加上公司整合上下游的动力，看好未来前景。

第三，维持“推荐”评级

我们预计公司 2010-12 年 EPS 分别为 0.676、1.357、1.831 元（考虑到换股吸收合并后），对应 PE 分别为 37、18、13，对于处在盈利拐点的公司，我们认为 2011 年业绩超预期是大概率事件，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
----------	-------	-------	-------	-------	------------	-------	-------	-------	-------

营业收入	3171	4572	5767	6706	货币资金	1896	457	577	671
营业成本	2706	3125	3812	4332	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	465	1447	1955	2375	应收账款	1242	1725	2176	2530
% 营业收入	14.7%	31.6%	33.9%	35.4%	存货	911	1051	1282	1457
营业税金及附加	8	11	14	17	预付账款	282	325	397	451
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	81	114	144	168	流动资产合计	4588	3929	4899	5652
% 营业收入	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	315	366	438	503	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	9.9%	8.0%	7.6%	7.5%	长期股权投资	174	174	174	174
财务费用	474	519	506	516	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	14.9%	11.4%	8.8%	7.7%	固定资产合计	8654	9025	9055	10050
资产减值损失	26	74	24	19	无形资产	212	202	191	182
公允价值变动收益	12	0	0	0	商誉	17	17	17	17
投资收益	27	0	0	0	递延所得税资产	56	11	4	3
营业利润	-399	362	828	1153	其他非流动资产	7	7	7	7
% 营业收入	-12.6%	7.9%	14.4%	17.2%	资产总计	13708	13365	14347	16084
营业外收支	99	100	100	100	短期贷款	5542	4687	4637	5118
利润总额	-300	462	928	1253	应付款项	409	472	576	654
% 营业收入	-9.5%	10.1%	16.1%	18.7%	预收账款	175	252	318	370
所得税费用	-34	69	139	188	应付职工薪酬	84	97	118	134
净利润	-266	393	789	1065	应交税费	29	-91	-174	-231
归属于母公司所有者的净利润	-154.8	393.0	789.1	1064.7	其他流动负债	530	615	750	854
少数股东损益	-112	0	0	0	流动负债合计	6768	6032	6225	6898
EPS (元/股)	-0.36	0.68	1.36	1.83	长期借款	4315	4315	4315	4315
现金流量表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-127	780	1292	1632	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益					其他非流动负债	31	31	31	31
收回现金	4	0	0	0	负债合计	11115	10379	10572	11244
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	1218	1611	2400	3465
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益				
固定资产投资	-1311	-846	-555	-1564	少数股东权益	1375	1375	1375	1375
其他	-36	0	0	0	股东权益	2593	2986	3775	4840
投资活动现金流净额	-1346	-846	-555	-1564	负债及股东权益	13708	13365	14347	16084
债券融资	0	0	0	0	基本指标	2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	28	0	0	0	EPS	-0.362	0.676	1.357	1.831
银行贷款增加 (减少)	2618	-855	-139	534	BVPS	2.85	3.77	5.62	8.11
筹资成本	553	-519	-504	-513	PE	-68.62	36.78	18.32	13.58
其他	-1108	0	0	0	PEG	0.24	-0.13	-0.06	-0.05
筹资活动现金流净额	2091	-1374	-643	21	PB	8.72	6.59	4.43	3.07
现金净流量	618	-1439	94	90	EV/EBITDA	30.84	16.83	12.19	10.32
					ROE	-12.7%	8.6%	14.8%	16.6%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士，行业研究员

邹戈，上海交通大学安泰经济与管理学院会计系毕业，从事建材行业研究

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) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。