



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次覆盖

证券研究报告

2011 年 1 月 26 日

化工

研究部

关滨

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080210030004

guanbin@cicc.com.cn

推荐

中国玻纤 (600176.CH)

玻纤行业龙头

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,171	4,631	5,718	6,650
(+/-)	-21%	46%	23%	16%
毛利	457	1,450	1,852	2,282
(+/-)	-64%	217%	28%	23%
净利润	-155	177	708	1,065
每股盈利 (元)	-0.36	0.41	1.22	1.83
(+/-)	-163%	-214%	194%	50%
市盈率	n.m.	49.5	16.8	11.2
市净率	7.2	6.5	2.5	2.2
EV/EBITDA	23.1	11.3	9.6	8.0
净资产收益率	-12.7%	13.2%	14.9%	19.3%
ROCE	-2.2%	2.5%	8.5%	13.1%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.4%	1.8%
每股经营现金流(元)	-0.30	1.36	1.71	2.33
股价/经营现金	n.m.	15.03	11.97	8.79

股票信息

	A股
当前股价	人民币20.48
股票代码	600176.SZ
日成交量 (百万股)	1.8
52周最高价/最低价	人民币27.45/15.16
发行股数 (百万股)	427.00
其中: 流通股 (百万股)	427.00
总市值 (百万元)	8,753.00
主要股东 (持股比例)	中国建材股份有限公司 (36.15%)

最近估值走势

	上周	过去一月	过去三月	年初至今
[600176.SZ]	-4.67	-18.06	-15.99	-20.35
[深证A股指数]	-4.12	-12.23	-12.78	-12.17

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司公告、中金公司研究部

*报告贡献人: 高兵

投资亮点:

玻纤行业将进入新一轮景气周期。与全球玻纤企业的产能扩张放缓相比, 随着全球宏观经济企稳回升, 下游对于玻纤的需求增长强劲。全球玻纤的需求保持强劲增长的同时, 中国可能会因国内玻纤需求的快速增长进而降低玻纤的出口比例, 进而推升国际玻纤价格。同时玻纤下游应用广泛, 我们认为随着农田水利、海水淡化、高铁、风电等行业的快速发展, 玻纤行业将进入新一轮景气周期。

中国玻纤是国内玻纤行业龙头, 未来三年公司产品量价齐升。巨石集团是公司玻纤业务的主体和主要利润来源, 中国玻纤目前持有巨石集团 51% 的股权。中国玻纤公告拟向中国建材、振石集团、珍成国际和索瑞斯特增发, 购买其持有的巨石集团剩余 49% 股权。我们测算吸收合并前 51% 的巨石集团权益对应的每股收益为 0.40 元, 吸收合并的 49% 巨石集团权益对应的每股收益则高达 1.16 元, 公司业绩将得到显著增厚。

中国玻纤业绩对于产品价格敏感, 产品价格上升 1%, 对应 EPS 变动约 5%。12 月 6 日中国玻纤公告, 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%。本次提价进一步验证了玻纤行业的景气度向上, 玻纤企业的盈利能力将大幅提升。

估值与建议:

我们假设吸收合并并在 2011 年 2 季度完成, 发行价为 19.03 元, 发行股数为 1.54 亿股, 吸收合并后中国玻纤 100% 控股巨石集团。我们预计公司 2010~2012 年业绩为 0.41 元、1.22 元和 1.83 元, 目前股价对应 PE 为 50、17、11 倍。考虑到玻纤行业处于上行周期, 公司业绩弹性较大, 同时后续有继续提价的可能, 给予“推荐”评级, 目标价 30 元, 对应 2011 年 25 倍 PE。

催化剂:

1) 吸收合并方案实施; 2) 公司对玻纤产品继续提价; 3) 公司产品获得新订单。

风险:

1) 欧盟反倾销力度加大; 2) 全球经济二次探底; 3) 市场估值中枢下行带来的系统性风险。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

投资亮点.....	3
公司介绍.....	4
产品简介.....	5
玻纤下游应用.....	8
财务预测及估值.....	12

图表

图表 1: 中国玻纤主要产品销售量、销售收入、销售毛利预测.....	3
图表 2: 公司业绩主要假设.....	3
图表 3: 中国玻纤主要生产基地产能概况.....	4
图表 4: 公司营业收入、净利润、毛利率走势.....	4
图表 5: 公司吸收合并前股权结构图（左图）；公司吸收合并后股权结构图（右图）.....	4
图表 6: 玻纤类别及其应用（左图）；玻纤工艺流程（右图）.....	5
图表 7: 玻纤各应用领域及用途（左图）；玻纤下游需求分布（中图、右图）.....	5
图表 8: 全球玻纤产能分布（左图）；玻纤成本拆分（右图）.....	6
图表 9: 全球玻纤将逐步供不应求（左图）；中国玻纤需求增长强劲（右图）.....	6
图表 10: 全球玻纤需求与 GDP 弹性（左图）；中国玻纤需求与 GDP 弹性（右图）.....	7
图表 11: 海水淡化玻璃钢管（左图）；各管材的单位长度重量（kg/m）（右图）.....	8
图表 12: 海水淡化规模逐年增加（左图）；管道投资将稳定增长（右图）.....	8
图表 13: 全球风电装机容量及增速（左图）；中国风电装机容量及增速（右图）.....	9
图表 14: 中国风电领域的玻纤用量预测.....	9
图表 15: 时速 200 公里以上高铁当年投资总额（左图）；“四横四纵”客运专线线路规划细表（右图）.....	10
图表 16: 中国大陆 PCB 产量复苏迅速（左图）；中国大陆对电子级玻纤纱需求量增长稳定（右图）.....	11
图表 17: 玻纤敏感性分析.....	12
图表 18: 中国玻纤历史和预测的主要财务和经营数据、主要假设.....	12

投资亮点

中国玻纤（600176.SH）是中国最大的玻璃纤维及制品的制造商。公司目前总产能达到 94.5 万吨，亚洲第一，公司保持了快速的发展势头，产品优势明显。

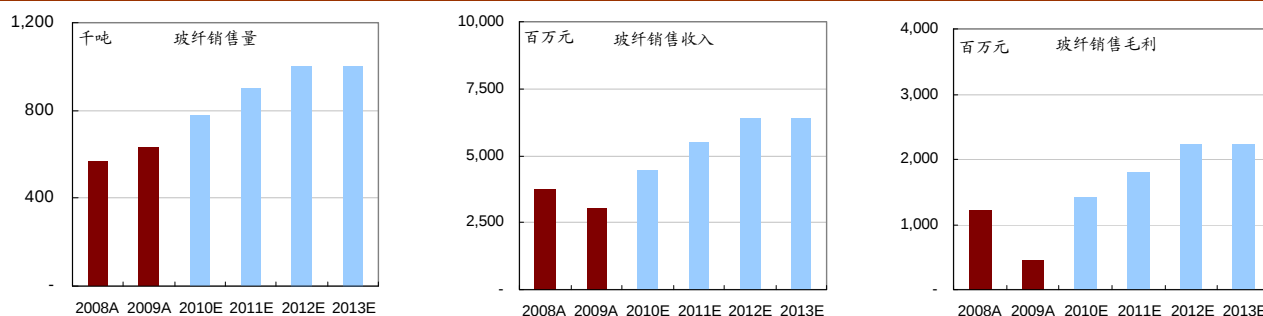
与全球玻纤企业的产能扩张放缓相比，随着全球宏观经济企稳回升，下游对于玻纤的需求增长强劲。全球主要玻纤企业处于去库存阶段。考虑到玻纤企业建设周期在 1 年半左右，以及各企业投产计划，我们测算未来 3 年内全球玻纤产能复合增速在 5%，但需求依然保持 9% 左右的强劲增速。而对于中国的玻纤行业来说，未来将受国内外两大市场需求的拉动，继续保持较快的增长。我们预计未来 3 年内中国玻纤产能复合增速 3%，而中国需求的年均复合增速将强于全球水平达到 16%。全球玻纤的需求保持强劲增长的同时，中国可能会因国内玻纤需求的快速增长进而降低玻纤的出口比例，进而推升国际玻纤价格。我们预计玻纤行业将进入新一轮景气周期。

玻纤下游应用广泛。随着建筑、交通、电子等行业的复苏，以及海水淡化、农田水利、高速铁路、风电等行业的快速发展，玻璃纤维行业将迎来更大的发展空间。

未来三年，公司的玻纤产品将进入景气度向上区间，公司产品量价齐升。公司公告，拟向中国建材、振石集团、珍成国际、索瑞斯特增发，购买其持有的巨石集团剩余 49% 股权。发行价为 19.03 元，发行股数为 1.54 亿股，吸收合并后中国玻纤将 100% 控股巨石集团，总股本将变为 5.81 亿股。吸收合并后中国玻纤的权益产能由 47 万吨扩展至 94.5 万吨。我们测算吸收合并前 51% 的巨石集团权益对应的每股收益为 0.40 元，吸收合并的 49% 巨石集团权益对应的每股收益则高达 1.16 元，吸收合并后公司业绩将得到显著增厚。

我们预计公司产品含税销售均价 2010~2012 年分别为 6669 元/吨、7136 元/吨、7469 元/吨，预计公司产品销量 2010~2012 年分别为 78 万吨、90 万吨和 100 万吨。假设吸收合并后在 2011 年 2 季度完成，发行价为 19.03 元，发行股数为 1.54 亿股，吸收合并后中国玻纤 100% 控股巨石集团。我们预计公司 2010~2012 年业绩摊薄后为 0.41 元、1.22 元和 1.83 元，目前股价对应 PE 为 50、17、11 倍。考虑到玻纤行业处于上行周期，公司后续有继续提价的可能，给予“推荐”评级，目标价 30 元。

图表 1：中国玻纤主要产品销售量、销售收入、销售毛利预测



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2：公司业绩主要假设

主要假设	2010E	2011E	2012E
销售量(千吨)			
玻纤制品	780.0	900.0	1,000.0
销售单位含税价(元/吨)			
玻纤制品	6,669	7,136	7,469
毛利率			
玻纤制品	32%	33%	35%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

公司介绍

中国玻纤（600176.SH）是中国最大的玻璃纤维及制品的制造商。公司目前总产能达到 94.5 万吨，亚洲第一，公司产品优势明显，保持了快速发展的势头。

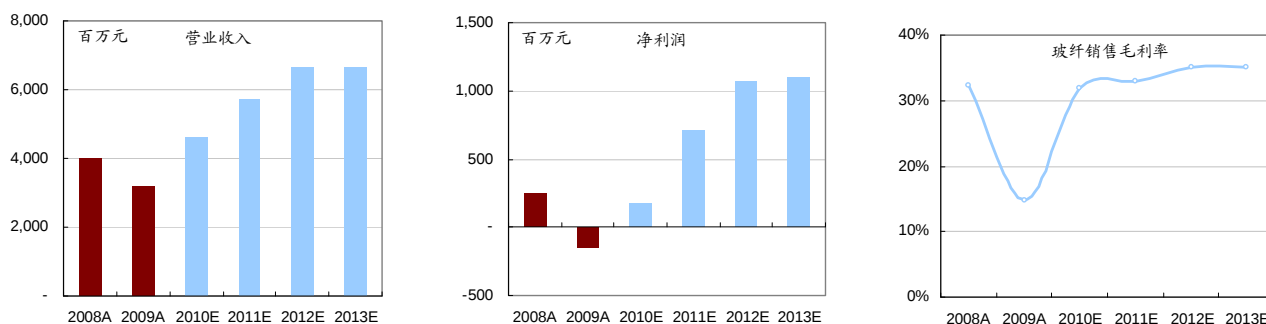
图表 3：中国玻纤主要生产基地产能概况

地点	产品	产能（千吨）
桐乡基地	无碱玻纤	615
成都基地	无碱玻纤、中碱玻纤	140
九江基地	无碱玻纤	180
桐乡巨石攀登	电子级玻纤	10
合计		945

资料来源：中国玻纤网、中金公司研究部

公司玻璃纤维业务主要通过控股子公司浙江巨石集团有限公司进行运作。目前中国玻纤持有巨石集团 51% 的股权，巨石集团的营业收入及净利润对中国玻纤的贡献超过 90%，是中国玻纤的核心企业。

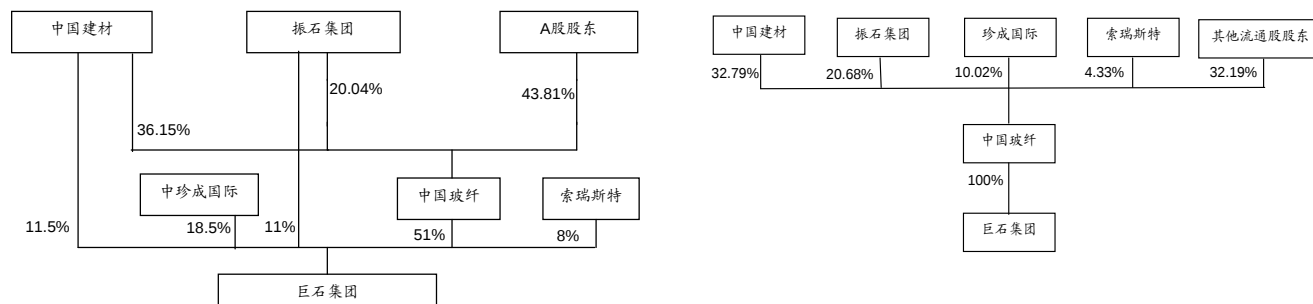
图表 4：公司营业收入、净利润、毛利率走势



资料来源：公司数据、中金公司研究部

公司公告，拟向中国建材、振石集团、珍成国际、索瑞斯特增发，购买其持有的巨石集团剩余 49% 股权。发行价为 19.03 元，发行股数为 1.54 亿股，吸收合并后中国玻纤将 100% 控股巨石集团，总股本将由 4.27 亿股变为 5.81 亿股，吸收合并后中国玻纤的权益产能由 47 万吨扩展至 94.5 万吨。我们测算吸收合并前 51% 的巨石集团权益对应的每股收益为 0.40 元，吸收合并的 49% 巨石集团权益对应的每股收益则高达 1.16 元，吸收合并后公司业绩将得到显著增厚。

图表 5：公司吸收合并前股权结构图（左图）；公司吸收合并后股权结构图（右图）



资料来源：公司公告、中金公司研究部

产品简介

应用广泛的增强基材

玻纤是一种性能优异的无机非金属材料，具有绝缘性好、耐热性强、抗腐蚀性好，机械强度高等特点。玻璃纤维按组成、性质和用途，分为 E 级玻纤、C 级玻纤、高强玻纤、E-CR 玻纤等。

图表 6：玻纤类别及其应用（左图）；玻纤工艺流程（右图）

玻纤类别	特点	应用
E 级玻纤（无碱玻纤）	良好的电气绝缘性及机械性能	电绝缘用玻璃纤维和玻璃钢用玻璃纤维
C 级玻纤（中碱玻纤）	耐化学性特别是耐酸性优于 E 玻纤，同时价格便宜	玻璃钢的增强以及过滤织物，包扎织物等的生产
高强玻纤	高强度、高模量	军工、空间、防弹盔甲及运动器械
E-CR 玻纤	耐酸性和耐水性强	地下管道、贮罐

石英砂、石灰石等

↓

玻璃纤维

↓

玻纤初级产品

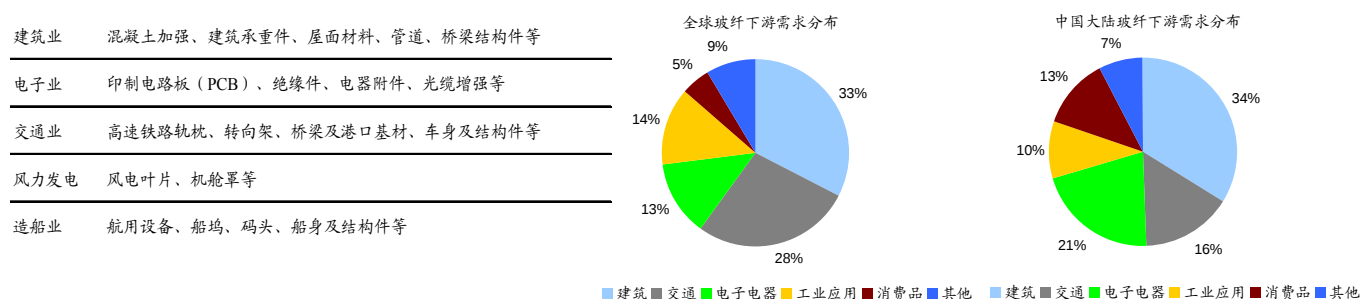
↓

玻纤深加工制品

资料来源：公司公告、中金公司研究部

玻纤一般用作复合材料的增强基材，广泛应用于交通、建筑、电子电器、管道、造船、风电等领域，其中交通、建筑和电子电器领域是主要市场，玻纤在这些领域的应用占比在 70% 以上。玻纤作为基础建材，目前全球总需求量仅仅 500 万吨左右，其中中国作为全球最大的玻纤生产国，2010 年全国产能在 240 万吨左右。国内玻璃纤维 50% 以上的需求来自于建筑和交通领域。我们预计随着新能源、新技术需求的不断拓展，玻纤在海水淡化、农田水利、交通运输、电子元器件等行业将获得快速发展，玻璃纤维行业将迎来更大的发展空间。

图表 7：玻纤各应用领域及用途（左图）；玻纤下游需求分布（中图、右图）

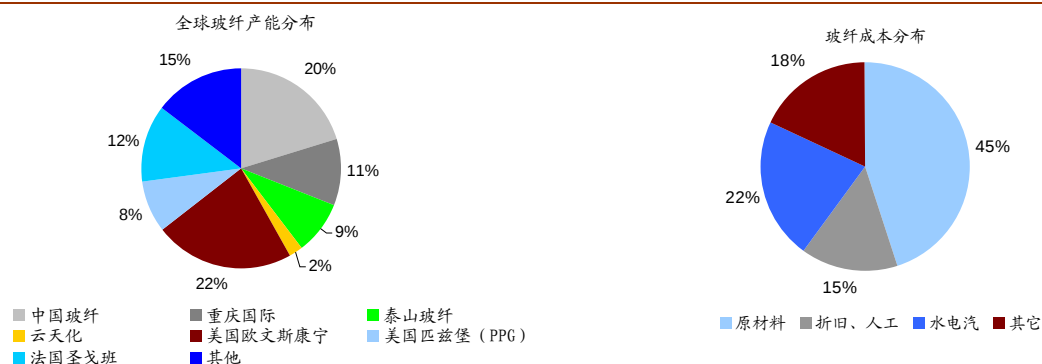


资料来源：公司公告、中金公司研究部

产能扩张放缓，而需求增长强劲

玻纤行业具有技术密集、资金密集以及人力密集的特点，国家于 07 年出台了《玻璃纤维行业准入条件》，分别从工艺与装备、能源消耗、环境保护等方面进行了严格的量化规定，有效控制了我国玻璃纤维产能的盲目扩张，避免产能过剩带来的价格竞争，以及低价倾销带来的国际贸易摩擦，对目前行业内的大型龙头企业的发展十分有利。从全球来看，玻纤行业集中度较高，目前全球主要的玻纤生产企业有六家，中国玻纤、欧文斯康宁、美国匹兹堡（PPG）、JohnsManivel、重庆国际复合材料有限公司和泰山玻纤，六大企业集中全球玻纤产能的约 80%。

图表 8：全球玻纤产能分布（左图）；玻纤成本拆分（右图）



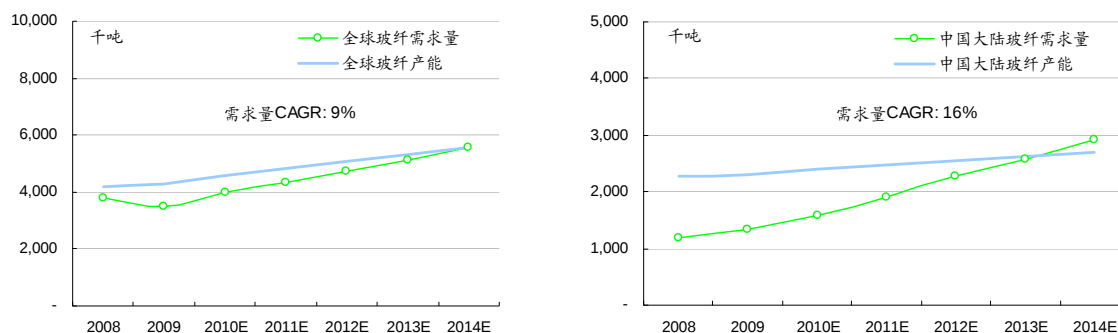
资料来源：化学纤维工业协会、中金公司研究部

中国是全球最大的玻纤生产国以及出口国，目前出口比例在 50% 以上，预计 2010 年中国的玻璃纤维出口量在 120 万吨以上。中国的玻纤产品具有巨大的竞争优势，一方面表现在我国玻纤企业凭借劳动力成本优势，使得综合毛利率在 25~30% 之间，对于价格掌控力更强；另一方面我国已经掌握玻纤的先进生产技术，并自主研发浸润剂，产品具有国际竞争力。以中国玻纤为例，未来公司全部产能都用全氧燃烧，天然气耗用量可以降一半，这意味着随着技术的进步，玻纤成本可能会继续下降。

国际玻纤企业 09 年由于受到金融危机影响，扩产缓慢；另一方面各企业受到具有巨大成本优势的中国产品冲击严重，我们测算未来 3 年内全球玻纤产能复合增速在 5%。国内玻纤企业在 09 年同样受金融危机影响，全行业呈现亏损，在扩产计划上相对谨慎，产能增长缓慢。考虑到玻纤企业建设周期在 1 年半左右，以及各企业的投产计划，我们测算未来 3 年内中国玻纤产能复合增速为 3%。

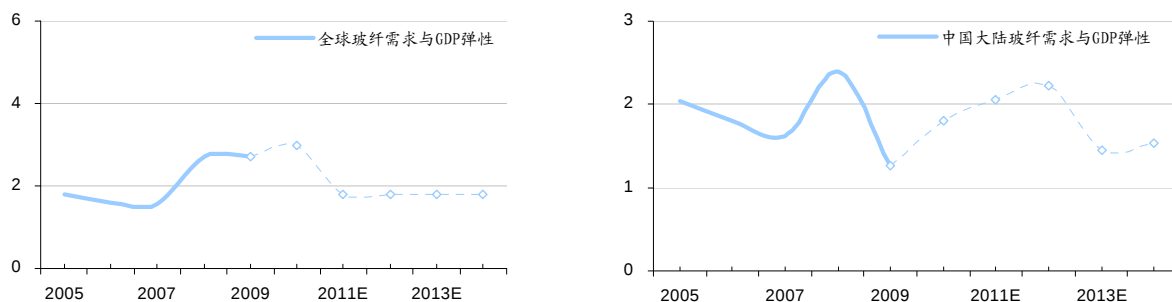
与全球玻纤企业的产能扩张放缓相比，随着全球宏观经济企稳回升，下游对于玻纤的需求增长强劲。全球主要玻纤企业处于去库存阶段。我们预计未来 3 年全球玻纤需求年复合增长率在 9%，相当于 1.8x 的全球 GDP 增速；中国玻纤需求年复合增长率在 16%，相当于 1.8x 的 GDP 增速水平，玻纤或进入新一轮景气周期。

图表 9：全球玻纤将逐步供不应求（左图）；中国玻纤需求增长强劲（右图）



资料来源：中国玻纤网、中金公司研究部

图表 10：全球玻纤需求与 GDP 弹性（左图）；中国玻纤需求与 GDP 弹性（右图）



资料来源：中国玻纤网，Wind，中金公司研究部

10 月 23 日，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。12 月 6 日中国玻纤公告，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%。本次提价进一步验证了玻纤行业的景气度向上，玻纤企业的盈利能力将大幅提升。

12 月 23 日中国玻纤公告，欧盟委员会对来自中国的玻纤产品的反倾销调查终裁披露，将向公司控股子公司巨石集团等企业的相关产品征收税率为 13.8% 的反倾销税，较 9 月底公布初裁 43.6% 的临时反倾销税率大幅下调。高额反倾销税难以维持主要原因在于欧盟玻纤缺口巨大，欧盟当地 80 万吨产能，而需求在 110 万吨以上，缺口达 30 万吨以上；同时高额反倾销税对于玻纤行业下游影响巨大，目前看欧盟玻纤制品行业从业人员超过 15 万人，而玻纤行业从业仅 5000 人。反倾销税下调意味着公司产品更加具有竞争力，同时我们认为欧盟对于玻纤的旺盛需求使得在低税率下，来自中国的玻纤产品继续提价将成为大概率事件。

玻纤下游应用

海水淡化：

我国的人均水资源占有量只有世界平均水平的四分之一，为应对水资源危机和水资源污染，发展海水淡化项目对于我国具有重大的战略意义。国家于 2005 年出台了《海水利用专项规划》，目标是 2020 年前我国海水淡化能力提升到 250~300 万立方米/日，海水直接利用能力达到 1000 亿立方米/年，大幅度扩大和提高海水化学资源的综合利用规模和水平。

随着海水淡化行业的快速发展，对于淡化厂中的管材要求越来越高，包括具有良好的抗化学腐蚀性，维护简便，寿命长等。相对于传统的碳钢和不锈钢管材，玻璃钢管优势明显。以玻璃纤维增强塑料缠绕夹砂管为例，其特性首先是轻质、高强。玻纤管材比重在 1.7~2.5 左右，仅是钢管的 1/4，但比强度却是钢管的 2-3 倍。轻质、高强意味着快捷和低成本。轻质的基体给运输、吊装、埋设带来很大方便；高强意味着不需做刚性基础，也不需铺设高级施工便道，仅此一项，可以使安装时间和安装费用节省近 1/3。

图表 11：海水淡化玻璃钢管（左图）；各管材的单位长度重量（kg/m）（右图）



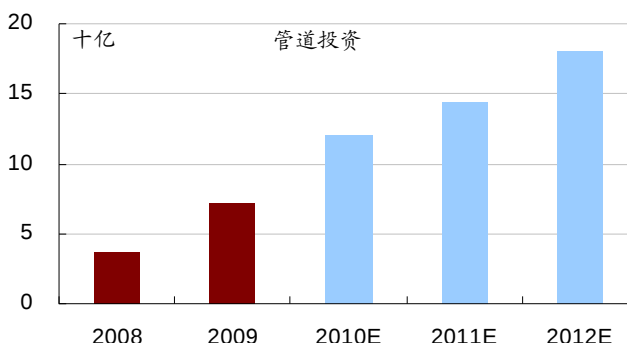
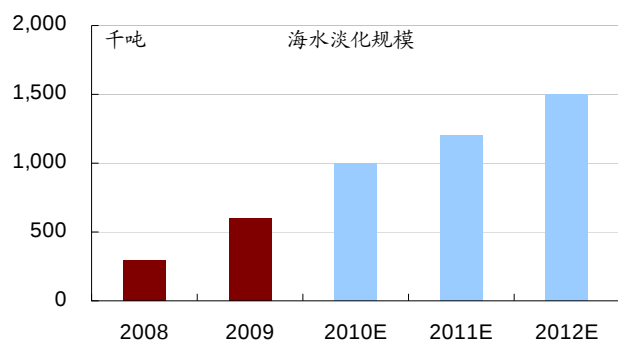
管径 (mm)	玻璃钢管	钢板卷管	铸铁管	混凝土管
400	16	93	133	210
800	64	200	370	470
1,000	104	300	570	720
1,500	219	520	1,054	1,600

资料来源：《上海建材》，中金公司研究部

玻璃钢管具有很好的耐腐蚀性能，它能抵抗海水的侵蚀。一般钢管的使用年限为 15 年，铸铁管为 5~10 年，而夹砂玻璃钢管使用寿命在 50 年以上。夹砂玻璃钢管的内壁表面洁净光滑，其不饱和聚酯树脂介质不会被海洋或污水中的甲贝、菌类等微生物玷污和吸附。同时玻璃钢管能显著减少沿程的流体压力损失，提高输送能力。

在海水淡化工程中，管道的投资约占整个工程造价的 33% 左右，管线系统的合理布置是降低造价和运行费用的关键。目前国内海水淡化日处理能力在 100 万吨左右，我们预计 2012 年国内海水淡化日处理能力将达到 150 万吨。参考天津曹妃甸海水淡化项目造价，我们预计新增 50 万吨/日的海水淡化设备管道造价将达到 60 亿元。我们预计随着我国海水淡化能力的不断提高，玻璃纤维增强管材的应用将获得广阔的发展空间。

图表 12：海水淡化规模逐年增加（左图）；管道投资将稳定增长（右图）



资料来源：《海水利用专项规划》，中金公司研究部

风电领域：

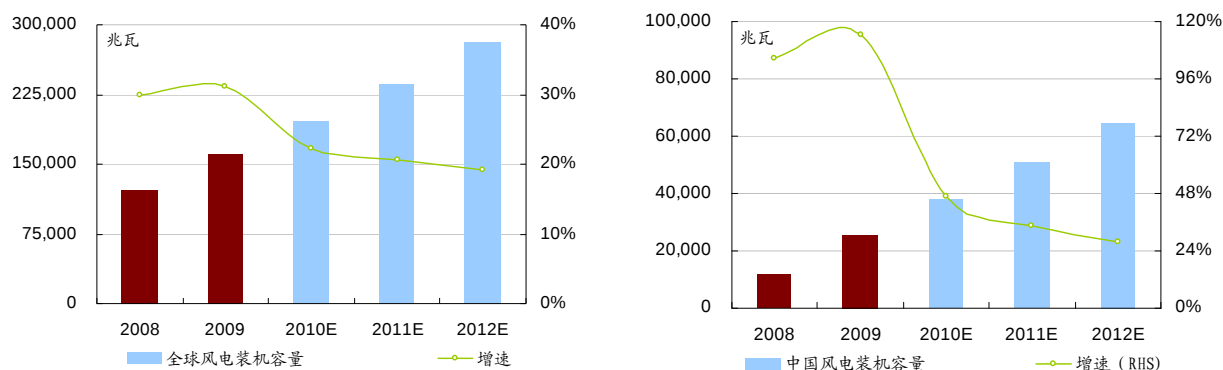
玻纤应用于风电领域。

近年来，风能发电的增长势头有增无减近些年。当前，风能主要有两大发展趋势：一是单机发电能力增加；二是海上风电的发展。从单机发电量来看，叶片的发电量 $P = CP \cdot 0.5 \cdot \rho \cdot \pi \cdot R^2 \cdot V^3$ 。其中 CP 为风机效率， ρ 为空气密度， R 为叶片长度， V 为风速。由此可见，提高叶片发电量的关键因素在于提高风机效率 CP 和叶片长度 R 。通过玻纤增强的风机叶片可以做到 50 米以上长度，并能很好的承受运行中的巨大的切力，玻纤增强复合材料已经广泛应用于叶片以及机舱罩等风机结构件中。

全球的海上风电行业发展迅猛，共有 12 个国家建立了海上风电场。而中国近海风场的可开发风能资源是陆上实际可开发风能资源储量的 3 倍，其风能储量远高于陆上，未来发展空间巨大。海上风电机组呈现大型化的趋势，国外主要风机制造商生产的海上风电机组主要集中在 2~5MW，风叶直径在 72~126m。海上风电机组的基础远比陆上的结构复杂，技术难度高。以玻纤增强的风电叶片可以较好承受海上的强风载荷、海水腐蚀和波浪冲击等。

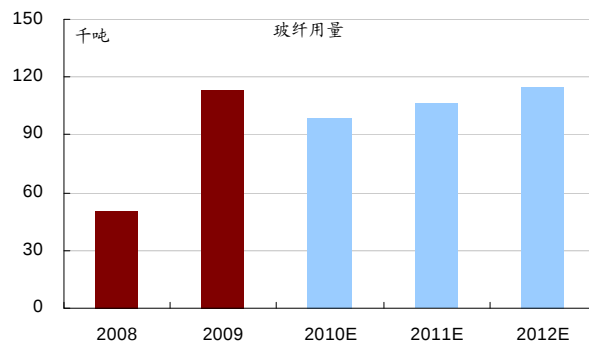
目前全球累计风电装机容量正以年均 20% 左右的速率增长，预计 2011~2012 年全球新增风电装机容量为 4 万 MW 和 4.5 万 MW。国内能源“十二五”规划中风电产业发展目标为 2015 年全国风电规划装机 9000 万 KW（含海上风电 500 万 KW）。根据中金电力行业研究员的预测，中国 2010、2011、2012 年风电设备年平均新增装机容量约为 1200 万 KW。我们假设每 100 万 kw 装机容量约需要 1 万吨玻纤，而其中每年新增风电装机容量中 80% 的风电设备采用玻纤增强复合材料。我们预计风电装机领域每年的玻纤需求量在 10~12 万吨左右。

图表 13：全球风电装机容量及增速（左图）；中国风电装机容量及增速（右图）



资料来源：中国风能协会、中金公司研究部

图表 14：中国风电领域的玻纤用量预测



资料来源：中国风能协会、中金公司研究部

交通运输：

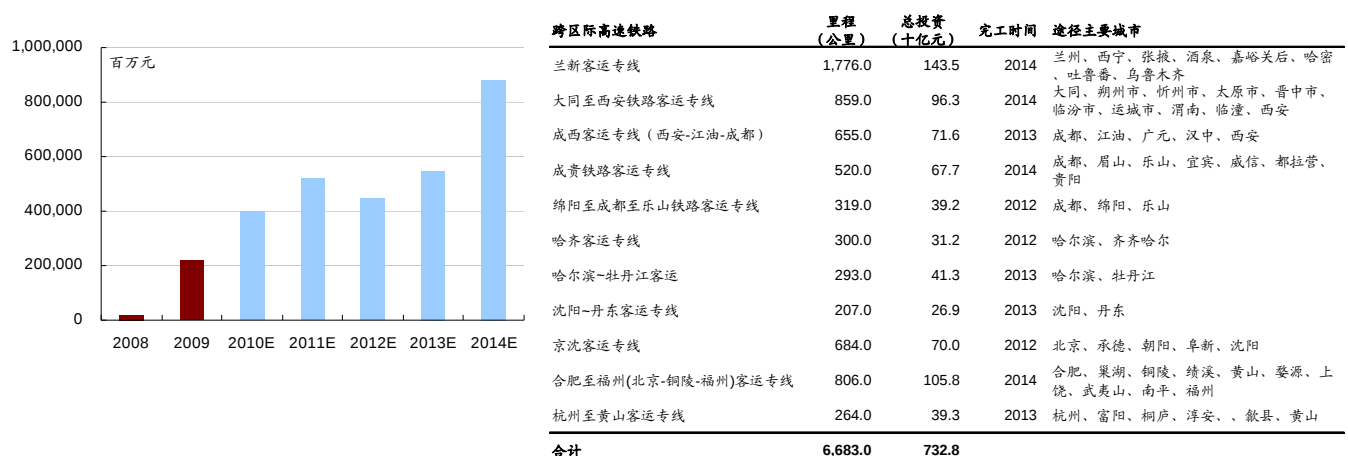
随着国家加快高速铁路的建设，不断加大对高速铁路的投入，高铁行业发展迅猛。高速铁路的建设，产业链涵盖基建、铺轨、车辆和配套设施购置、运营和维护四大阶段。而以玻纤为增强基材的复合材料，广泛应用于高铁建设产业链的各环节，高速铁路的快速发展为玻璃纤维行业带来新的发展机遇。

在**铁路基建**上，玻璃纤维增强复合材料（FRP）应用于混凝土，具有抗压强度大、开裂荷载高、抗震性能好等特点。它通常采用耐碱玻纤为增强材料与低碱水砂浆或混凝土基材混合使用，玻纤既能代替钢筋起增强作用，又无生锈之忧，比钢筋增强时具有更高的分散性和阻裂作用。

在**列车材料使用**上，由于对车辆减重、零件集成化、高能量吸收率和高速下功能稳定性的要求日增，玻璃纤维增强的酚醛树脂复合材料，具有质量轻、强度高、难燃等特点，较好的满足了车身和结构件材料的要求。以高铁转向架为例，转向架必须满足安全、运行舒适度以及耐磨损、易检修等要求，以玻纤增强复合材料（FRP）制作的转向架构架就可以较好的满足这些要求。在车辆内装及设备方面，车辆内装及设备主要有装饰板、厕所、盥洗室、座椅及水箱等，也是采用了铝合金和玻璃纤维增强材料（FRP），满足了卫生、耐腐蚀、不燃等性能要求。

在**轨道铺建**上，为了应对高速列车提速的要求，铁道部正准备用玻纤塑料枕木替代混凝土枕木。玻纤增强硬质塑料枕木具有比强度大，减震，降噪，耐电气绝缘，高耐久，环保等特点。我们认为随着中国高铁列车的快速发展和高铁建设的全面推进，玻纤在交通运输领域应用前景向好。

图表 15：时速 200 公里以上高铁当年投资总额（左图）；“四横四纵”客运专线线路规划细表（右图）



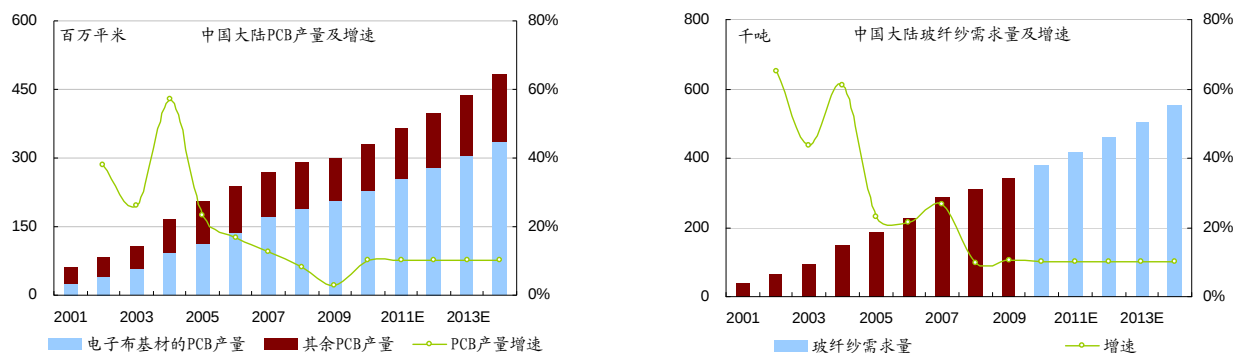
资料来源：铁道部、中金公司研究部

电子行业：

电子级玻纤主要用于织造电子玻纤布。它是采用无碱玻璃纤维纱，以平纹组织织造而成，具有电绝缘性能好、防火阻燃、防水、耐老化、高强度等特点。电子玻纤布主要用于制造覆铜箔层压板（CCL），覆铜板是印制电路板（PCB）的专用基材。

2009 年国内玻纤布基覆铜板产量约 2.9 亿平米，我们预计 2010~2012 年玻纤布基覆铜板年均增速达 10%。假设 1 平方米玻纤布基覆铜板耗用 6.6 平米玻纤布，1 万平方米玻纤布耗用 2.5 吨玻纤纱计算，至 2012 年我国覆铜板行业对玻纤的需求达到 46 万吨。目前看，经过 2008 年以来的经济危机，全球 PCB 均经历不同程度的下滑，2010 年开始企稳回升。全球电子行业的好转将带动上游的电子玻纤行业景气度回升。

图表 16：中国大陆 PCB 产量复苏迅速（左图）；中国大陆对电子级玻纤纱需求量增长稳定（右图）



资料来源：中国玻纤网、公司公告、中金公司研究部

公司电子级玻纤以及电子布由下属的巨石攀登电子基材有限公司负责生产和销售。巨石攀登拥有 1.2 万吨/年的电子纱生产能力，是由巨石集团与德国 P-D 集团于 2005 年合资创建，其中巨石集团持有 50% 股权。2010 年 6 月，中国玻纤发布公告，其控股子公司巨石集团拟以直接和间接方式收购巨石攀登其余 50% 股权，收购完成后，控股比例将达到 100%。

在汽车领域，用玻璃纤维毡和热塑性聚丙烯复合，它具有很高的刚度、强度和抗冲击性，能有效地传递荷载。广泛应用于汽车保险杠、备胎架、货车举升式后栏板、后轴支架、底部防护板和新一代座位结构等。用高强玻纤与橡胶材料复合制作同步带，这种同步带比金属链更耐高温、耐腐蚀，应用于汽车发动机。

在航空航天领域，用玻璃纤维织物为增强材料，聚苯硫醚（PPS）或聚醚酰亚胺（PEI）为基体制成的复合材料，具有轻质高强的特点，广泛用于飞机内装材料，地板，舱门，机翼等。我们认为随着科技的进步，玻纤应用越来越广泛。

财务预测及估值

未来三年，公司的玻纤产品将进入景气度向上区间，公司产品量价齐升。我们预计公司产品含税销售均价 2010~2012 年分别为 6669 元/吨、7136 元/吨、7469 元/吨。预计公司产品销量 2010~2012 年分别为 78 万吨、90 万吨和 100 万吨。假设吸收合并并在 2011 年 2 季度完成，发行价为 19.03 元，发行股数为 1.54 亿股，吸收合并后中国玻纤 100%控股巨石集团。我们预计公司 2010~2012 年业绩为 0.41 元、1.22 元和 1.83 元，目前股价对应 PE 为 50、17、11 倍。考虑到玻纤行业处于上行周期，公司后续有继续提价的可能，给予“推荐”评级，目标价 30 元。

2011 年玻纤价格敏感性测试

中国玻纤业绩对于产品价格敏感，产品价格上升 1%，对应 EPS 变动约 5%。我们对 2011 年玻纤销售均价（含税）保守假设为 7136 元/吨（较 2010 年上涨 7%），并对其波动进行了敏感性分析。

图表 17：玻纤敏感性分析

2011 年玻纤敏感性分析			
玻纤销售均价	产品提价幅度	EPS	EPS 变动幅度
6869	3%	0.96	7.40%
6936	4%	1.02	6.89%
7003	5%	1.09	6.44%
7069	6%	1.15	6.05%
7136	7%	1.22	5.84%
7203	8%	1.28	5.27%
7269	9%	1.35	5.12%
7336	10%	1.42	4.87%
7403	11%	1.48	4.65%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 18：中国玻纤历史和预测的主要财务和经营数据、主要假设

损益表（百万元）					主要假设			
	2009A	2010E	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E
主营业务收入净额	3,171	4,631	5,718	6,650	销售量(千吨)			
主营业务利润	457	1,450	1,852	2,282	玻纤制品	780.0	900.0	1,000.0
营业费用	81	119	147	171	销售单位含税价(元/吨)			
管理费用	315	460	567	660	玻纤制品	6,669	7,136	7,469
财务费用	474	480	405	298	毛利率			
营业利润	-399	392	733	1,153	玻纤制品	32%	33%	35%
所得税	-34	74	125	188				
净利润	-155	177	708	1,065				
现金流量表（百万元）								
经营活动现金流净额	-127	582	995	1,354				
投资活动现金流净额	-1,346	-505	-545	-545				
融资活动现金流净额	2,091	-512	699	-1,332				
货币资金增加额	618	-435	1,149	-523				
资产负债表（百万元）								
流动资产	4,588	5,393	7,465	7,733				
固定资产	8,654	8,540	8,436	8,320				
流动负债	6,768	7,192	7,732	8,134				
长期负债	4,347	4,000	2,000	1,000				
股东权益	1,218	1,342	4,764	5,509				
总资产	13,708	14,149	16,111	16,259				
财务指标								
主营业务利润率	14.4%	31.3%	32.4%	34.3%				
息税前利润率	1.9%	18.8%	19.9%	21.8%				
净利润率	-4.9%	3.8%	12.4%	16.0%				
净资产收益率	-12.7%	13.2%	14.9%	19.3%				
总资产收益率	-1.1%	1.3%	4.4%	6.6%				
总资产负债率	81.1%	79.1%	60.4%	56.2%				
净资产负债率	912.6%	834.0%	204.3%	165.8%				
流动比率	0.7	0.7	1.0	1.0				
速动比率	0.5	0.6	0.8	0.7				
应收账款周转期	202	202	202	202				
存货周转期	103	103	103	103				
分红比例	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%				

资料来源：公司数据，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析师估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED