

研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人：司马湫 S0350115080001
021-68591581 simq@ghzq.com.cn

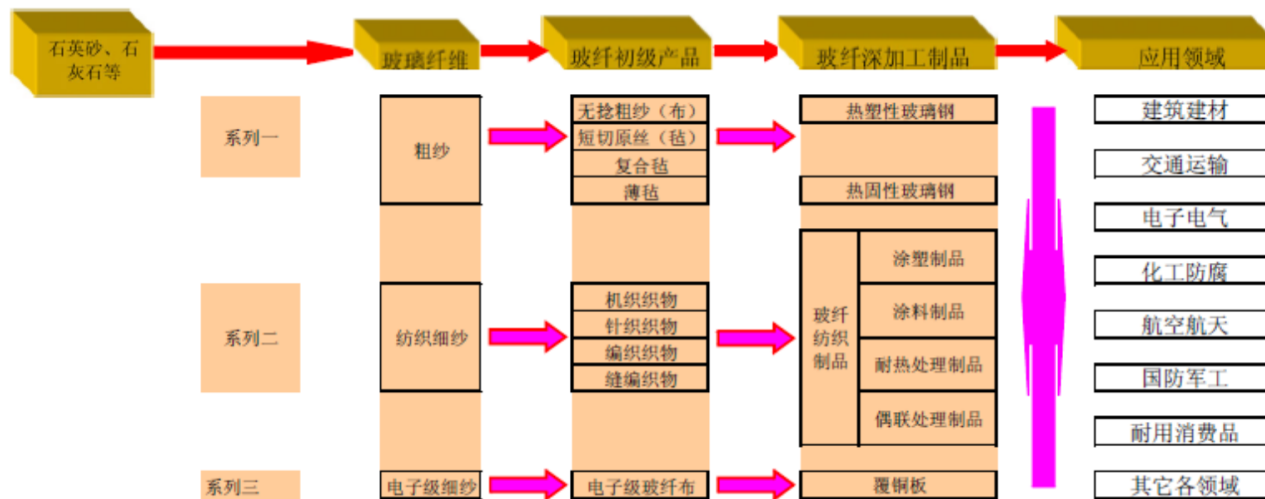
多维拓展积极迈进，未来发展值得期待

——九鼎新材（002201）跟踪点评

投资要点：

- 玻璃纤维作为增强材料，是以制成复合材料从而替代钢铁、木材、水泥等传统材料，具有耐腐蚀性、电绝缘、抗冲击性等特点，广泛应用于建筑、交通、电子电气、工业设备（管罐）等行业，而玻纤产能的投资额较大、连续高温生产的工艺特性决定了行业呈现景气周期波动的特点。

图 1、玻纤行业产业链



资料来源：公司公告，国海证券研究所整理

- 全球玻纤行业呈寡头垄断格局。目前，全球玻纤产能约为 600 万吨，中国玻纤产能约为 300 万吨，其中中国巨石的玻纤产能约占全球产能的 30%左右。从全球市场来看，国外玻纤行业产能相对稳定，国内产能变动基本可以代表全球产能变动情况。玻纤行业在 2007-2010 年投产的产能基本已运行了 6-8 年，将于 2015-2017 年进入冷修的高峰。根据卓创资讯统计数据显示，2015 年仅有山东玻纤、九鼎新材和邢台金牛的三座玻纤池窑投产，新增产能约为 8 万吨，而冷修产能约为 10 万吨（冷修期一般持续六个月，折算下来冷修产能约为 5 万吨左右）；我们预计这几年间约有 103 万吨（折算估计冷修规模约为 55 万吨）的产能陆续进入冷修，而新增产能约为 55 万吨。整体来看，近几年新增产能与冷修产能大致相当。

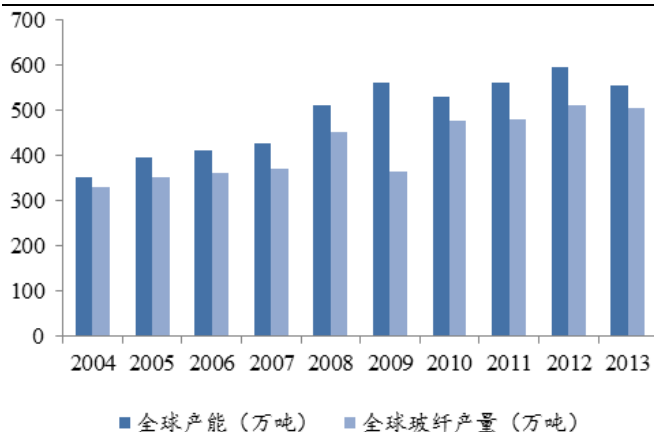
表 1、国内玻纤产能情况 (单位: 万吨)

公司名称	总产能	15-17 年冷修	15-17 年新增
中国巨石	106.5	41	13
重庆国际	52	25	0
泰山玻纤	52	16	20
山东玻纤	23	6	2
四川威玻	16	3	0
长海股份	13	3	4
OC 中国	10	8	0
九鼎新材	8.2	1.2	5
邢台金牛	7	0	1
中财金晶	5.6	1.6	4.4
其他	36	6	6
合计	329.3	110.8	55.4

资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

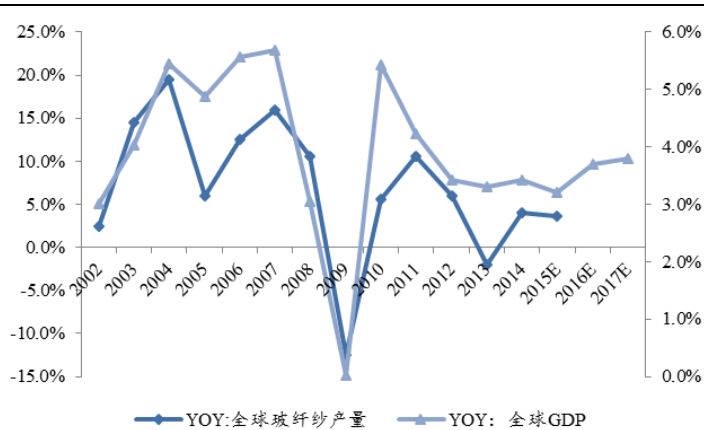
■ **玻纤行业反转, 龙头企业显著受益。**2015-2017 年全球玻纤需求将保持 5%左右的增速。全球玻纤纱产能在 2000 年以后进入快速增长期, 主要体现在中国产能的快速增长, 我国产量在全球占比从不到 20%提升至 50%左右。2007 年, 全球各大玻纤企业均在大幅扩张, 新增产能大部分集中在 2007-2010 年间投产, 以中国巨石为首的玻纤生产商保持着 60%左右的出口量。受全球金融危机的影响, 2008 年四季度, 玻纤行业销量明显下滑, 盈利水平不断下降, 玻纤行业开始进入萧条期, 2009 年后无新建生产线, 一直保持对产能进行消化的状态。2010 年至今, 国内外经济全面复苏, 市场逐步回暖, 玻纤需求回升。2014 年由于风电带动而出现需求回升, 2015 年行业已回到较好盈利水平。

图 1、全球玻纤产能和产量



资料来源: 国海证券研究所整理

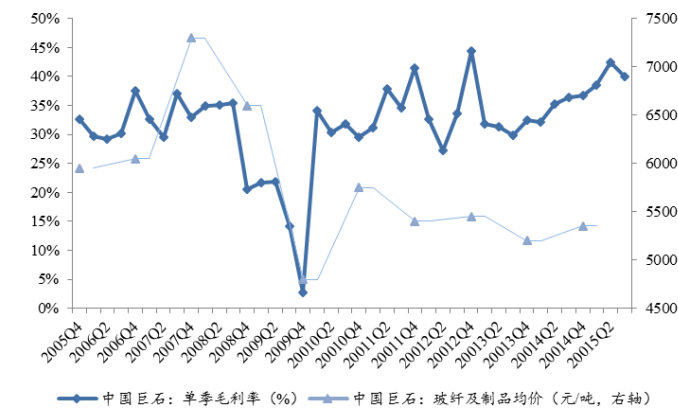
图 2、全球玻纤产量增速情况



资料来源: 国海证券研究所整理

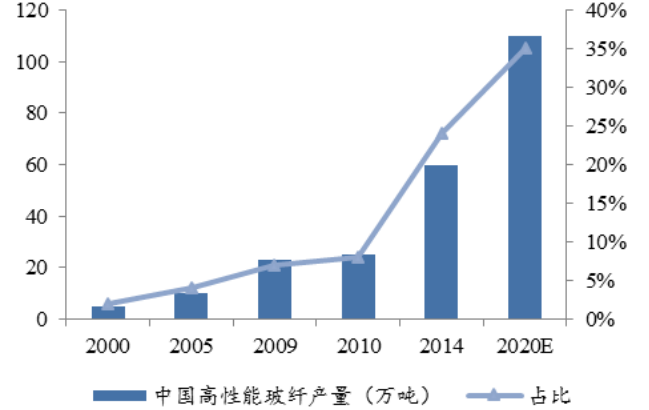
■ **国内中高端产品正不断替代进口。**根据 Roland Berger 与德国机械设备制造业联合会 (VDMA) 共同研究报告中显示, 2009 年我国高性能玻纤产量不到 20 万吨, 占比 9%, 而 2014 年产量达到 60 万吨左右, 占比提高至 20%左右。由于中高端产品毛利较高, 我国中高端产品占比的提升大大拉高了行业整体的盈利水平。从而致使下游玻纤制品及复合材料产品结构也同样发生了较大改变, 热塑性复合材料的比例不断提高。

图 4、玻纤行业毛利率和价格情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 5、我国高性能玻纤产量及占比情况



资料来源: Roland Berger, 国海证券研究所

多重利好助玻纤行业盈利水平不断提升。(1) 石油和天然气价格下降对玻纤生产成本的改善较为明显。玻纤成本主要是由电和天然气、原材料及人工和折旧构成,电和天然气占比约三分之一,原材料占比约三分之一,人工和折旧约占三分之一;(2) 下游行业(如风电、汽车等行业)需求拉动。预计 2015 年我国累积新增风电新装机量约为 25000MW,同比增长 44.2%,按每台风机 2.5MW 测算,国内现有约 1 万多台风机,按每台风机需用复合材料(包括叶片、机舱罩等)总量 28 吨计算,共约用复合材料 28 万吨。目前普通玻纤纱价格在 6000 元/吨左右,大部分产能被中国巨石、重庆国际、泰山玻纤所占据,大约占我国产能的 70%,致使三大玻纤企业具有一定的议价权。从行业龙头中国巨石来看,其单吨盈利已接近 700 元/吨,较 2013 年 300 元/吨,已基本翻番,明显高于历史水平。

■ 公司主营产品主要包括两大类:**(1) 玻璃纤维深加工制品。**产品主要类别有:1) 玻纤砂轮网片。销量占到全球 20% 的市场份额;2) 壁布。由于玻纤具有阻燃的特点,国外广泛的应用于家装,且价格比普通家装壁纸高,目前公司销售额大约几千万;3) 土工布。土工布的国家标准是由公司和常州天马起草的,公司是经贸委定点生产企业;4) 不干胶带,耐碱布,出口为主;**(2) 玻璃钢制品,即玻璃纤维复合材料。**产品主要类别有:玻璃钢隔栅、储罐、机舱罩、风电叶片、牛棚等。

■ 目前芳纶、碳纤维价格较贵,综合比较而言,玻纤商业化、性价比较高。公司玻纤产品 70% 的出口,由于原材料价格的下降导致成本下降,促使公司规模增长。公司已完善原材料—制品—复合材料全产业链的布局,随着产品性能的提升,高性能产品产能的释放,有望在玻纤行业细分领域大放异彩。公司主要有三大看点:

➢ **GL 认证通过在即,未来发展空间巨大。**公司募投年产 5 万吨高性能 HME 玻纤池窑拉丝生产线项目已于今年 7 月 16 日成功点火试运行。其技术壁垒主要系材料的两项指标:磨量和刚度,公司产品的这两项指标已达到国际水平(性能与 OC 的同类产品相当)。公司高性能玻纤产品的投放,不仅大大提升了其制品及复合材料的性能,而且有利于拓展至新的高端领域,如风电、高楼装饰等,目前公司正紧锣密鼓地进行 GL 认证(风能行业领先的国际认证机构——德国劳氏船级社),未来发展空间巨大。

➢ **连续毡切入正当时,有望大幅贡献业绩。**公司年产 1000 吨二元组分高硅氧玻纤制品一步法生产线已于 2015 年 6 月 26 日成功点火进入试运行阶段。公司的新产品连续毡技术壁垒高,采用的是玻纤未成形就直接通过抛扔的工艺(一步法)进行生产。而且公司一步法连续毡生产线是国内第一条生产线(自制设备)。公司连续毡产品迎来发展机遇:(1) 目前国内连续毡价格约为 2 万/吨,国外连续毡的价格约为 3 万/吨,公司产品质量已达到国外水平,相对于国外产品,性价比优势明显;(2) OC 中国的北京厂区已

进入冷修，存在 2 万吨连续毡的缺口，另一方面国内目前连续毡的产能还很小，不足以填补供应缺口。我们认为，此时公司新产品的快速推出，将使公司具有先发优势，抢占市场份额。

➤ **军用领域有望多品种拓展。**公司特有产品特种玻纤布（熔点 1200℃）。公司作为国家航天工业总公司航空航天特种玻纤布定点生产企业，产品多次成功地应用于火箭发射，其主要用于航天航空领域，如火箭、卫星、导弹等（导流罩、点火器、推进器等部位）。我们认为，随着我国航天航空等军事领域的快速发展，对高性能产品的需求越发增快，公司作为国内唯一为航天航空等军事领域供货的民营企业，未来成长空间巨大。

■ **盈利预测与投资评级。**公司已完善原材料—制品—复合材料全产业链的布局，随着产品性能的提升，高性能产品产能的释放，有望在玻纤行业细分领域大放异彩。考虑到非公开增发，我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.06 元、0.43 元和 0.60 元，首次覆盖给予“买入”级别。

■ **风险提示：**募投项目进度低于预期；产能释放低于预期；市场竞争加剧的风险。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	744	772	1260	1550
增长率(%)	18.7%	3.8%	63.2%	23.0%
净利润（百万元）	11	16	110	153
增长率(%)	500.8%	52.6%	580.7%	39.4%
摊薄每股收益（元）	0.05	0.06	0.43	0.60
ROE(%)	2.5%	14.8%	15.6%	17.1%

九鼎新材盈利预测

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	2%	15%	16%	17%	EPS	0.05	0.06	0.43	0.60
毛利率	21%	23%	27%	28%	BVPS	1.87	3.44	3.74	4.16
期间费率	20%	21%	19%	18%	估值				
销售净利率	1%	2%	9%	10%	P/E	346.6	254.2	37.3	26.8
成长能力					P/B	8.5	4.7	4.3	3.9
收入增长率	19%	4%	63%	23%	P/S	4.9	5.3	3.2	2.6
利润增长率	501%	53%	581%	39%					
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	0.45	0.37	0.54	0.60	营业收入	744	772	1260	1550
应收账款周转率	2.82	2.81	2.81	2.81	营业成本	590	598	914	1122
存货周转率	4.03	4.06	4.06	4.06	营业税金及附加	5	5	8	9
偿债能力					销售费用	47	51	79	93
资产负债率	74%	58%	59%	58%	管理费用	66	71	113	136
流动比	0.98	1.20	1.16	1.19	财务费用	34	39	36	35
速动比	0.78	0.98	0.89	0.89	其他费用/(-收入)	1	0	0	0
					营业利润	5	9	109	154
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业外净收支	6	9	9	9
现金及现金等价物	202	283	138	95	利润总额	11	18	118	163
应收款项	264	275	449	552	所得税费用	1	1	7	8
存货净额	146	149	227	279	净利润	11	16	111	155
其他流动资产	94	100	164	202	少数股东损益	0	0	2	2
流动资产合计	707	807	978	1128	归属于母公司净利润	11	16	110	153
固定资产	610	729	819	880					
在建工程	153	383	373	383	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
无形资产及其他	79	84	82	78	经营活动现金流	19	59	35	150
长期股权投资	42	42	42	42	净利润	11	16	111	155
资产总计	1645	2099	2346	2565	少数股东权益	0	0	2	2
短期借款	407	357	357	357	折旧摊销	54	59	69	76
应付款项	184	182	278	341	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	9	11	17	21	营运资金变动	(46)	(17)	(147)	(84)
其他流动负债	121	123	189	231	投资活动现金流	(238)	(408)	(148)	(148)
流动负债合计	720	672	841	950	资本支出	(254)	(408)	(148)	(148)
长期借款及应付债券	467	517	517	517	长期投资	10	0	0	0
其他长期负债	28	28	28	28	其他	6	0	0	0
长期负债合计	496	546	546	546	筹资活动现金流	241	435	(33)	(46)
负债合计	1215	1218	1387	1496	债务融资	275	0	0	0
股本	228	256	256	256	权益融资	0	440	0	0
股东权益	429	881	959	1069	其它	(34)	(5)	(33)	(46)
负债和股东权益总计	1645	2099	2346	2565	现金净增加额	23	86	(146)	(44)

资料来源：公司数据，国海证券研究所

注：考虑到非公开增发。

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。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和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。