

上升周期中的行业领导者

——中国玻纤调研报告

买入(首次)

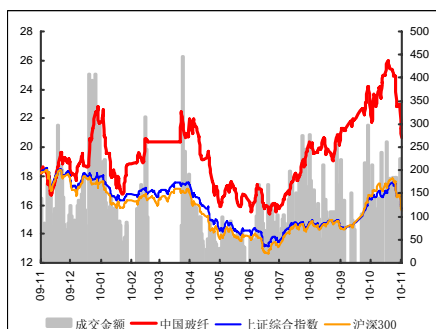
市场数据

建材指数	4773.15
三个月涨跌幅	27.74%
上证综合指数	2838.86
沪深300指数	3103.91

基础数据

每股净资产(元)	3.12
资产负债率(%)	81.29%
总股本(百万)	427
流通股本(百万)	427

公司股价相对表现



相关研究

建材行业研究小组

联系人: 蔡培培

8621-68761616-8521

caipp@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心
26 楼, 200122

http://www.tebon.com.cn

基本情况和主营业务: 中国玻纤主要从事玻璃纤维及制品的生产和销售, 其玻纤业务主要通过子公司浙江巨石集团有限公司进行运作, 持股比例目前为 51%。巨石集团目前生产规模居世界第一, 玻璃纤维产能超过 90 万吨, 占据全球份额 18%, 规模优势显著。

玻纤行业基本情况: 玻纤广泛应用于建筑、交通、电子电气、工业设备、管罐、造船、医疗及海洋开发、航空航天、风力发电等高科技产业。其最大特征是替代性强。玻纤行业需求有一定周期性, 供给刚性较大, 行业集中度较高。总体而言, 玻纤发展最快速的阶段已经过去, 未来将保持较高增速。

玻纤行业景气向上: 经过 09 年的行业低谷之后, 随着经济增速企稳并逐步恢复, 玻纤行业开启新的周期, 从目前的下游行业和玻纤企业盈利能力、库存等情况看, 玻纤提价稳步进行, 企业盈利能力逐渐提升, 去库存过程持续进行。未来玻纤行业景气向好。

定向增发增厚公司业绩, 强化公司龙头地位: 公司将通过定向增发收购巨石集团 49% 的股权, 本次交易完成后, 中国玻纤将持有巨石集团 100% 的股权, 这对公司扩大经营规模, 突出主业, 借助资本市场提升实施产能扩张和产业链整合的能力, 做大做强玻纤产业, 完善产业布局, 整合公司资源, 增强抵御风险的能力, 提升核心竞争力和可持续发展能力, 增加股东价值具有重要意义, 并进一步巩固和强化公司行业龙头地位。

盈利预测、估值与评级: 我们预计 10、11、12 年营业收入分别为 464000 万元, 548100 万元, 607430 万元, 对应每股收益分别为 0.85 元, 1.28 元, 1.61 元, 对应市盈率分别为 26、17、14 倍。给予“买入”评级。给予 6-12 个月内目标价 30 元, 对应 10 年和 11 年 PE 为 35、23 倍。

风险提示: 经济周期波动带来的下游需求波动风险, 反倾销对出口销量影响的不确定性。

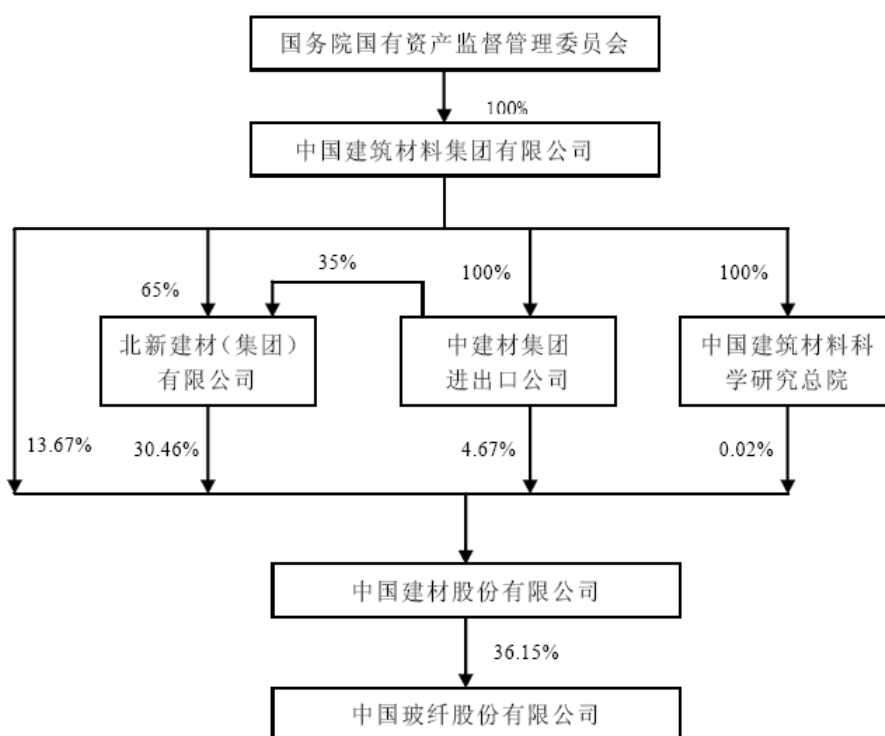
	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4640.00	5481.00	6074.30
增长率	46.33%	18.13%	10.82%
净利润	492.77	764.83	934.35
增长率		55.21%	22.16%
归属母公司股东净利润	492.77	764.83	934.35
增长率		55.21%	22.16%
每股收益(EPS)	0.85	1.28	1.61
市盈率(P/E)	26	17	14

1. 公司基本情况

中国玻纤主要从事玻璃纤维及制品的生产和销售，其玻纤业务主要通过子公司浙江巨石集团有限公司进行运作，持股比例目前为51%，公司另一家子公司为北新科技发展有限公司，持股达97.22%，从事新材料的科研开发和技术咨询业务、进出口业务和煤炭批发经营业务等，目前中国玻纤90%以上营业收入和利润来源于巨石集团。中国玻纤控股股东为中国建材，实际控制人为中国建材集团，中国建材主要从事新型干法水泥业务、石膏板等新型建筑材料业务、玻纤及复合材料业务、建材工业设计与工程总承包业务，各业务由各下属专业公司负责具体运作，其中玻璃纤维业务通过中国玻纤开展。

实际控制人其对中国玻纤的控制关系如下：

图1-1 实际控制人对中国玻纤的控制关系图



资料来源：公司公告，德邦研究

2. 玻璃纤维行业分析

玻纤下游需求分布广泛，传统材料替代市场和新兴领域市场空间广阔

公司主营业务为玻璃纤维及其制品。玻璃纤维广泛应用于复合材料中的增强材料，电绝缘材料和绝热保温材料等，具有耐高温、抗腐蚀、强度高、比重轻、吸湿低、延伸小、电绝缘及性价比高等优越特性。其中玻璃纤维最主要的用途是作为复合材料中的增强材料，复合材料是由两种或两种以上不同性质的材料，通过物理或化学的方法，在宏观上组成具有新性能的材料。各种材料在性能上互相取长补短，

产生协同效应，使复合材料的综合性能优于原组成材料而满足各种不同的要求。复合材料的基体材料分为金属和非金属两大类。金属基体常用的有铝、镁、铜、钛及其合金。非金属基体主要有合成树脂、橡胶、陶瓷、石墨、碳等。增强材料主要有玻璃纤维、碳纤维、芳纶纤维等，目前玻璃纤维占据增强材料的主导地位。

玻纤广泛应用于建筑、交通、电子电气、工业设备、管罐、造船、医疗及海洋开发、航空航天、风力发电等高新科技产业，具体用途见下表。

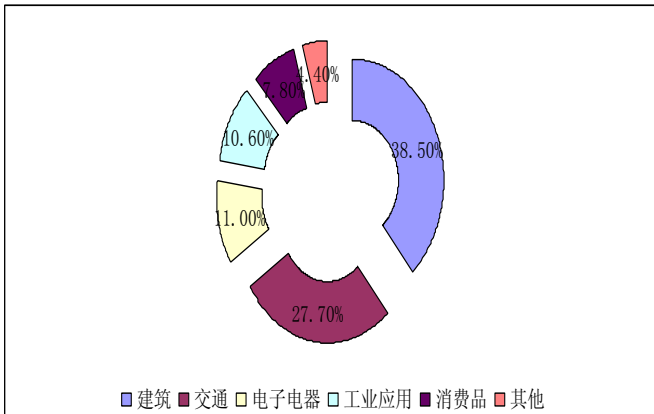
表 2-1 玻璃纤维应用领域与具体用途

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、玻璃纤维管道等。
车辆制造及交通运输	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机罩以下的零部件。桥梁、高速公路、港口建筑等基材。
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、抽油竿；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。
造船业	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。
航空、航天、国防工业	商用飞机、航空、航天用部件。
电器及电子工业	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。
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。
家用电器和办公用品	冰箱、空调、电视机、电脑、办公家具等。
其它用途	风电叶片、机器外罩和基座、安全帽和医用设备。

资料来源：公司公告，德邦研究

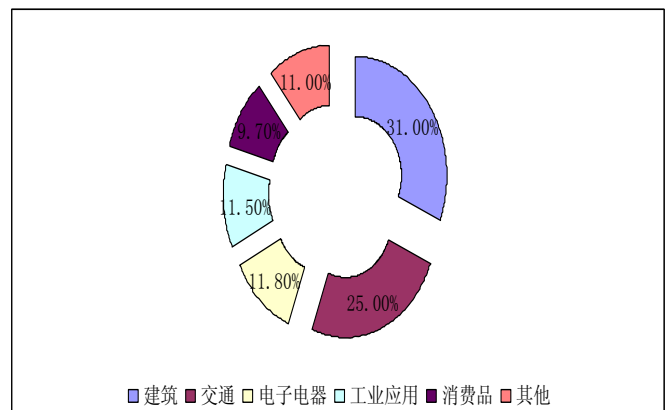
玻璃纤维的最大特征是替代性强，这也决定了其下游需求领域极为宽泛，国际市场方面，玻纤主要应用于建筑、汽车、船舶、航空、电子电器等。

图2-1 北美地区玻纤下游应用比例



资料来源:德邦研究

图2-2 欧洲地区玻纤下游应用比例



资料来源:德邦研究

国内市场方面,玻纤下游需求更为广泛,建筑、电子电器和交通占居主要比重,建筑占比近34%,交通领域中主要应用于汽车民航船舶,比例为15.7%,电子电器占比为20.8%。

表 2-2 我国玻纤下游需求分布

建筑	交通	电子电器	工业应用	管罐	环保	能源	其他
33.90%	15.70%	20.80%	9.90%	12.50%	2.10%	1.10%	4.20%

资料来源:德邦研究

目前玻纤消费的增长空间主要来源于对钢材、铝材、木材等传统材料的替代和下游需求领域的不断拓宽。目前玻纤吨能耗已降低到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,玻纤为钢的40%,铝的10%。从性能上看,玻纤具备钢材等不具备的抗腐蚀、比重轻等,例如船舶汽车等用玻纤取代部分钢材可使重量减轻能耗降低,基建中取代部分钢材可起到抗腐蚀的作用,未来玻纤对钢材、铝材、木材等材料的替代程度将进一步增强。同时随着低碳经济的发展,玻纤的下游需求领域不断拓宽,主要新增应用领域有:(1)建筑外墙保温材料,目前我国单位建筑面积采暖能耗是相近气候条件下发达国家的2-3倍,建筑节能的发展是大势所趋。在各类外墙保温系统中,几乎全部使用了玻璃纤维,如国外使用最广泛的聚苯乙烯、聚氨酯板,均必须使用玻璃纤维增强。玻璃棉则可直接用作墙体保温材料。(2)风电设备。玻璃纤维可应用于风电叶片和机舱罩,经估算,到2020年,国内在风力发电领域将投资3500亿元,其中,20%(即700亿元)左右的领域需要使用玻纤(如风机叶片等方面)。

玻纤生产工艺

生产玻璃纤维的主要原料是为石英砂、氧化铝、叶蜡石、石灰石、白云石、硼酸、纯碱、芒硝、萤石等。玻纤需要将矿物放在1600度以上的熔窑内溶制,一旦点火后就会连续生产7-8年,很少停车,否则窑内的耐火材料等需要重新更换。在玻纤的成本中,能源和叶腊石等矿石占比较大。玻璃纤维生产工艺可分为坩埚法拉丝工艺及池窑拉丝工艺两种。

坩埚法拉丝工艺被称为二次成型工艺。即先把玻璃配合料经高温熔化制成玻璃球,再将玻璃球二次加热至熔化,再高速拉制成一定直径的玻璃纤维原丝。这种生产工艺工序繁多,又由于玻璃球二次加热

熔化，给生产及产品带来很多弊端，诸如能耗高、成型工艺不稳定、产品质量不高、劳动生产率低，使生产规模和自动化水平受到一定限制。因此，目前大的玻纤生产厂家基本已经淘汰了这种生产工艺。

另一种为池窑法拉丝工艺，又被称为一次成型工艺。这种生产工艺是将各种玻璃配合料在池窑熔化部经高温熔成玻璃液，在澄清部排除气泡成为均匀的玻璃液，再在成型通路中辅助加热，经池窑漏板，高速拉制成一定直径的玻璃纤维原丝。一座窑炉可以通过数条成型通路，安装上百台拉丝漏板同时生产。池窑拉丝工艺温度控制合理，节约能源消耗，也使生产工艺稳定，产品产量、质量得以提高。采用这种池窑法拉丝工艺能实现大规模工业化生产，并容易实施最先进的全自动控制技术，使劳动生产效率得以大幅度提高。因此，池窑法拉丝工艺已经成为当前国际上的主流拉丝工艺。用这种方法生产的玻璃纤维总量约占全球总量的85%~90%。

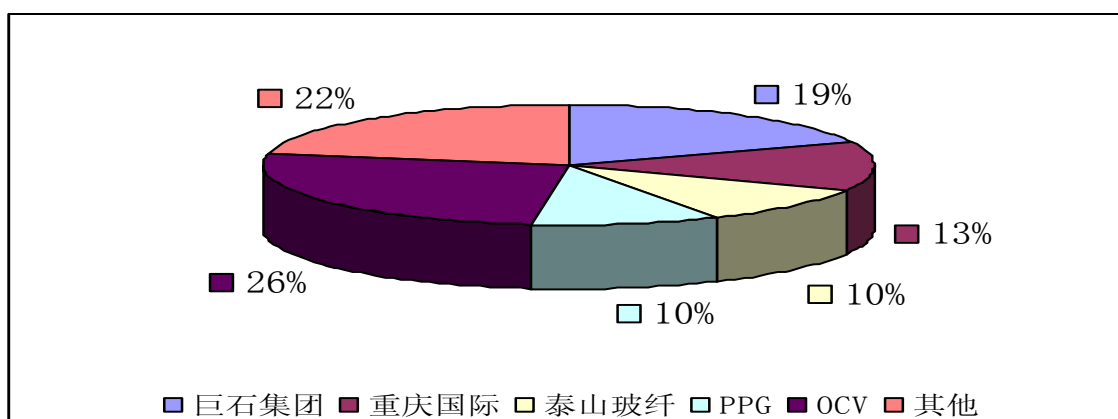
玻纤行业需求有一定周期性，供给刚性较大，行业集中度较高

玻纤行业下游分布广泛，其中地产类建筑、汽车、船舶、工业用管罐等具备较高的周期性，低碳经济产业、日用品、建筑工程、环保产业、电子电器等周期性偏弱。总体评价，需求有一定周期性，但其周期性逊于钢材、有色金属、水泥等传统材料。

玻纤行业具备相对较高的进入壁垒，属于集技术密集型、资金密集型、劳动力密集型于一体的产业。而且，国家为有效遏制玻璃纤维行业低水平重复建设和盲目扩张，规范市场竞争秩序，促进产业结构升级，于2007年2月1日对玻璃纤维行业提出了一系列准入条件，在生产企业布局、工艺与装备、能源消耗、环境保护等方面做出了详细规定，提高了该行业的政策壁垒。

玻璃纤维行业集中度较高。目前全球所有玻纤产能大约在420-450 多万吨，其中欧洲大约80 多万吨，美国大约100 多万吨。我国约占据全球产量的一半以上。国内主要玻纤生产商为三家公司：巨石集团、重庆国际复合材料有限公司（产能51 万吨）、泰山玻璃纤维股份有限公司（产能41 万吨）；国外主要玻纤生产商为欧文斯科宁-维托特克斯公司（OCV）（产能106 万吨，总部设在美国）、PPG工业公司（产能40 万吨，总部设于美国）。玻纤行业集中度高的特征与玻纤行业规模优势密不可分，玻纤业规模优势特征明显，新建项目投资巨大，投资回收期达七年之久，规模愈大，经济效益越明显，同时旧厂扩建优于新建厂房，导致先进入者的优势巨大，行业寡头特征明显。

图2-3 全球行业竞争格局



资料来源：公司公告，德邦研究

国内玻璃纤维企业总数有200家左右，但大多为中小生产商，玻纤行业的主导权掌握在巨石集团、重庆国际、泰山玻纤等少数几家国内厂商和国外竞争者手中，**寡头竞争特征明显**。

表 2-3 我国玻纤行业竞争格局—寡头特征明显

产能	05年	06年	07年	08年
中国玻纤	18	35	52	90
重庆国际	12	15	24	35
泰山玻纤	12	17	24	35
三大玻纤企业产能合计	42	67	100	160
国内产能合计	95	125	160	200
三大玻纤企业占比	44%	54%	63%	80%

资料来源:德邦研究

玻纤供给有一定特殊性，池窑最大产能为设计产能的110%，池窑一旦启动运转就不能停窑，**供给刚性极高**，需求旺盛时价格上涨较快，但需求低迷时价格下跌迅速，库存积压严重。供给端的刚性和需求端的周期性造成了玻纤行业较大的波动性。

我国玻璃纤维工业起步于上个世纪五十年代末期，目前已成为全球玻纤第一生产大国。全球玻纤产量在420-450万吨左右，我国玻纤产量占全球玻纤总产量的50%以上，玻纤出口量占全球玻纤总产量的25%以上。2007年以前中国玻纤行业发展迅速。2001年-2007年中国玻纤行业复合增长率保持在23%以上。由于全球金融危机影响，2008年下半年至2009年第三季度，玻纤行业呈现发展低谷。2009年第四季度，玻纤行业开始逐步复苏。总体而言，**玻纤发展最快速的阶段已经过去，未来将保持较高增速**。

表 2-4 中国玻纤行业运行情况

项目	07年	08年	09年	2010年1-4月
国内玻纤产量(万吨)	160	211	205	79.62
其中池窑产量(万吨)	116	174	165	63.2
玻纤及制品出口量(万吨)	108	121	98	38.84
实现销售收入(亿元)	400	547	649	249
实现利润(亿元)	40	43.8	26.5	13
纱均出厂价(元)	6492	6836	5836	6000

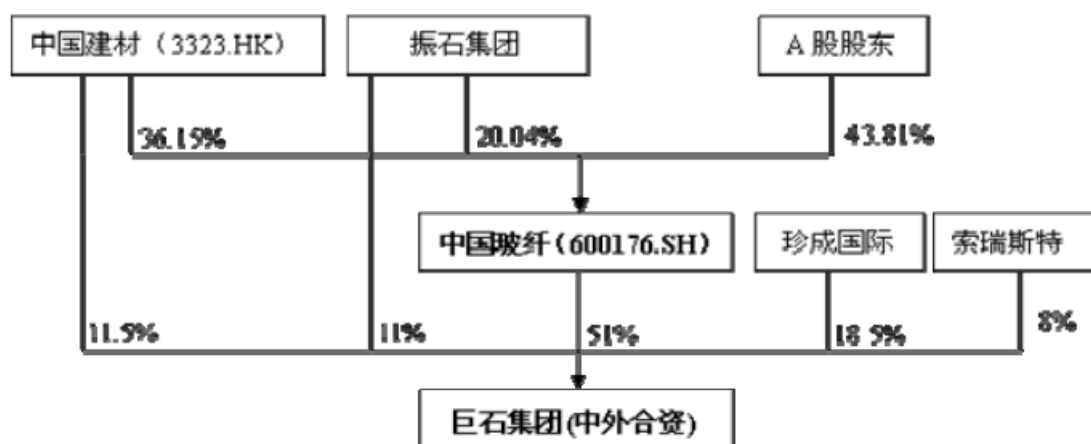
资料来源:德邦研究

3. 公司主营业务

公司主营业务通过控股子公司巨石集团运行

巨石集团的股权关系图如下:

图3-1 巨石集团股权结构示意图



资料来源:公司公告, 德邦研究

巨石集团目前生产规模居世界第一, 玻璃纤维产能超过90 万吨, 占据全球份额18%, 规模优势明显, 是世界规模最大的玻纤市场美国市场的四大供应商之一。巨石集团主要生产中碱、无碱玻璃纤维及其制品, 主要产品有: 中、无碱玻璃纤维无捻粗纱、短切原丝、连续毡、针织复合毡和短切毡、乳剂型和粉剂型短切毡、方格布等增强型玻纤产品, 以及电子级玻纤纱和玻纤布, 有20 多个大类近千个规格品种。

巨石集团的业务盈利模式为: 生产、销售玻璃纤维产品及制品, 向玻纤下游深加工企业提供玻璃纤维原丝, 或向建筑、风电、交通等行业客户提供玻璃纤维毡或布, 实现收入与利润。

截至2010 年6 月30 日, 巨石集团拥有三个玻璃纤维生产基地(巨石桐乡、巨石九江、巨石成都)和巨石攀登的电子纱电子布生产线, 其产能、生产线主要情况如下:

表3-1 公司生产线一览

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	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
巨石成都基地	年产三点五万吨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
	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

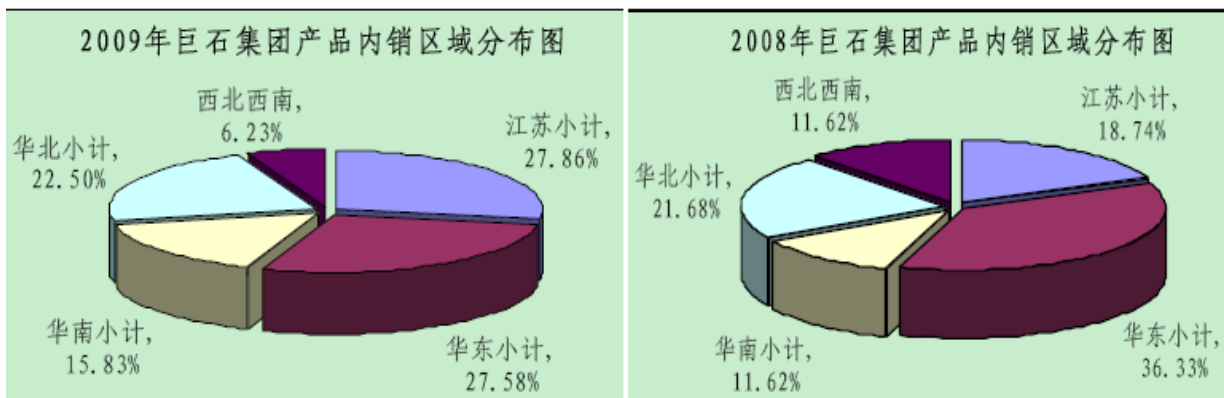
	年产六万吨玻璃纤维池窑拉丝生 产线扩建技术改造项目	60000	2008年8月	中碱玻纤纱
	年产六万吨玻璃纤维池窑拉丝生 产线技术改造项目	40000	2010年3月	无碱玻纤纱
	年产七万吨玻璃纤维池窑拉丝生 产线	70000	2010年2月	无碱玻纤纱
巨石九 江基地	年产八万吨玻璃纤维池窑拉丝生 产线	80000	2010年6月	无碱玻纤纱
	年产二万吨玻璃纤维节能环保池 窑拉丝生产线	20000	2010年6月	无碱玻纤纱
桐乡巨 石攀登	年产一万吨玻璃纤维电子纱生产 线, 年产五千万米电子布生产线 产能合计	10000 935000	2006年11月	电子纱/电子布

资料来源:公司公告, 德邦研究

竞争力分析

生产基地具备一定区位优势, 桐乡基地受益于长三角尤其是江苏地区巨大的玻纤需求(江苏目前需求20万吨以上), 临近港口, 利于出口, 九江基地依托长江运输条件优良, 成都基地则开拓了西部市场, 成本端方面, 九江和桐乡基地采购浙江、福建等地的叶腊石较为便利。

图3-2 国内市场分布结构



资料来源:公司公告, 德邦研究

客户资源丰富。巨石集团在海外有74个国家销售网点, 全球共拥有4000余家客户, 公司偏向于选择技术水平较高、产品发展前景较好的客户, 没有对客户用量的限制, 更为着重建立长期稳定的战略合作伙伴关系, 下游客户保障性强。

研发实力和管理水平领先国内全行业。近三年巨石集团每年开展科技项目30余项, 先后研究开发了年产10万吨及以上的超大规模池窑结构, 为国际首创; 融化部纯氧燃烧技术实现国内首创; 通路纯氧燃烧技术实现国际首创。巨石集团已掌握了超大规模窑炉结构、纯氧燃烧技术、玻纤废丝回用技术等自主

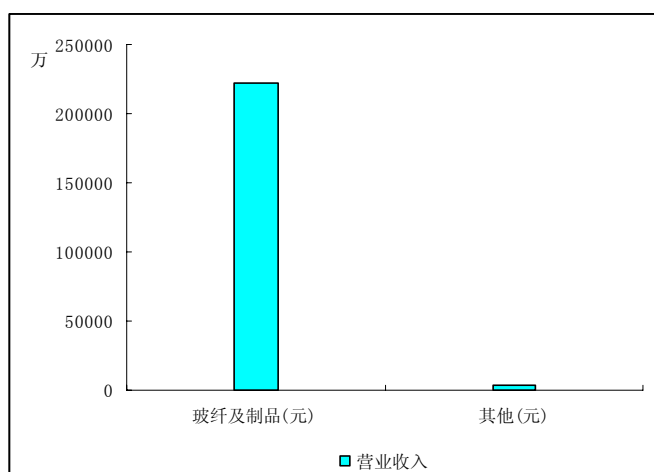
知识产权，在玻纤行业内率先达到国际先进水平，部分达到了国际领先水平。目前拥有专利45项，正在申请56项专利，自主研发了E6 高性能玻纤砂。研发团队优秀。管理方面，实现精细化生产管理、全面预算管理、全面质量管理、供应链管理、全面考核管客户管理、创新管理和战略管理。公司中高层团队稳定，管理团队十分优秀。

未来玻纤行业景气向好

玻纤行业平均周期为五年，过去三十年周期低点分别在 76 年、80 年、86 年、93 年、99 年、03 年、09 年出现。09 年玻纤行业出现了业绩低点。我们在上面玻纤行业分析中分析到，玻纤供给的刚性是造成行业波动的重要因素，正因为玻纤产能投资巨大，一旦生产难以停止，行业逐渐复苏时，价格逐渐上升，但供给难以增加，导致景气度高时价格持续处于高位，需求下降时，价格下降，但企业难以减产，价格急剧下滑，库存高企。金融危机之后，企业在产能扩张方面也较为谨慎，未来两年内新增产能有限。随着经济增速企稳并逐步恢复，玻纤行业也开启了新的周期，从目前的下游行业和玻纤企业盈利能力、库存等情况看，玻纤提价稳步进行，企业盈利能力逐渐提升，去库存过程持续进行。

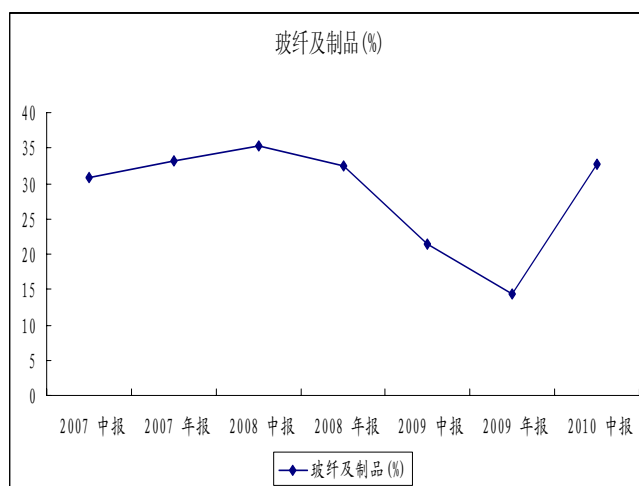
中国玻纤营业收入中玻纤占绝对份额，也贡献了几乎全部的利润。毛利率从 07 年到 08 年持续处于高位，09 年下滑严重，10 年开始迅速恢复。从我们调研了解到，目前玻纤价格不到 6000 元，今年 1-7 月份玻纤平均价格较 07 年同比低 15%-18%，但毛利率与 07 年持平，证明了公司在成本端下降的成效，2010 年成本同比下降利润 4.5%，主要产品生产成本达世界最低。公司在环保成本、员工保险、员工安全成本、员工工资方面投入均非常充足，技术创新和精细化管理是公司生产成本下降的最主要原因，公司每年以增收节支降耗为目标的项目不少于四百个，公司目标自制化工原料超过 80% 自给率，保障上游地位。生产成本的下降将为未来通过玻纤价格上涨带来毛利率的进一步提升打下基础。

图3-3 各业务营业收入



资料来源:wind, 德邦研究

图3-4 玻纤及制品毛利率走势



资料来源:wind, 德邦研究

巨石集团对未来玻纤产量的估计为10年80万吨，11年近90万吨，12年达90万吨以上，立足国内市场，以国际市场为辅。目前公司海外市场以北美和中东为主，出口欧洲的量约为7万吨左右。目前欧盟等地对原产于中国的玻璃纤维产品进行反倾销调查，一旦该国或地区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，将对我国反倾销调查项下输入该国或地区的玻璃纤维产品征收一

定幅度的反倾销税，公司正在等待终裁结果，这方面公司面临一定的反倾销风险，但公司表示不会放弃经营十多年的欧洲市场，巨石集团保持世界第一的目标不会改变，同时反倾销将促进中国玻纤行业的整合，也带来一定机遇。

E6 玻璃纤维：开拓新领域

巨石集团于 2006 年开始研发自己的高性能玻璃纤维，研发工作获得成功，08 年研制出 E6 玻璃纤维。E6 纤维适用更为广泛，成本更低，环保效果更好，客户满意度更高。具体来说，与传统的 E 玻璃纤维相比，E6 具备以下优良特性：（1）拉伸强度可提高 15%；模量（刚度）可提高 10%；（2）软化温度更高，比 E 玻璃纤维提高 60℃；（3）E6 采用微硼生产技术，抗腐蚀性能更加突出。（4）污染更少，环保效果更佳。

在 E6 玻璃纤维的研发过程中，巨石与其风能客户紧密合作，充分考虑了他们严格的技术要求，目标是为风轮叶片的制造提供更好的玻璃纤维。一方面，更长的风轮叶片可减少风力发电的成本，但要求玻璃纤维增强材料具有更高的力学性能和抗疲劳性。另一方面，风力发电机装在空旷的户外，甚至海上，在那里它们遭受严酷的环境条件。在研发 E6 高性能玻璃纤维时巨石集团充分考虑了这些因素。与传统的 E 玻璃纤维相比，E6 玻璃纤维为风能用途提供了新的技术平台，能够制造更强、更轻和更耐久的风轮叶片。不仅拉升强度和刚度提高 10%-15%，而且更高的耐疲劳性使叶片更耐用，维护费用更低，显著提高的耐腐蚀性也使叶片寿命更长（特别在海上风电场）。未来 E6 玻璃纤维在风电领域的应用有望大大加强。除了风电领域，E6 玻纤在引水工程、轨道枕木方面也有较大市场空间。

4. 定向增发增厚公司业绩

定向增发收购巨石集团 49%股权方案

根据公司与中国建材、振石集团、珍成国际、索瑞斯特共同签署《发行股份购买资产协议》，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% 股权。，发行价格为中国玻纤关于本次发行股份购买资产的首次董事会决议公告日前 20 个交易日的交易均价，即 19.03 元/股，本次交易各方协商确定的标的资产交易价格为 293,748.9830 万元，股拟发行的股份数量为 154,361,000 股股份，其中向中国建材非公开发行 36,227,582 股股份；向振石集团非公开发行 34,652,469 股股份；向珍成国际非公开发行 58,279,153 股股份；向索瑞斯特非公开发行 25,201,796 股股份。本次交易完成后，巨石集团成为中国玻纤的全资子公司。

本次交易完成后，股权变化情况如下：

表4-1 股权前后对比

股东名称	发行前		发行后	
	数量（股）	比例（%）	数量（股）	比例（%）
中国建材	154,502,208	36.15%	190,729,790	32.79%
振石集团	85,631,040	20.04%	120,283,509	20.68%
珍成国际	/	/	58,279,153	10.02%
索瑞斯特	/	/	25,201,796	4.33%
其他流通股东	187,258,752	43.81%	187,258,752	32.19%
合计	427,392,000	100.00%	581,753,000	100.00%

资料来源：公司公告，德邦研究

本次收购巩固强化公司行业龙头地位。本次交易完成后，中国玻纤将持有巨石集团 100%的股权，这对公司扩大经营规模，突出主业，借助资本市场提升实施产能扩张和产业链整合的能力，做大做强玻纤产业，完善产业布局，整合公司资源，增强抵御风险的能力，提升核心竞争力和可持续发展能力，增加股东价值具有重要意义，并进一步巩固和强化公司行业龙头地位。

业绩承诺提供安全边际

中国建材、振石集团、珍成国际、索瑞斯特于2010年9月20日分别与公司签订了《关于盈利补偿的协议书》，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《资产评估报告书》所预计的当年利润值（巨石集团2010年、2011年、2012年归属母公司所有者的净利润预测数为36,335万元、53,928万元和77,086万元），则由中国建材、振石集团、珍成国际、索瑞斯特依据本协议第三条所述补偿方式，分别补偿该等差额。以2010年预计的巨石的业绩承诺盈利水平来计算，收购资产对应每股收益在1.15元/股，收购价格19.03元/股，对应PE仅为16.5倍，增厚公司业绩。

5. 财务预测、估值与投资评级

核心假设：2010年、11年、12年的产量分别为80、90、95万吨；均价分别为5800元/吨，6090元/吨，6394元/吨；毛利率分别为32%，34%，35%；公司顺利完成吸收合并，巨石集团成为中国玻纤全资子公司。

表5-1 核心指标假设

核心指标假设	2010年	2011年	2012年
产量(万吨)	80	90	95
均价(元/吨)	5800	6090	6394
营业收入(万元)	464000	548100	607430
毛利率	32%	34%	35%

公司未来三年盈利预测如下：

利润表(百万元)	2010E	2011E	2012E
营业收入	4640.00	5481.00	6074.30
减：营业成本	3155.20	3617.46	3948.30
营业税金及附加	11.54	13.64	15.11
营业费用	119.02	140.59	155.81
管理费用	460.48	543.94	602.82
财务费用	312.44	221.31	182.18
资产减值损失	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00
营业利润	581.32	944.06	1170.08
加：其他非经营损益	75.72	75.72	75.72
利润总额	657.03	1019.78	1245.79

减：所得税	164.26	254.94	311.45
净利润	492.77	764.83	934.35
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	492.77	764.83	934.35

我们预计 10、11、12 年营业收入分别为 464000 万元，548100 万元，607430 万元，**对应每股收益分别为 0.85 元，1.28 元，1.61 元，对应市盈率分别为 26、17、14 倍。给予“买入”评级。给予 6-12 个月内目标价 30 元，对应 10 年和 11 年 PE 为 35、23 倍。**

6. 风险提示

公司存在的主要风险有：

- 1、经济周期波动带来的下游需求波动风险。
- 2、反倾销对出口销量的影响有不确定性。

附录

预测财务报表

单位：百万元

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3200.87	4008.37	3170.94	4640.00	5481.00	6074.30
减：营业成本	2140.50	2710.79	2705.72	3155.20	3617.46	3948.30
营业税金及附加	13.94	15.36	7.89	11.54	13.64	15.11
营业费用	76.75	78.91	81.34	119.02	140.59	155.81
管理费用	189.88	214.43	314.69	460.48	543.94	602.82
财务费用	159.04	331.65	473.76	312.44	221.31	182.18
资产减值损失	7.82	9.58	25.85	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	9.92	54.86	27.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	80.86	-92.75	11.88	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	703.71	609.78	-399.18	581.32	944.06	1170.08
加：其他非经营损益	34.06	82.06	99.18	75.72	75.72	75.72
利润总额	737.77	691.84	-300.01	657.03	1019.78	1245.79
减：所得税	104.02	115.04	-33.71	164.26	254.94	311.45
净利润	633.75	576.80	-266.30	492.77	764.83	934.35
减：少数股东损益	325.13	332.39	-111.53	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	308.62	244.42	-154.77	492.77	764.83	934.35
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	840.40	1153.58	1796.00	2368.62	978.71	5846.66
应收和预付款项	1337.75	1529.90	1781.09	1596.33	2356.15	2003.61
存货	263.25	916.90	910.78	337.56	1093.68	468.45
其他流动资产	110.04	59.19	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	284.13	187.34	174.24	174.24	174.24	174.24
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	5356.92	8639.81	8654.04	7697.32	6740.61	5783.89
无形资产和开发支出	135.08	163.17	228.79	205.36	181.92	158.49
其他非流动资产	7.99	7.12	6.51	3.25	0.00	0.00
资产总计	8335.56	12657.02	13551.45	12382.68	11525.30	14435.34
短期借款	2221.80	2722.18	3778.69	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1642.41	2053.51	1070.11	3187.25	1565.04	3540.73
长期借款	1555.98	4400.65	4315.15	4315.15	4315.15	4315.15
其他负债	138.72	116.52	1794.59	1794.59	1794.59	1794.59
负债合计	5558.92	9292.87	10958.54	9296.99	7674.78	9650.48
股本	427.39	427.39	427.39	427.39	427.39	427.39
资本公积	179.60	188.75	70.95	70.95	70.95	70.95
留存收益	647.52	876.27	719.64	1212.42	1977.25	2911.60
归属母公司股东权益	1254.51	1492.42	1217.98	1710.76	2475.59	3409.94

少数股东权益	1522.13	1871.73	1374.93	1374.93	1374.93	1374.93
股东权益合计	2776.64	3364.15	2592.91	3085.69	3850.52	4784.86
负债和股东权益合计	8335.56	12657.02	13551.45	12382.68	11525.30	14435.34
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	583.75	-480.03	-116.21	4596.55	-1235.81	4982.93
投资性现金净流量	-1188.21	-2635.33	-1346.49	56.79	56.79	56.79
筹资性现金净流量	974.95	3392.50	2091.39	-4080.71	-210.90	-171.77
现金流量净额	365.16	266.30	628.25	572.62	-1389.91	4867.95

投资评级

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。