



玻纤需求回暖，2 季度提价可期

买入 评级

投资要点

- 根据宏源证券春季策略会期间的交流和外围调研，我们认为，玻纤行业需求已逐渐回暖已被证实。玻纤材料不断拓宽下游应用领域，替代其他材料的增长潜力巨大，加上公司在海外业务扩张、发展直供和定制化销售方式、产品高端化方面推进力度大，前景可期。
- 公司 4 月 26 日发布 2012 年一季报，报告期实现营业收入 11.27 亿元，利润总额 4834 万元，其中归属于上市公司股东的净利润 4078 万元，分别同比下降 21.42%、69.86%和 32.61%，对应每股收益 0.07 元。

报告摘要:

一季度业绩下滑，但行业回暖迹象明显。 公司一季度毛利率环比下滑了 8.7%，同时三项费用率同比上升 8.22 个百分点至 27.86%，导致业绩下滑明显。但公司订单量自今年正月十五以来在不断提升，一季度实现销量约 18 万吨，预计 4 月份将达 7 万吨，行业出现回暖迹象。2012 年预计全球需求 500 万吨玻纤纱，国内需求 120 万吨。一季度价格 5500 元左右，经营成本不到 3800 元，加上三项费用率，每吨净利润大约 200 元；一季度同比下降 300 元，比去年四季度下降了 200 元。个别品种在涨价，小厂商在涨价。我们认为，随着美国经济复苏延伸到房地产和工业制造领域，国内铁路基建和水利建设集中开工，玻纤需求量的复苏将为上调价提供坚实的支撑。

海外业务扩张，直供模式减少盈利风险。 100%控股埃及巨石股份，业绩承诺 7.7 亿元。从埃及采用集装箱物流，飘过地中海节省物流成本。原材料和燃料当地取材。省掉 20.6%贸易关税，规模贸易摩擦。贸易商加剧了销量和价格波动的风险，在金融危机期间，贸易商清库存，减少订单，公司则要保持连续不断的生产，因为降温停产的成本非常高。为了消除贸易商带来了巨大波动，公司收购海外龙头经销商，一般采用控股 60%的方式。国内基本上实现直供，2011 年外国销售中有 20%-30%是直供，争取 2012 年超过 50%海外销售通过直供实现。

降成本费用，净利润有望提升。 公司节支减耗目标是 2011 年 1.8 亿，2012 年 2.5 亿元。由于公司工艺技术改进，减员增效，每吨的制造成本下降。公司去年收购巨石集团，财务费用支出较高，今年有望下降。

EPS 预计 2012 年 0.94 元，2013 年 1.29 元，对应目前股价的 PE 为 17.48 和 12.74，目标价 21 元，给予公司“买入”评级。

建材行业研究组

联系人:

邓海清

电话: 010-88085151

Email: denghaiqing@hysec.com

沈荣

电话: 010-88013569

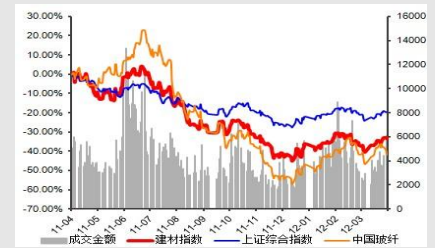
Email: shenrong@hysec.com

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-88085983

Email: huanglijun@hesec.com

市场表现



数据来源: WIND

股东户数

报告日期	股东人数	户均持股数
20111231	28103	15208 股
20110930	20755	20592 股
20110630	14368	29746 股

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20111231	20110630
机构持股	46 百万股	87 百万股
占流通 A 股比例	10.75%	20.39%
持股家数及退出	23	67

数据来源: WIND

公司产能及发展战略

全球玻纤纱需求达 500 万吨，其中国内需求约为 120 万吨。

公司一季度玻纤纱销量为 18-19 万吨，预计 4 月份可以实现销量 7 万吨。

公司 2011 年产能为 94.5 万吨。其中浙江地区总产能为 64.5 万吨，由于离上海港口近，主要供给外销；成都和江西处于内陆全部用于内销。公司外销比例近 50%。

	产能	销量
2009 年	60 万吨	
2010 年	70 万吨	
2011 年	93.5 万吨	74 万吨砂+制品=80 万吨
2012 年	保持 93.5 万吨	预期 90-100 万吨

公司规划的三大战略包括：

一、国内重点发展特种砂，产品高端化，塑造品牌。

公司目前 70% 以上是低端产品，为低端玻纤纱领域的全球龙头。但公司从 2010 年开始逐步增大高端产品比重，推出新品种，绕过同质化和价格战。

二、国外建新厂，以外供外，以内供内。海外开发公司，采用直供方式销售到海外。

公司对埃及巨石股份实现了 100% 控股，业绩承诺 7.7 亿元。通过地中海从埃及采用集装箱物流，原材料和燃料当地取材，节省了大量物流成本。同时可以减少 20.6% 左右的贸易关税，有效规避了贸易摩擦。

三、收购海外经销商，发展直供方式供给终端客户。

在金融危机期间，公司玻纤产品尽管销售量变化不大，但价格曾经一个月下跌了近 3000 元，主要由于贸易商加剧了利润波动。另一方面，在金融危机期间贸易商清库存、减少订单，公司由于降温停产的成本非常高，需要保持连续不断的生产，导致供需环境恶化，只能降价销售。

为了消除贸易商带来了巨大波动，公司计划收购海外龙头经销商，一般采用控股 60% 的方式，实现直接供应终端客户。直供给终端客户可以满足客户对于不同品种规模的玻纤需求，采用每个用户特有的工艺制度，定制化产品。由于不易切换产品，供货稳定性好；同时价格不透明，没有可比性，有利于公司获得超额收益。目前国内市场已基本实现直供，2011 年外国销售中有 20%-30% 是直供，公司目标是争取 2012 年达到 50% 以上的海外销售通过直供实现。

玻纤市场回暖，价格传导有效

去年玻纤的行情是前高后低，上半年刚宣布涨价，受“欧债危机”影响，国外的销量下降快。国内玻纤需求也出现下降，主要由于银根收紧，下游民营企业融资困难，缩减了业务规模。玻纤产品较大的价格弹性导致全行业普遍亏损。

今年的情况总体向好，订单量自正月十五以来在不断提升，目前吨毛利为 30%，景气高点时每吨毛利达到 37%-38%。玻纤行业复苏的一般过程是销售量首先企稳，然后价格回升。

销量恢复：从 3 月份开始国内市场需求迅速恢复，美国复苏强劲，2011 年在美国市场销量 7 万吨，预计 2012 年可以达到 10 万吨以上。

价格企稳：一季度玻纤产品价格 5500 元/吨左右，同比下降 300 元，环比下降约 200 元，但个别品种及小厂商已经开始涨价；目前公司经营成本不到 3800 元/吨，综合考虑三项期间费用情况，每吨产品的净利润大约在 200 元。

历史上宣布涨价的调价周期一般最短是三个月，现在直接通过市场部门掌握下游订货和需求信息，日益发达的通讯以及高效的市场调查，价格的市场传导效率日益提升。金融危机之前由于玻纤价格稳定，核心客户一

般会在年会上签定一年的长协订单，而金融危机之后开始逐步实行按月或者按季度定价。预期涨价在未来一段时间就会发生。

需求复苏，看好提价预期

今年玻纤需求除了海外市场复苏外，国内需求主要有以下几个看点：

一、玻纤是一种应用领域不断拓宽的新材料，替代木材、钢材其他材料，成为复合材料中的一种。全球市场用途来看，基建占 38%，交通占 28%，新能源占 10%，电子家电占 15%。其中在国内交通工具需求占比为 18%，而国外交通工具需求占比达到 28%，因此在交通工具领域的用途会不断拓宽。

二、水利建设投资增长，会拉动玻纤需求增长，例如公司在新疆水务厅已经拿到 3 万吨订单。水利建设 60% 的投资在西南，需求增速在 14% 左右，公司收购了西南的一些民营水泥企业，将有效增厚公司利润。

三、海水淡化输送管道对玻纤的需求增长。“海水西调”作为“南水北调”淡水补给的补充，将得到大力推广，玻璃钢管道的寿命 50 年以上，具有一定价格优势。同时玻璃钢管道的输送效率高于水泥管道和金属管道，金属管道的主要弊端是海水腐蚀，而水泥管道的弊端是管径限制。

降成本费用，净利润有望提升

公司成本逐年下降，目前已达到全行业最低，较低的能耗有效节省了生产成本，同时实现了气污水和粉尘的零排放。

公司经营成本结构为：27%-28% 天然气和电力成本；27%-28% 原材料成本；人工百分之十几；剩下矿石砂是自产，由于其价格不断上涨，公司成本优势日益明显。

一、天然气：燃料成本不断降低，从重油改进到天然气，改进到全氧燃烧，07 年的成本已经等于现在 12 年的售价。例如浙江用气指标少，会产生气荒。管道兼容 4 种燃料，管道液化气，管道天然气，压缩液化气，压缩天然气，选择当时较为便宜的燃料。

二、每年公司各个部门贴出来 1000 多项节支降耗规划，其中公司总目标是 2011 年 1.8 亿元，2012 年 2.5 亿。例如小到用纸打印，大到制冷机采用余热蒸汽来制冷等方式，节省公司的各项费用。

三、由于公司工艺改进，工人减员生产效率升高，虽然工人工资上涨，每吨的制造成本下降，吨劳动力成本下降。

四、公司去年收购巨石集团，财务费用支出较高，今年有望下降。

库存今年达到顶峰：行业内中国玻纤库存最多，正常应该是一个半月左右，目前的库存近三个月。去年上半年是去库存，下半年是增加库存。今年的库存达到最大值。

冷修带来产能减法：玻纤生产线平均七八年需要一次大修，今年有 20 万吨产能到期大修，将带来产能的净减少，有效改善供需环境。

表 1: 公司 2012-2014 年公司利润预测

利润表					资产负债表				
单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	5038	6341	7547	8453	流动资产	4833	6128	7017	8308
营业成本	3230	3982	4739	5308	现金	1458	1458	1458	2082
营业税金及附加	44	57	68	76	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	161	190	226	254	应收票据	498	627	746	836
管理费用	472	594	664	744	应收款项	1214	1525	1815	2033
财务费用	643	592	551	528	其它应收款	90	254	302	338
资产减值损失	22	0	0	0	存货	1514	1867	2222	2488
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他	59	398	474	531
投资收益	23	23	23	23	非流动资产	11115	10372	9912	9589
营业利润	490	948	1321	1566	长期股权投资				
营业外收入	72	90	108	126	投资	99	99	99	99
营业外支出	11	11	12	13	固定资产	10057	10016	9580	9279
利润总额	551	1027	1416	1679	无形资产	246	221	199	179
所得税	96	178	246	292	其他	713	36	34	32
净利润	455	849	1170	1387	资产总计	15948	16501	16929	17897
少数股东损益	163	304	419	496	流动负债	8055	8054	7387	7057
归属于母公司净利润	292	545	752	891	短期借款	5839	7089	6277	5839
EPS (元)	0.50	0.94	1.29	1.53	应付账款	518	639	760	851
年成长率					预收账款	122	119	142	159
营业收入					其他	1577	207	208	208
营业利润	6%	26%	19%	12%	长期负债	4402	4162	4162	4162
净利润	6%	94%	39%	19%	长期借款	4162	4162	4162	4162
获利能力	42%	86%	38%	19%	其他	240	0	0	0
毛利率					负债合计	12457	12216	11549	11219
净利率	35.9%	37.2%	37.2%	37.2%	股本	582	582	582	582
ROE	5.8%	8.6%	10.0%	10.5%	资本公积				
偿债能力	8.4%	13.7%	16.1%	16.3%	金	1701	1701	1701	1701
资产负债率	6.3%	8.2%	9.7%	10.3%	留存收益	1216	1707	2383	3185
净负债比率					少数股东权益				
					权益	42	346	764	1261
					归属于母公司所有者权益				
					益	3499	3989	4665	5467
					负债及权益	15998	16551	16979	17947

合计

流动比率	78.1%	74.0%	68.2%	62.7%
速动比率	70.8%	68.2%	61.7%	55.9%
营运能力				
资产周转率	0.6	0.8	0.9	1.2
存货周转率	0.4	0.5	0.6	0.8
应收帐款周转率	0.3	0.4	0.4	0.5
应付帐款周转率	2.4	2.4	2.3	2.3
每股资料 (元)				
每股收益	4.3	4.6	4.5	4.4
每股经营现金	2.8	6.9	6.8	6.6
每股净资产	0.50	0.94	1.29	1.53
每股股利	1.35	2.32	3.39	3.80

项目 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	784	1353	1970	2211
投资活动现金流	(823)	(450)	(555)	(555)
筹资活动现金流	(450)	(902)	(1416)	(1032)
现金净增加额	(489.5)	0	0	624

分析师简介:

邓海清: 复旦大学金融学博士, 宏源证券研究所建材行业分析师, 曾经在上海市人民政府研究室、上海市杨浦区人民政府研究室工作多年, 2010 年任职国金证券研究所宏观策略组, 2011 年加盟宏源证券研究所。

注: 宏源证券建材行业实习生秦闻、姚艺对报告亦有贡献。

机构销售团队

	郭振举	牟晚凤	孙利群	赵胤
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085230 zhaoyin@hysec.com
华东区域	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com
华南区域	010-88085991 zenglijie@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	010-88085842 fangfang@hysec.com	010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。