



Research and
Development Center

玻纤龙头，等待黎明

——中国玻纤（600176.sh）

2012年06月19日

范海波
行业分析师

证券研究报告

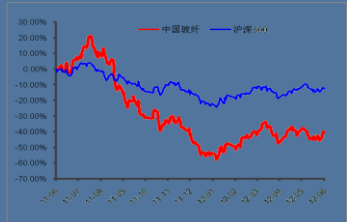
公司研究——投资价值分析报告

中国玻纤（600176.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

中国玻纤相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2012.6.18）

收盘价（元）	11.04
52 周内股价波动区间（元）	10.4-34.36
最近一月涨跌幅（%）	6.38
总股本（亿股）	8.73
流通 A 股比例（%）	73.47
总市值（亿元）	96.34

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街九号院
一号楼六层研究开发中心
邮编：100031

范海波 行业分析师

执业编号：S1500510120021

联系电话：+86 10 63081252

邮箱：fanhaibo@cindasc.com

玻纤龙头，等待黎明

短中长期均有看点

2012 年 06 月 19 日

本期内容提要：

- ◆ **需求回暖、产能改善，提价可待。**国内市场对玻纤的需求依然强劲，除了搁置的基建设施先后复工外，新项目也将持续投入；海外市场方面，美国经济复苏抢眼。产能方面，全行业高度集中，今年全球除了长海股份新投入 7 万吨产能外，其他新增产能较少，产能压力得到缓解，玻纤行业寡头垄断局面将继续维持。另外行业成本压力不断加大，玻纤提价势在必行。
- ◆ **中国玻纤：行业复苏的最大受益者。**中国玻纤是我国玻纤行业的领军者，产能 93.5 万吨，产销量全球排名第二。通过定向增发，对旗下巨石集团实现 100%控股权。公司埃及年产八万吨无碱玻纤项目已经开工，我们预计 2013 年中将投入使用。公司研发能力强，在成本控制方面全行业最领先，毛利率维持在 30%以上，高于行业平均 10%左右。
- ◆ **短中长期均有看点。**短期来看，供需改善，提价势在必行；中期来看，全球经济向上趋势不会改变，预计在 2013 全球 GDP 增速将再一次加快，而公司的埃及项目也正好投入使用；长期来看，玻纤的下游领域不断扩大，包括新能源（风能发电）、水利工程、海水淡化、造船、航空等，都有巨大的潜在市场需求。
- ◆ **盈利预测与投资评级。**我们预测公司 2012—2014 年 EPS 为 0.61 元、0.74 元和 0.94 元。综合考虑相对估值法和绝对估值法，我们认为公司的估值区间为 13.73 元~15.16 元，合理价格中枢为 14.45 元，对应当前股价为 11.04 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**玻纤提价；埃及项目投产。
- ◆ **风险因素：**全球经济增长放缓风险；汇率风险；反倾销风险。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	4,765.02	5,038.39	5,553.33	6,174.00	6,842.85
增长率 YoY %	50.27	5.74	10.22	11.18	10.83
净利润(百万元)	205.96	292.29	534.45	643.86	815.96
增长率 YoY%	-233.08	41.92	82.85	20.47	26.73
毛利率%	31.05	35.89	35.13	34.93	35.78
净资产收益率 ROE%	15.60	12.00	14.54	15.46	17.09
每股收益 EPS(元)	0.35	0.50	0.61	0.74	0.94
市盈率 P/E(倍)	47	33	18	15	12
市净率 P/B(倍)	4.52	1.86	2.47	2.18	1.88

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2012 年 06 月 18 日收盘价

目 录

投资聚焦.....	1
玻纤简介：新型复合材料，替代优势明显.....	2
玻纤的分类与应用.....	2
替代优势明显，发展前景广阔.....	2
需求回暖，行业仍处在向上周期.....	4
玻纤行业存在周期性，目前处在向上周期.....	4
国内消费依然巨大，出口不悲观.....	4
下游应用领域扩大，需求长期看好.....	7
产能改善，寡头垄断仍将继续.....	7
我国玻纤产量全球第一.....	7
新增产能放缓，行业集中度维持在高位.....	8
进入壁垒提高，寡头垄断仍将继续.....	8
中国玻纤：行业复苏的最大受益者.....	9
玻纤行业领军者，内外兼修.....	9
成本控制全球领先.....	11
玻纤龙头——行业复苏的最大受益者.....	12
盈利预测与估值.....	13
主要假设.....	13
盈利预测：2012—2014 年 EPS 为 0.61 元、0.74 元和 0.94 元.....	13
公司估值：“买入”评级.....	14
风险提示.....	15

表 目 录

表 1：玻纤的分类与应用.....	2
表 2：玻纤行业发展历史及重大事件.....	4
表 3：中国玻纤生产能力.....	11
表 4：中国玻纤产能与销量假设.....	13
表 5：玻纤业务以及其他业务预测.....	14
表 6：EPS 敏感性分析.....	14
表 7：可比公司估值情况.....	14
表 8：FCFE 估值法参数假设.....	15

图 目 录

图 1：全球玻纤最终消费市场分布.....	3
图 2：中国玻纤最终消费市场分布.....	3
图 3：玻纤行业产业链.....	3
图 4：建筑业新开工面积（季度）.....	5
图 5：交通运输、仓储及邮政业固定资产投资（季度）.....	5
图 6：中国铁路年投资额（亿元）.....	5
图 7：中国汽车年产量（万辆）.....	5
图 8：北美 PCB 订单出货比（月度）.....	6
图 9：制造业 PMI 指数：美国与欧元区对比（月度）.....	6
图 10：中国玻纤及制品出口分布.....	6
图 11：中国玻纤纱出口情况.....	6
图 12：中国玻纤纱产量.....	7
图 13：全球玻纤产能分布.....	7
图 14：中国玻纤企业在窑池产能.....	8
图 15：全球玻纤产能格局.....	8
图 16：中国玻纤股权结构.....	9
图 17：中国玻纤国内外营业收入占比.....	10
图 18：中国玻纤业务占比.....	10
图 19：中国玻纤营业收入情况.....	10
图 20：中国玻纤净利润与毛利率情况.....	10
图 21：玻纤生产成本估算.....	12
图 22：中国玻纤与玻纤行业的毛利率水平比较.....	12

投资聚焦

玻纤行业仍处在向上周期。玻纤行业存在周期性，其走势与全球 GDP 高度相关。历史上的经济大萧条，对玻纤行业都打击沉重。在次贷危机之后，全球经济复苏。尽管欧债危机引起全球恐慌，但它的影响主要还是在欧元区，全球经济向上趋势没有改变。同样，玻纤行业整体仍处在向上周期。

行业观点：玻纤提价势在必行。国内市场对玻纤的需求依然强劲，近期政策层面利好消息不断，国家刺激经济措施陆续推出，除了搁置的基建设施先后复工外，新项目也将持续投入；海外市场，美国经济复苏抢眼。产能方面，全球前六大玻纤生产企业占据了 80% 以上的产能，行业高度集中。在金融危机后，玻纤生产企业都比较谨慎，今年全球除了长海股份新投入 7 万吨产能外，其他新增产能较少，产能压力得到缓解，玻纤行业寡头垄断局面将继续维持。此外，今年以来，天然气价格上升，成本压力不断加大。因此，我们认为，玻纤提价势在必行。

公司观点：行业复苏的最大受益者。中国玻纤是我国最大的玻纤生产企业，产能 93.5 万吨，占全国 35%，全球 20%，产销量全球排名第二。通过定向增发，对旗下巨石集团实现 100% 控股权。公司埃及年产八万吨无碱玻纤项目已经开工，我们预计 2013 年中投入使用，将近一步开拓海外市场，并能有效降低成本和规避贸易摩擦。公司研发能力强，享受 15% 的所得税优惠政策。此外，中国玻纤在成本控制方面处在全行业最领先水平，毛利率维持在 30% 以上水平，高于行业平均水平 10%。**短中长期均有看点。**短期来看，供需改善，提价势在必行；中期来看，全球经济向上趋势不会改变，预计在 2013 全球 GDP 增速将再一次加快，而公司的埃及项目也正好投入使用；长期来看，玻纤的下游领域不断扩大，包括新能源（风能发电）、水利工程、海水淡化、造船、航空等，都有巨大的潜在市场需求。

有别于大众的认识。玻纤企业的生产具有连续性，一旦开窖如果停止其成本是巨大的，因而供给弹性较小；玻纤原丝的生产以及复合材料的生产是产业链中技术含量较高，而玻纤制品相对较为容易。

股价催化剂：玻纤提价；埃及项目投产。

关键假设、盈利预测与投资评级。我们预计公司 2012—2014 年玻纤及制品平均价格（不含税）将在 5880 元、6174 元和 6483 元，销量为 85 万吨、90 万吨和 95 万吨，对应的 EPS 分别为 0.61 元、0.74 元和 0.94 元。综合考虑相对估值法和绝对估值法，我们认为公司的估值区间为 13.73 元~15.16 元，合理价格中枢为 14.45 元，对应当前股价为 11.04 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素：全球经济增长放缓风险；汇率风险；反倾销风险。

玻纤简介：新型复合材料，替代优势明显

玻纤的分类与应用

玻璃纤维诞生于 20 世纪 30 年代，作为一种重要的复合增强新材料，具有众多优越特性，如：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。20 世纪 50 年代玻璃纤维池窑拉丝工艺获得成功，实现了玻璃纤维生产技术的重大突破，开启了玻璃纤维规模化、现代化大生产之路。目前，国际上玻纤应用品种已达 5,000 多种，60,000 多个规格用途，品种与规格以每年平均增长 1,000-1,500 种的速度迅猛发展。作为复合材料用增强纤维的最重要基材，玻纤占据复合材料所用增强纤维的 98% 左右。全球玻纤消费主要集中在美国、欧洲、日本等发达国家和地区，其人均玻纤消费量较高。

按照玻纤下游的需求，主要可以分为无碱玻纤、中碱玻纤、高碱玻纤和电子纱四种。目前已经被广泛应用于建筑、交通、电子电气、工业设备、造船、医疗、海洋开发、航空航天、风力发电等产业。

表 1：玻纤的分类与应用

分类	特性	应用领域
无碱玻纤	电气绝缘性及机械性能良好	玻璃钢增强材料、管道、风电叶片、汽车车体、贮罐、渔船、游艇、模具、土工格栅等
中碱玻纤	耐化学性，抗腐蚀强	石油、化工领域管道储罐及建筑、工业设备、体育设施、酸性过滤布、窗纱基材等
高碱玻纤	高强度、高模量	耐酸性的蓄电池隔板、电镀槽、硫酸厂酸雾过滤等
电子纱	绝缘性好，适用于电子元器件	织造电子级玻璃纤维布、编织电子套管产品、电绝缘及热绝缘材料

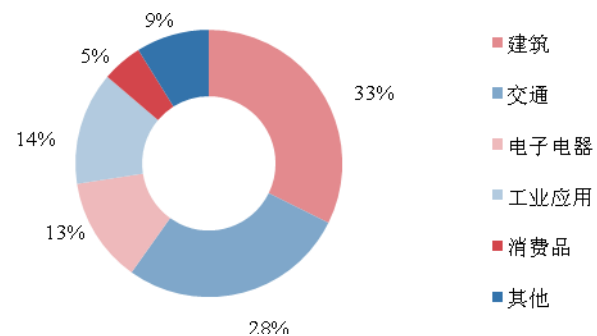
资料来源：中国玻纤网，信达证券研发中心

替代优势明显，发展前景广阔

世界范围内，玻璃纤维工业仍是一门保持增长活力的朝阳工业。在美国、欧洲等发达国家，玻纤工业的增长率一直高于 GDP 增长率，而我国玻纤行业过去十年的平均同比增长率达到了 25% 左右。玻璃纤维工业发展的动力来自于下游产品市场的需求，基础设施市场（桥梁、高速公路、港口建筑等大规模翻修或改建，玻璃纤维增强的玻璃钢杆代替钢筋用于混凝土）与建筑是玻纤传统的主要需求市场，而环保、节能及新能源市场（风能发电叶片、天然气驱动汽车所需玻璃气瓶基材）、交通工具市场（火车、城市轻轨系统及汽车用基材）都是玻纤产品未来的巨大发展空间。玻纤在替代钢材、木材、水泥等传统材料方面作用日益明显。

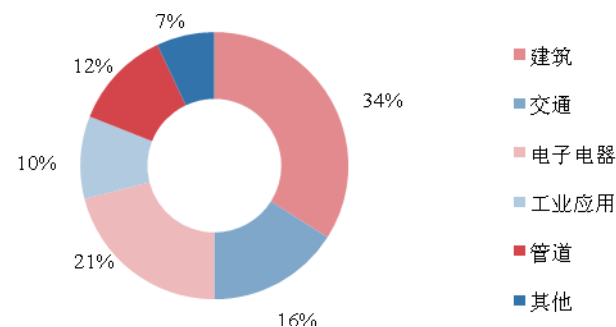
从玻纤的最终消费市场来看，建筑与交通占到总需求的一半，是其消费市场消费的主力，对玻纤的价格影响也最大。国内玻纤需求市场与全球市场有所不同：国内电子电器的消费占比达到了 21%，比全球市场高 8%；国内管道需求达 12%，而全球市场另一需求主要来自于消费品，占总需求的 5%。

图 1: 全球玻纤最终消费市场分布



资料来源: 中国玻纤网, 信达证券研发中心

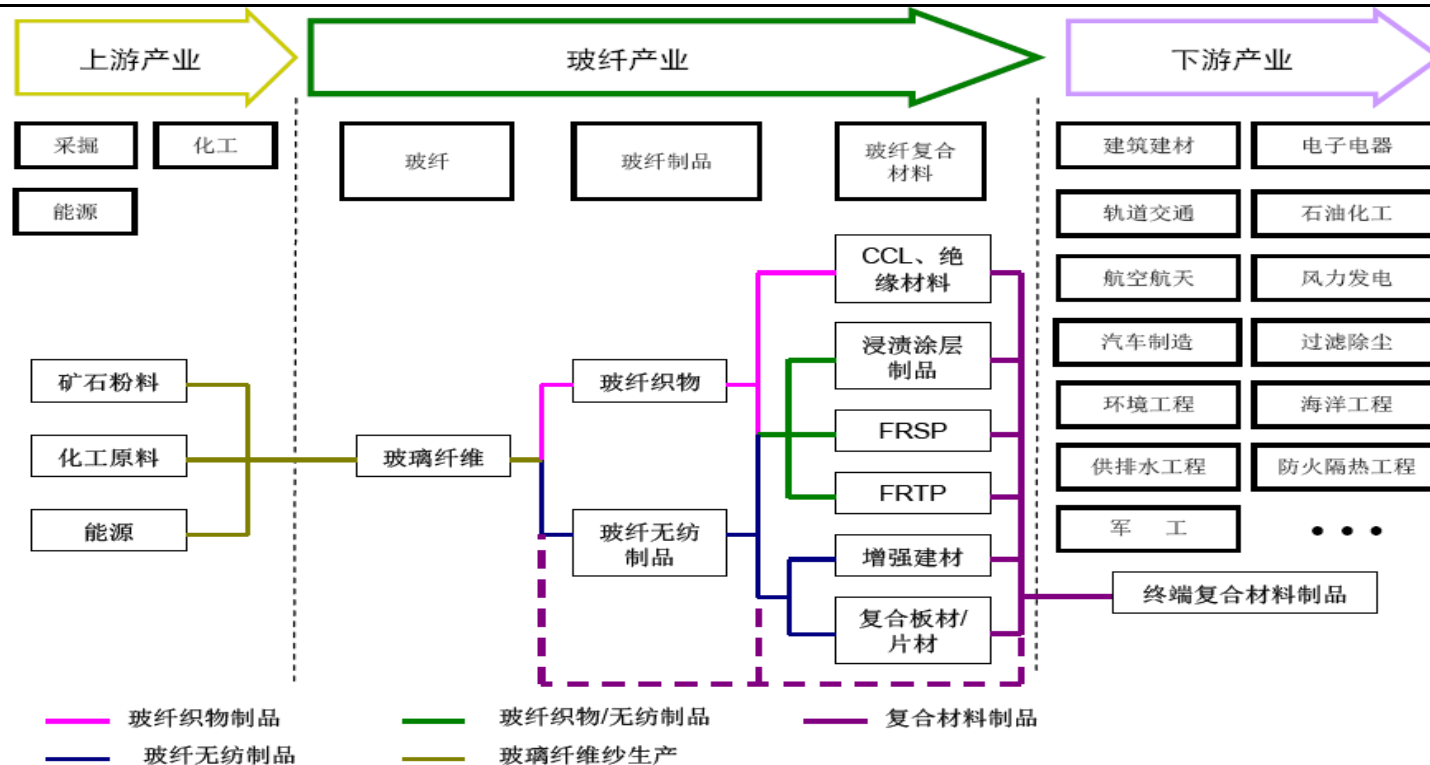
图 2: 中国玻纤最终消费市场分布



资料来源: 中国玻纤网, 信达证券研发中心

在玻纤产业链中, 玻璃纤维处于产业本身的最前端, 而玻纤制品和玻纤复合材料处于后端。

图 3: 玻纤行业产业链



资料来源: 长海股份招股说明书, 信达证券研发中心

需求回暖，行业仍处在向上周期

玻纤行业存在周期性，目前处在向上周期

由于玻璃纤维的需求涉及到各个领域，因而受宏观经济形势影响较大，其周期性与经济周期存在较强的相关性，整体来看，呈现波浪式上升趋势。从玻纤企业的生产角度来看，其生产存在着连续性，一旦开窖后短时间内就无法停止，停窖后再次开窖时发生的耐材更替等一系列成本是巨大的。因此，当行业不景气的时候，产能往往会过剩，玻纤企业往往会通过降价来缓解库存压力，只有当出现严重的经济危机时，玻纤生产企业才会选择停窖。同时，玻纤企业新的生产线从建设到投入往往需要 18 个月左右的时间，因而在行业景气度高时，又会出现供不应求的局面。

我们从玻纤的发展历史来看，其行业发展走势与经济形势基本一致。历史上，玻纤行业出现衰退都与全球金融危机相关，发生在 1991 年、2001 年与 2009 年。最近一次 2008 年爆发的金融危机导致需求下降，全球玻纤企业从 2008 年年末开始盈利能力迅速下降，行业普遍亏损，2009 年行业处在最底部，表现为降价、停窖、加库存。2010 年后经济回升，需求回暖，表现为去库存、恢复产能、稳步提价。基于对玻纤行业历史周期的判断，我们认为目前行业整体仍处在向上周期。

表 2: 玻纤行业发展历史及重大事件

时间	重大事件
1938 年	坩埚法玻璃纤维诞生，脱离传统的玻璃工业母体，成为一个崭新的独立工业体系
1958 年	池窑拉丝法玻璃纤维诞生，极大地促进了生产
1987-1989 年	全球性玻纤供应短缺，带动了产量猛增
1990-1991 年	随着西方国家的经济衰退，连续两年全球玻纤产量下降
1992 年-1996 年	全球经济好转，玻纤工业开始恢复，连续大幅度上升
1997-1998 年	东南亚金融危机牵连以及 IT 不景气，全球玻纤工业发展缓慢
2001 年	受美国“911”事件影响，需求回落
2004-2007 年	电子工业及复合材料发展较快，全球玻纤产量保持着 8.1% 复合增长率高速增长，国内达 28%
2008-2009 年	次贷危机爆发，行业进入冬天，2009 年产量及销量同比出现负增长
2010 年-至今	经济复苏，2010 年后玻纤企业先后复产，行业回暖上升

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

国内消费依然巨大，出口不悲观

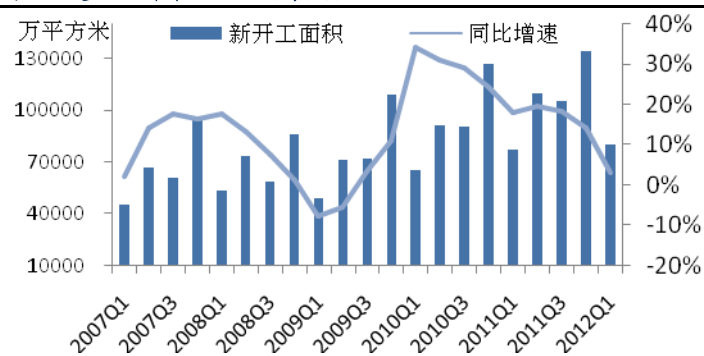
近期政策层面利好，刺激玻纤传统需求。建筑与交通运输是玻纤传统的主要需求，占到总需求的一半左右。2011 年由于受房地产调控、基建项目停工等因素影响，国内经济增长放缓，并且一直延续至今年上半年，受此影响，玻纤行业的传统需求同比回落，回暖也放慢了脚步。而进入今年二季度以来，为应对经济下滑，国家也出台了一系列刺激政策。国务院常务会议发出了明确信号：启动一批“事关全局、带动性强”的重大项目，以钢铁和基建为主。紧接着，证监会发文支持民企上市和再

融资，鼓励民间资本参股券商，为经济发展输血。新一轮的刺激投资计划呼之欲出，这一切都与下滑明显的宏观经济相关。我们认为，固定投资的拉动，特别是基础设施的陆续复工和新项目的投入，对于玻纤的需求增加有直接的刺激作用。

铁路复工，投资加快。玻纤目前还开始应用到高铁枕木领域，虽然目前应用的量还相对较少，但高铁建设庞大的市场需求以及玻纤相对其他材料价格的降低都将使得该领域值得长期关注。2011年由于高铁事故的影响，铁路投资下滑较快。今年以来，铁路项目陆续复工，新的项目也已经提上议程，近期铁道部更是宣布已获2万亿的银行授信，并且开放民间资本进入。我们认为2012年铁路投资将迅速回升，并在未来一段时间内保持增长。

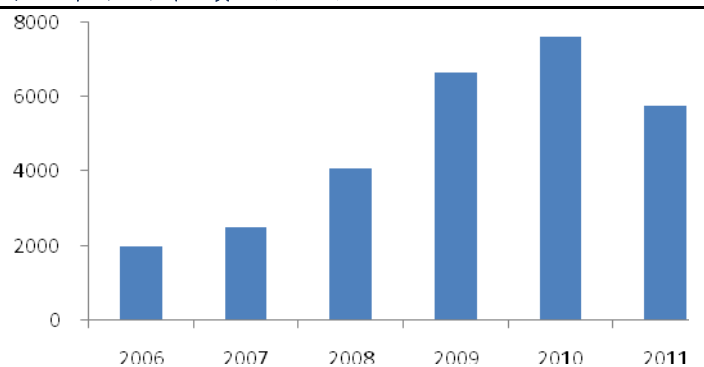
汽车产量将维持在高位。我国汽车行业稳居全球产销第一。尽管2011年汽车产量同比增速已经明显放缓，但居民生活水平的提升的背景下，国内汽车产销量都将获得长期支持，我们认为汽车产量依然将维持在高位。

图 4: 建筑业新开工面积 (季度)



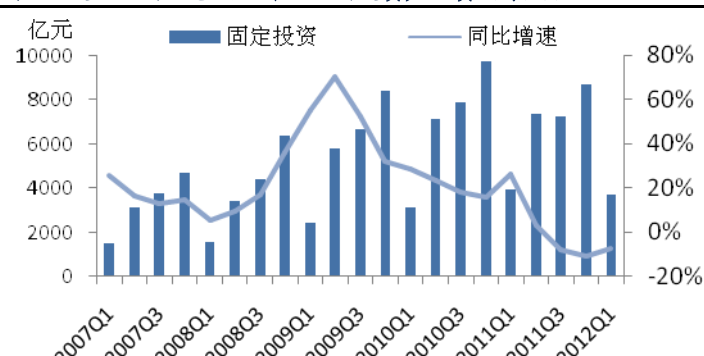
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 6: 中国铁路年投资额 (亿元)



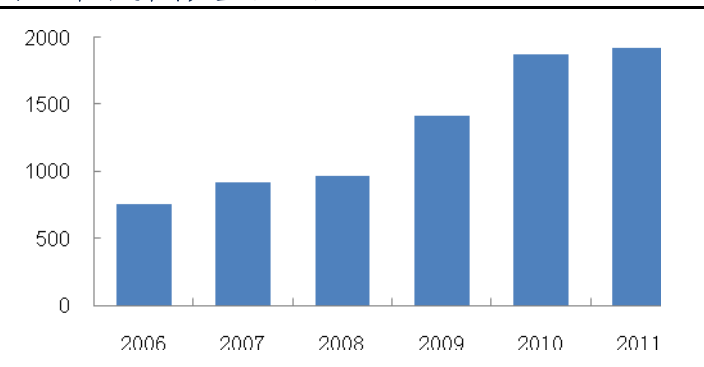
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 5: 交通运输、仓储及邮政业固定资产投资 (季度)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 7: 中国汽车年产量 (万辆)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

电子纱需求回暖。电子纱是电路板的重要原材料之一，而电子纱的价格与需求受到下游行业周期变动影响巨大。根据 IPC 协会统计的北美 PCB 订单出货情况可以看到，北美地区 PCB 订单出货比在经历了前期金融危机与 11 年的萧条之后，12 年订单数明显加快，订单出货比回升明显，行业迎来新一轮景气周期。

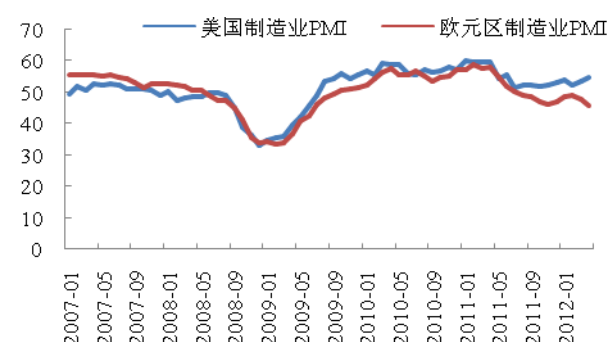
出口不悲观。中国是全球最大的玻纤生产国以及出口国，出口分布各个国家和地区，2011 年玻纤纱出口量达 120 余万吨，出口比例接近 50%。因此，重点出口国家和地区的经济景气度对国内玻纤生产影响重大。尽管当前欧债危机引发全球经济恐慌，但与由美国引发的全球次资危机相比，欧债危机影响主要是在欧元区，其影响相对有限。2012 年美国复苏明显，其制造业 PMI 指数在今年前四个月明显上扬，预计今年北美将占到出口将明显提升。此外，IMF 在最新报告中预计，对于 2012 年全球 GDP 的增速由 4% 下降到 3.5%，IMF 同时也认为随着全球经济活动再次加速，2013 年将增长 4.1%。对此，我们认为对于玻纤行业的出口不必太悲观，行业整体向上走势不会改变。

图 8: 北美 PCB 订单出货比 (月度)



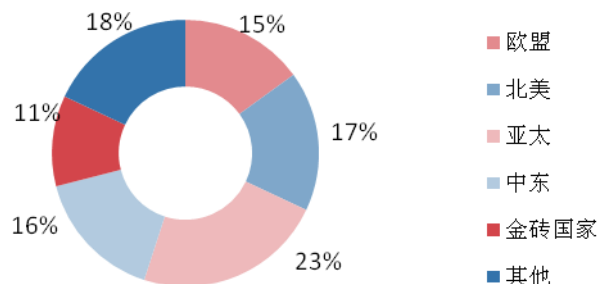
资料来源: IPC, 信达证券研发中心

图 9: 制造业 PMI 指数: 美国与欧元区对比 (月度)



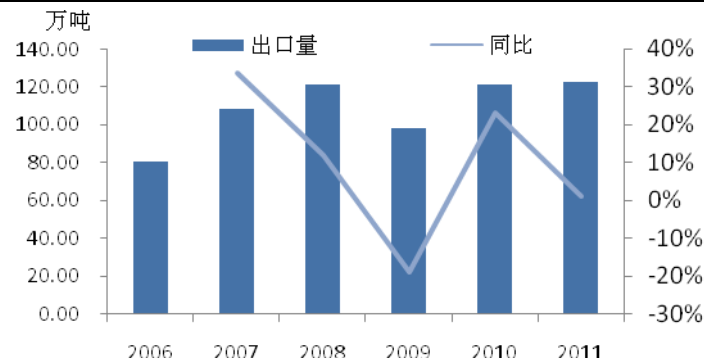
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 10: 中国玻纤及制品出口分布



资料来源: 中国玻纤网, 信达证券研发中心

图 11: 中国玻纤纱出口情况



资料来源: 中国玻纤网, 信达证券研发中心

下游应用领域扩大，需求长期看好

新能源。玻璃纤维是风电设备制造中重要的材料，随着新能源的大力发展，玻纤在该领域的需求得到了迅速的提升。目前全球风电设备对玻纤的需求大约在 50 万吨左右。而中国作为全球最大的风电市场与全球最大的风电机组生产基地，尽管这两年风电发展进入了一个相对低谷期，但我们认为风电发展向上势头不会改变，其将对玻纤将有巨大的需求。

海水淡化。我国淡水资源较为贫乏，人均水资源占有量只有世界平均水平的四分之一，因此能过发展海水淡化项目解决水资源的贫乏和污染具有现实和长远的战略意义。玻璃钢管是以玻璃纤维为增强材料，具有良好的抗化学腐蚀性、维护简便、寿命长、性价比高等优点，因此随着海水淡化行业的快速发展，对于玻纤有巨大的潜在需求。

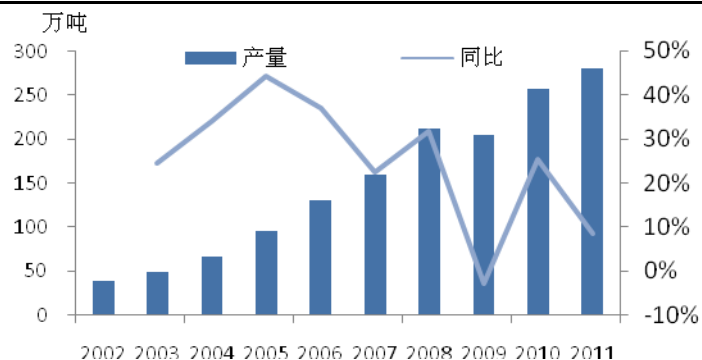
游艇与造船。游船与造船对玻纤也有巨大的需求。全世界游艇拥有量大概在2000万艘左右，而我国随着人民生活水平的提高，对于游船的需求也日益加大。欧洲国家以及美国政府均有规定，40-60 英尺的船必须用玻璃纤维增强复合材料制造，而我国也要求采用玻璃纤维增强复合材料来制造小型规格的船。

产能改善，寡头垄断仍将继续

我国玻纤产量全球第一

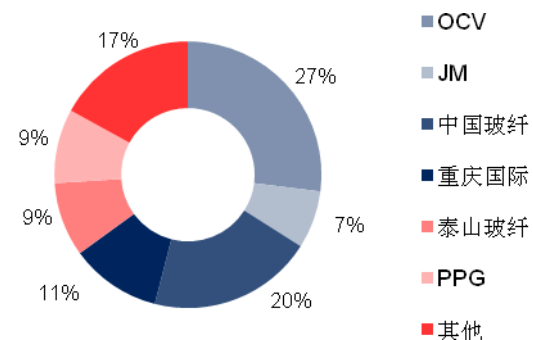
在过去十年间，我国玻纤的产能有了明显的提升，到 2011 年末，我国玻纤纱年产量接近 280 万余吨，产能占全球一半。从玻纤的产能分布来看，主要集中在亚洲，占到全球产能的 67%，美洲占 17%，欧洲占 16%，这也是玻纤主要的需求市场。当前我国玻纤产能在 270 余万吨，但其中约有 50 万吨的落后产能面临淘汰，随着节能减排的进行以及行业自身发展历程中的优胜劣汰，落后产能淘汰进程有望加速。

图 12: 中国玻纤纱产量



资料来源: 中国玻纤网, 信达证券研发中心

图 13: 全球玻纤产能分布



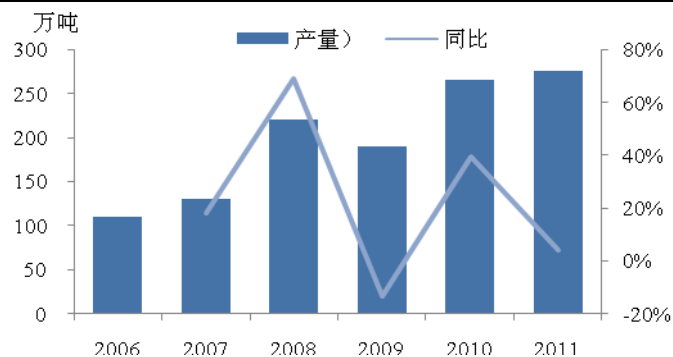
资料来源: 中国玻纤网, 信达证券研发中心

新增产能放缓，行业集中度维持在高位

在经历了金融危机的大萧条之后，玻纤生产企业对于新的生产线投入非常谨慎，从2010年开始，新增产能就已经非常缓慢。2010-2011年其实是在消化2007-2008那轮新上的产能。2009年停窑；2010年复产、新建原有规划的产能；2011年消化新产能。2012年全球仅长海股份新增7万吨产能以及其他零星几万吨。

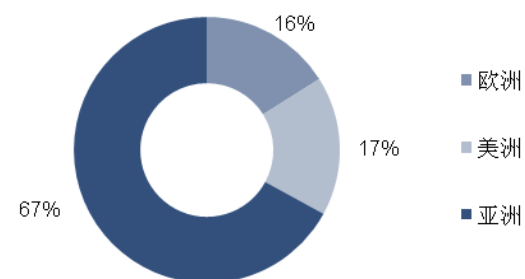
目前从世界范围内的玻纤产业竞争格局上看，随着产业内部整合的展开以及强者恒强的发展轨迹，玻纤产业集中维持在高位，全球前六大玻纤生产企业占总产能的83%，行业高度集中。具体来看，欧文斯科宁在整合圣戈班之后，产能占比达到27%，排名第一，中国玻纤位居其后，占全球产能的20%，占国内产能35%。

图 14: 中国玻纤企业在窑池产能



资料来源：中经网，信达证券研发中心

图 15: 全球玻纤产能格局



资料来源：中国玻纤网，信达证券研发中心

进入壁垒提高，寡头垄断仍将继续

玻纤本身存着技术与资金方面的壁垒以及规模经济的状况，另外国家对玻纤行业进入条件进行了严格规定，因此在未来一段时间，这样的寡头垄断竞争格局持续下去的概率较大。

技术壁垒。从玻纤生产技术来看：玻纤原本用于军工产品，改革开放初期，欧美等发达国家严禁向我国出口玻纤生产技术。我国通过自主研发，用了15年左右的时间，掌握了国际上最先进的玻纤池窑拉丝生产技术。玻纤行业本身是一个集玻璃熔制及成型、机械、高分子材料与工程、热工、化工、纺织、自动控制等工业技术以及流体力学理论、界面科学、晶体成核、结晶理论、聚合物理论等研究成果于一体的独立工业体系，是现代材料工业发展的重要成就之一，存在较高的技术壁垒。

资金壁垒。玻纤制品及玻纤复合材料的规模化生产存在较高的资金壁垒。实现玻纤制品及玻纤复合材料的规模生产要求企业投资中、大型机组；而高端玻纤制品对玻纤原丝性能的要求较高，企业要实现高端玻纤制品的规模化生产，需要配套相应的池窑拉丝生产线来实现高质量原丝供应。目前国内投资池窑拉丝生产线所需资金规模较大，每万吨玻纤纱的平均投资成本预

计在 1 亿元左右，投资规模巨大。

政策壁垒。近日，工信部发布《玻璃纤维行业准入条件（2012 年修订）》（征求意见稿）。相比于 2007 年发布实施的《玻璃纤维行业准入条件》来看，2012 新版在企业生产布局、工艺与装备、能源消耗、环境保护和产品质量等领域全面提高了行业的准入门槛，例如对于无碱玻纤最低要求 50,000 吨及以上，此前是 30,000 吨，同时要求现有玻璃纤维和玻璃球生产企业要通过技术改造，在 2015 年底前全面达到环境保护、能源消耗等方面的准入条件，有利于加快淘汰落后产能。

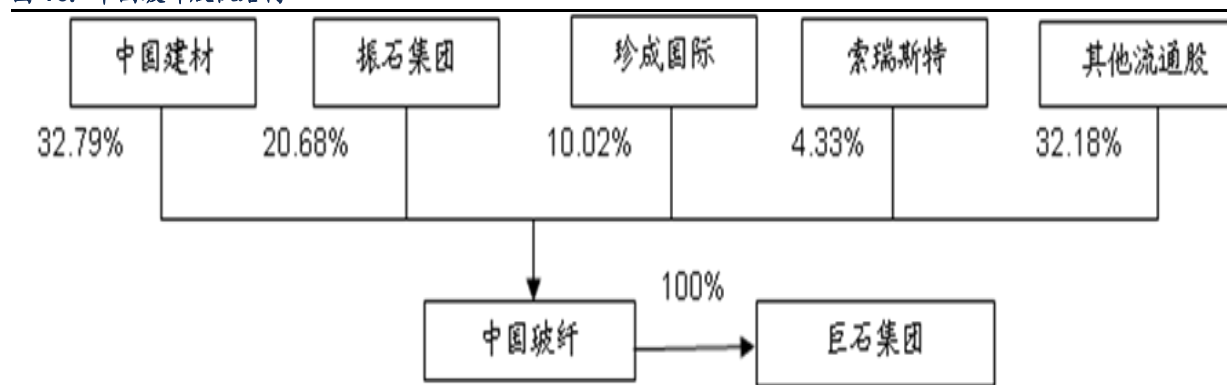
品牌壁垒。由于玻纤被广泛运用到各个领域，有些甚至与人体直接接触，因此对于玻纤本身的安全性、环保性以及质量等方面提出了较高的要求。即便一个新进入厂商能够生产出符合要求的玻纤产品时，其下游顾客对其接受也需要一个长期的过程，特别是中高端产品。玻纤行业存在着这种隐形的“认证”壁垒，我们称之为品牌壁垒。

中国玻纤：行业复苏的最大受益者

玻纤行业领军者，内外兼修

公司概况。中国玻纤是我国最大的玻纤生产企业，产销量亚洲第一，全球第二。公司主要通过控股子公司巨石集团从事玻璃纤维及制品业务，中国玻纤的营业收入及净利润 90%以上来源于巨石集团。同时在 2011 年，中国玻纤通过向中国建材、振石集团、珍成国际、索瑞斯特非公开增发，收购了巨石集团剩余 49%的股权，实现对其 100%控股权。

图 16：中国玻纤股权结构

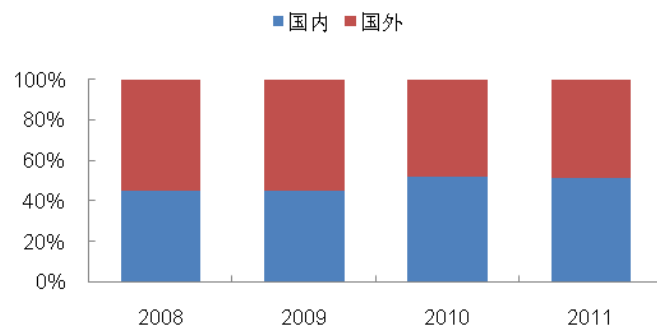


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

国内外市场共同开发，内外兼修。公司较早的积极实施“走出去”战略，出口业务目前接近公司营业收入的 50%，出口国家和地区遍及北美、欧盟、中、亚太等全球各地，较为分散，有利于减少对某一地区过度依赖的风险。而国内市场方面，在金融危机之后，其比例开始略有上升，现已超过国外市场的比例。从财务数据来看，2011 年国外收入占总收入的 49%。公司

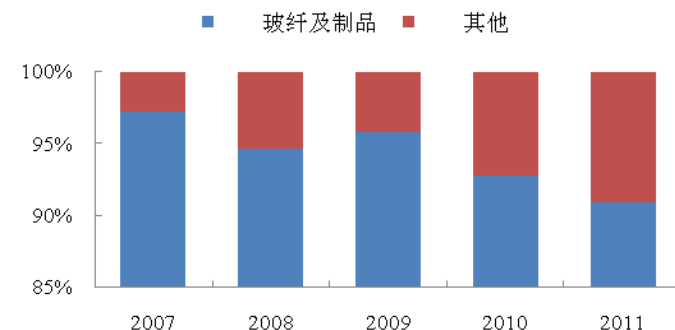
2011 年营业收入为 50.38 亿，同比增长 6%，其中玻纤业务占 91%；净利润 4.6 亿，同比增长 3%；毛利率持续上升，同比增长 4.84%，达 35.89%，目前公司国内外玻纤业务毛利率水平基本相同。

图 17: 中国玻纤国内外营业收入占比



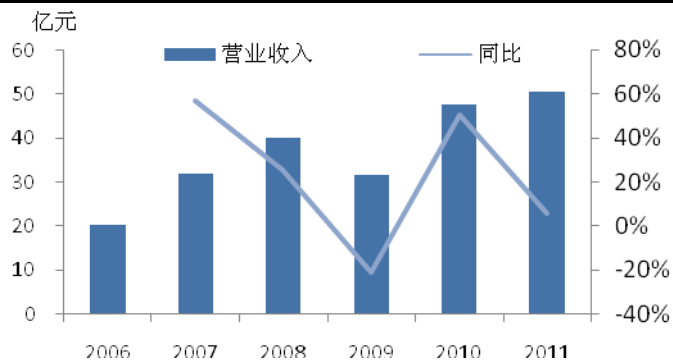
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 18: 中国玻纤业务占比



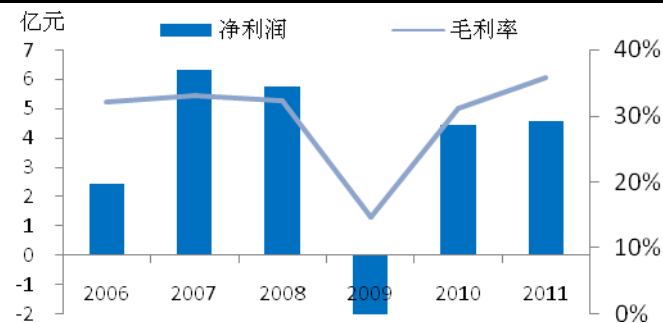
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 19: 中国玻纤营业收入情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 20: 中国玻纤净利润与毛利率情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

中国玻纤目前拥有 93.5 万吨生产能力，为加快建设全球产业布局，规避国际贸易保护主义，公司计划在埃及等新兴市场国家建设玻纤生产线。今年 1 月，埃及生产线项目建设已经开工，项目总投资 22,330.95 万美元，年产 8 万吨无碱玻纤，我们预计将在 2013 年内完工。项目建成投产后，根据公司的预计，年销售收入 55,412.5 万元，年利润总额 20,194.39 万元。埃及项目完工后，将采用集装箱物流，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，并有效规模贸易摩擦。

表 3: 中国玻纤生产能力

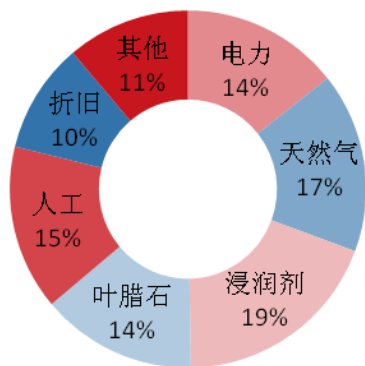
地点	定项目及生产线名称	实际产能(吨)	投产日期	主要产品名称
巨石桐乡基地	年产四万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线扩建项目	60000	2004-9	无碱玻纤纱
	年产八万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线增资项目	100000	2006-1	无碱玻纤纱
	年产十二万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线增资项目	120000	2007-4	无碱玻纤纱
	年产十四万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线增资项目	140000	2008-2	无碱玻纤纱
	年产十四万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线增资项目	160000	2008-6	无碱玻纤纱
	年产三点五万吨玻璃纤维节能环保池窑拉丝生产线增资项目	35000	2010-6	无碱玻纤纱
巨石成都基地	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	2008-1	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	2008-8	中碱玻纤纱
	年产四万吨玻璃纤维池窑生产线技术改造项目	40000	2010-3	无碱玻纤纱
	年产七万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线	70000	2010-2	无碱玻纤纱
	年产八万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线	80000	2010-6	无碱玻纤纱
巨石九江基地	年产二万吨玻璃纤维节能环保池窑拉丝生产线	20000	2010-6	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 5000 万米电子布生产线	10000	2006-11	电子纱/ 电子布
巨石埃及	年产八万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线	80000	2013-6	无碱玻纤纱
当前产能合计		935000		

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

成本控制全球领先

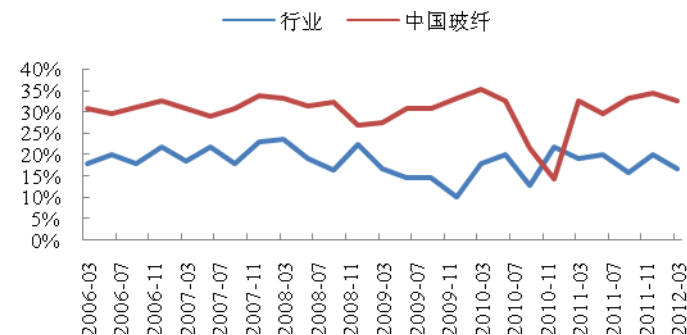
成本控制全球领先, 毛利率水平远高于行业。公司成本逐年下降, 目前已达到全行业最低, 07 年的成本已经等于现在 12 年的售价, 公司毛利率高于行业均值 10% 以上。玻纤的成本的主要由天然气、浸润剂、叶腊石、电力、人工费用以及折旧等构成。具体来看: (1) 天然气。燃料成本不断降低, 从重油改进到天然气, 改进到全氧燃烧。例如浙江用气指标少, 会产生气荒。管道兼容 4 种燃料, 管道液化气, 管道天然气, 压缩液化气, 压缩天然气, 选择较为便宜的燃料; (2) 叶腊石。全国已知叶腊石矿床、矿点和矿化点约 102 处, 其中矿床和矿点共 76 处。储量最多的福建省为 896 万吨, 占全国总储量的 61%, 其中工业储量 482 万吨; 其次为浙江省, 拥有储量 440 万吨, 公司主要生产基地也靠近原材料, 降低了交通成本; (3) 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 亿元。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。(4) 由于公司工艺改进, 大幅提高了效率, 虽然工人工资上涨, 但是通过减少生产人员, 吨劳动力成本下降, 公司人均玻纤产量全球第一。

图 21: 玻纤生产成本估算



资料来源: 信达证券研发中心估算

图 22: 中国玻纤与玻纤行业的毛利率水平比较



资料来源: wind, 信达证券研发中心

研究实力强, 享受 15% 的所得税优惠。 巨石集团通过技术创新战略的实施, 先后实施并成功完成了国家火炬计划、省科技攻关项目、省级新产品科研项目、国家发改委高技术产业化示范工程等项目几十项, 形成了比较成熟的自主创新核心技术体系, 技术水平达到了国内领先水平。巨石集团每年按销售收入的 5% 提取技术开发费用, 实际技术开发费投入都超过产品销售收入的 5% 以上, 建立科技项目专有账目。其中 2009 年, 巨石集团自主研发的 E6 高性能玻纤正式推向市场, 与传统 E 玻纤相比, E6 玻纤降低了配料成本、提升了产品强度及耐腐蚀性能、进一步降低了污染物排放和环境治理成本、拓宽了市场应用领域, E6 玻纤在新能源、海水淡化、化工防腐领域更具竞争优势。巨石集团所属主要生产企业被认定为高新技术企业, 因而获得 15% 的企业所得税税收优惠政策。

玻纤龙头——行业复苏的最大受益者

供需改善, 提价可待。 根据我们前面的分析, 随着需求的逐步回暖以及新增产能的明显放缓, 玻纤行业的供需得到改善, 目前行业内大部分公司仍处在亏损状态。在今年 3 月 25 日于法国举行的复合材料 (JEC) 展会上, 中国主要玻纤纱生产企业试图协商涨价, 其涨价的动力主要来自需求有所好转, 也有天然气可能涨价带来的成本推动。中国玻纤虽然通过成本控制获得较好的盈利, 但这也成为了公司提价的理由。玻纤生产线平均七八年需要一次大修, 公司今年有 20 万吨产能到期大修, 将带来产能的净减少, 也有助于改善公司的库存状况。

成本仍有改善空间。 公司降低成本的空间主要在于海外市场, 体现在两方面: (1) 公司通过在埃及注册子公司, 建立生产基地, 当地取材生产并销售, 降低了成本; (2) 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, 有利于消除贸易商带来了巨大波动。因此, 我们认为, 公司的成本仍有下降余地, 毛利率水平可以维持在 30% 以上的水平。

库存压力逐步缓解。今年一季度公司存货 15.3 亿元，存货周转天数达到了 180 天，处在了历史的较高位，今年的淡季更淡。但从 3 月开始，随着行业的回暖，公司的出货量逐步大于产量，我们预计上半年销量可达 42.5 万吨。库存压力的缓解为提价奠定了基础。

短中长期均有看点。短期来看，基建项目的陆续复工以及国家加大基建的投入都对玻纤的需求有直接刺激作用，海外市场美国复苏明显，我们预计公司今年美国市场将占出口的 20%；中期来看，全球经济向上趋势不会改变，预计在 2013 全球 GDP 增速将再一次加快，而公司的埃及项目也正好投入使用；长期来看，玻纤的下游领域不断扩大，包括新能源（风能发电）、海水淡化工程、造船、航空等，都有巨大的潜在市场需求。

盈利预测与估值

主要假设

1. 公司产能：2012 年将保持现有产能 93.5 万吨，随着埃及项目的完工，2013 年产能达 97.5 万吨，2014 年为 101.5 万吨；
2. 玻纤及制成品价格：2011 年公司玻纤及制成品均价为 5600 元（不含税），我们预计未来三年均提价 5%；
3. 销量产能比：根据我们前面的判断，玻纤行业仍处在向上周期，销量稳步上升，同时玻纤要保持连续不断的生产，降温停产的成本非常高，供给弹性较小，因此我们预计公司产能与销量比维持在 90% 以上的水平；
4. 成本方面：根据我们前面的分析，公司成本仍存在下降空间，未来三年成长增速将放缓。

表 4：中国玻纤产能与销量假设

玻纤业务	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
产能（万吨）	69	84.3	93.5	93.5	97.5	101.5
销量（万吨）	61.9	75.5	81.8	85	90	95
销量/产能	89.71%	89.56%	87.49%	90.91%	92.31%	93.60%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测：2012—2014 年 EPS 为 0.61 元、0.74 元和 0.94 元

公司玻纤业务的主要产品为玻璃纤维，占到 90%，其余为玻纤制品。据前面的分析，玻纤行业处在向上周期，我们预测公司 2012—2014 年玻纤及制品平均价格（不含税）将在 5880 元、6174 元和 6483 元，销量为 85 万吨、90 万吨和 95 万吨，对应的 EPS 为 0.61 元、0.74 元和 0.94 元。

表 5: 玻纤业务以及其他业务预测

单位: 百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
玻纤及制品						
销售收入	3,039	4,418	4,581	4,998	5,557	6,159
增长率 YoY%	-19.92%	45.39%	3.69%	9.09%	11.18%	10.83%
销售成本	2,606	3,106	3,001	3,352	3,727	4,052
毛利率	14.26%	29.69%	34.49%	32.93%	32.93%	34.20%
其他业务						
销售收入	132	347	457	555	617	684
增长率 YoY%	-0.82013	162.79%	31.81%	21.51%	11.18%	10.83%
销售成本	18	134	193	250	290	342
毛利率	86.22%	61.45%	57.87%	55.00%	53.00%	50.00%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 6: EPS 敏感性分析

销量 (万吨)	每吨均价 (元/吨)			
	5768	5880	5992	6104
82	0.50	0.57	0.65	0.73
85	0.53	0.61	0.69	0.78
88	0.57	0.65	0.74	0.82
91	0.60	0.69	0.78	0.86

资料来源: 信达证券研发中心

公司估值: “买入”评级

PE 相对估值法。A 股上市玻纤企业较少, 其中长海股份规模较小, 在中小板上市, 其 PE 倍数与中国玻纤基本相近; 而云天化玻纤只是其中一项业务, 因此其 PE 倍数也仅供参考。根据玻纤行业当前的情况, 我们认为给予其当前 PE20—25 倍区间较为合理, 在这里取均值, 对应目标价为 13.73 元。

表 7: 可比公司估值情况

公司名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
中国玻纤	11.04	96.34	0.50	0.61	0.74	22.08	18.10	14.92
长海股份	15.98	19.18	0.54	0.83	1.15	29.59	19.18	13.95
云天化	14.89	103.28	0.26	0.65	0.83	57.27	23.02	17.94

资料来源: wind, 信达证券研发中心

绝对估值法。我们利用股权现金流估值方法（FCFE），以经营期限 10 年进行估计，按 12.86%进行贴现，计算出每股的价值为 15.16 元。

表 8: FCFE 估值法参数假设

公司股价（元）	11.04	市场收益率	10.70%
行业平均资产 Beta	1.31	风险收益率	9.16%
股票 Beta	1.31	永续增长率(TV)	2.00%
无风险利率	3.70%	股权资本成本	12.86%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

综合考虑相对估值法和绝对估值法，我们认为公司的估值区间为 13.73 元~15.16 元，合理价格中枢为 14.45，对应当前股价为 11.04 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

1. 全球经济增长放缓风险。我们对于行业的走势预期基于全球经济形势逐步回暖，不排除全球再次出现严重危机的可能。
2. 汇率风险。公司主营业务一半出口，汇率的剧烈波动会对公司的利润带来显著影响。
3. 反倾销风险。不排除欧盟反倾销带来销量大幅下滑。

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	4,598.45	4,833.13	5,970.24	7,470.57	8,920.57
现金	1,606.91	1,457.56	2,443.76	3,554.58	4,615.85
应收账款	435.37	498.31	528.32	587.36	651.00
其它应收款	1,109.67	1,213.93	1,315.63	1,462.67	1,621.13
预付账款	174.93	58.72	128.65	143.47	156.93
存货	1,129.46	1,514.29	1,463.58	1,632.17	1,785.36
其他	142.10	90.31	90.31	90.31	90.31
非流动资产	11,040.43	11,114.57	11,203.36	10,409.98	9,826.83
长期投资	105.22	98.97	98.97	98.97	98.97
固定资产	10,549.64	10,056.94	9,357.68	9,617.98	9,039.94
无形资产	242.31	245.89	233.78	221.67	209.56
其他	143.26	712.77	1,512.93	471.36	478.35
资产总计	15,638.88	15,947.69	17,173.61	17,880.55	18,747.40
流动负债	9,221.14	8,055.42	8,813.46	8,980.46	9,130.85
短期借款	4,764.58	5,838.51	5,838.51	5,838.51	5,832.68
应付账款	1,764.12	518.05	1,256.00	1,400.68	1,532.15
其他	2,692.45	1,698.86	1,718.94	1,741.26	1,766.02
非流动负债	3,376.84	4,401.80	4,401.80	4,401.80	4,401.80
长期借款	3,344.19	4,161.85	4,161.85	4,161.85	4,161.85
其他	32.65	239.95	239.95	239.95	239.95
负债合计	12,597.98	12,457.22	13,215.25	13,382.25	13,532.64
少数股东权益	1,618.58	41.86	55.57	72.08	93.00
归属母公司股东权益	1,422.32	3,448.61	3,902.79	4,426.22	5,121.76
负债和股东权益	15638.88	15947.69	17173.61	17880.55	18747.40

主要财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4,765.02	5,038.39	5,553.33	6,174.00	6,842.85
同比(%)	50.27%	5.74%	10.22%	11.18%	10.83%
归属母公司净利润	205.96	292.29	534.45	643.86	815.96
同比(%)	-233.08%	41.92%	82.85%	20.47%	26.73%
毛利率(%)	31.05%	35.89%	35.13%	34.93%	35.78%
ROE(%)	15.60%	12.00%	14.54%	15.46%	17.09%
每股收益(元)	0.35	0.50	0.61	0.74	0.94
P/E	47	33	18	15	12
P/B	4.52	1.86	2.47	2.18	1.88
EV/EBITDA	7.27	9.08	10.18	9.41	8.44

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4,765.02	5,038.39	5,553.33	6,174.00	6,842.85
营业成本	3,285.42	3,230.12	3,602.29	4,017.24	4,394.29
营业税金及附加	17.00	43.90	55.53	61.74	68.43
营业费用	121.32	160.69	194.37	216.09	239.50
管理费用	424.89	472.28	522.29	569.97	638.90
财务费用	481.47	642.98	570.89	559.25	544.84
资产减值损失	23.75	21.75	27.11	29.43	32.41
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	52.68	22.90	-4.19	-1.26	-2.39
营业利润	463.84	489.56	576.68	719.02	922.08
营业外收入	53.77	71.90	76.70	67.45	72.02
营业外支出	9.65	10.55	8.49	9.56	9.53
利润总额	507.96	550.90	644.89	776.91	984.57
所得税	65.06	95.69	96.73	116.54	147.69
净利润	442.90	455.21	548.16	660.37	836.88
少数股东损益	236.94	162.91	13.70	16.51	20.92
归属母公司净利润	205.96	292.29	534.45	643.86	815.96
EBITDA	2,011.59	1,949.79	2,055.07	2,224.62	2,477.67
EPS (摊薄)	0.48	0.50	0.61	0.74	0.94

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	783.66	1,270.76	2,562.69	1,879.16	2,093.77
净利润	442.90	455.21	548.16	660.37	836.88
折旧摊销	1,014.34	788.14	821.07	857.91	903.82
财务费用	489.29	610.75	589.11	589.80	589.28
投资损失	-52.68	-22.90	4.19	1.26	2.39
营运资金变动	-1,133.22	-606.59	580.02	-251.93	-264.93
其它	23.03	46.14	20.14	21.75	26.32
投资活动现金流	-822.88	-1,590.18	-907.10	-58.11	-316.96
资本支出	-411.36	-1,533.20	-902.91	-56.85	-314.58
长期投资	-88.73	-53.23	-4.19	-1.26	-2.39
其他	-322.79	-3.75	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-450.31	40.63	-680.30	-720.44	-726.11
短期借款	3.14	1.33	0.00	0.00	0.00
长期借款	-230.91	118.33	0.00	0.00	-5.84
其他	526.47	643.04	680.30	720.44	720.27
现金净增加额	-500.57	-285.19	986.20	1,110.82	1,061.26

分析师简介

范海波，有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研究发展中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作7年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。2006 年通过 CFA 三级考试。

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入： 股价相对强于基准 20% 以上；

增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；

持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；

卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好： 行业指数超越基准；

中性： 行业指数与基准基本持平；

看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。