

玻纤上游龙头，需求回暖夯实提价基石

买入 维持评级
目标价 12 元

投资要点:

- 公司是世界知名的玻纤企业，产能居全球第二，在世界 80 多个国家建立了销售网络，玻纤出口占据公司营业收入 50%。公司收购海外公司和改变销售方式扩大海外市场，欧美经济刺激计划有利于提升玻纤出口。
- 政治换届的内在逻辑，“稳增长”政策持续升级，3 季度出现投资拐点可期待，房地产、基建和电子产品出口回暖将带来需求根本性好转。

报告摘要:

- 2011 年盈利稳中有升，半年报业绩回落明显。** 2011 年公司归属于上市公司净利润 29,229.41 万元；比上年同期增长 41.92%。目前玻纤价格与去年同期相比有较大下降中报业绩回落明显，但是下半年业绩改善基础具备。
- 行业寡头竞争格局，公司销售、技术占据优势。** 全球玻纤行业由六家企业占据 83% 的市场份额，其中中国玻纤高达 20%。公司在全球建立营销网络，并且不断开拓海外市场，2011 年公司 100% 控股了埃及巨石股份，并计划收购海外龙头经销商，实现直接供应终端客户。玻纤生产具备资金壁垒，同时公司通过研发建立技术壁垒，2011 年推出的 ViproVipro 高性能玻纤是一种高强度高模量的无碱玻纤，相比之前的 E6 玻纤具备更高性能。
- 玻纤价格提升，生产成本降低。** 玻纤寡头竞争市场格局给公司带来一定议价能力，2 季度需求有所回暖，7 月初开始继续有新产品提价，提价幅度 7% 左右，以海外出口产品为主。天然气价格下跌带来能源成本的降低，同时由于生产效率提高导致吨劳动成本下降。
- 产能稳中有降，国内 3 季度投资拐点出现和欧美政策刺激加码夯实需求回暖基石。** 全球玻纤自 2010 年下半年以来，基本没有新增加的玻纤纱产能，中国玻纤今年有 2-3 条线需整修，产能稳中有降，供需结构改善。公司出口占据营业收入 50%，海外经济状况直接影响玻纤销售，下半年欧美经济刺激加码带动中国玻纤需求上升。
- 我们预计 2012、2013 年公司 EPS（摊薄）分别为 0.63 和 0.86 元。对应于目前的股价 PE 分别为 14.03 和 10.28，给予公司“买入”评级。

	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	5038	6138	6997	7781
营业利润(百万元)	490	949	1323	1567
净利润(百万元)	455	849	1172	1388
每股收益(元)	0.50	0.63	0.86	1.02

建材行业研究组

分析师:

邓海清 (S1180512070001)

电话: 010-88085151

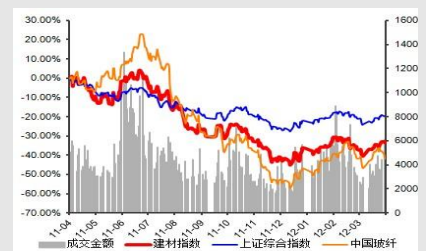
Email: denghaiqing@hysec.com

沈荣

电话: 010-88085901

Email: shenrong@hysec.com

市场表现



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: 港澳资讯

目 录

一、全资控股巨石，跃升为玻纤上游龙头.....	5
二、玻纤行业集中度高，中国玻纤加大措施增强优势.....	8
(一) 六家企业瓜分世界玻纤市场，全球玻纤产能向中国转移.....	8
(二) 全球布局建立国际销售网络.....	10
(三) 控股海外公司实现了产能增加和销售方式的转变.....	11
(四) 技术壁垒与资金壁垒保证公司市场份额.....	12
(五) 产业链纵向深入带来新增长点.....	13
三、玻纤提价可期，成本压力减轻.....	13
四、产能稳中有降改善供需结构.....	14
五、需求预测：2012年预计达到90万吨.....	16
(一) 公司玻纤需求受不同领域，不同地域影响.....	16
(二) 美国经济回暖带来出口需求增长动力.....	17
(三) 国内需求预测.....	18
(四) 出口需求预测.....	19
(五) 综合预测2012玻纤需求.....	21
六、财务分析.....	22
(一) 公司毛利率显著高于行业平均.....	22
(二) 公司费用率高于行业平均.....	23
(三) 公司营运能力略有上升.....	23
七、盈利预测与投资建议.....	24
(一) 盈利预测.....	24
(二) 敏感性分析和弹性分析.....	25
(三) 投资建议.....	25

插图

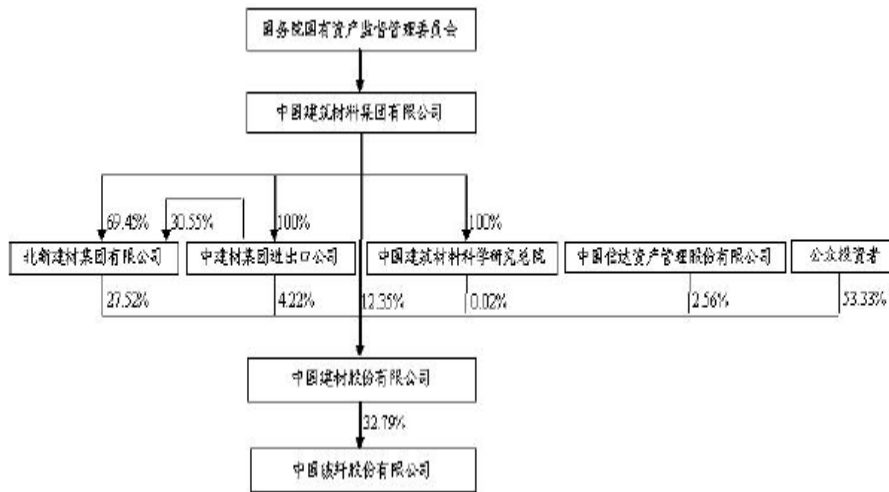
图 1-1: 公司与实际控制人之间的产权关系图.....	5
图 1-2: 中国玻纤与子公司关系图.....	5
图 1-3: 中国玻纤产品名称.....	6
图 1-4: 玻纤的分类.....	7
图 1-5: 过去五年经营情况(百万元).....	8
图 1-6: 过去五年毛利率.....	8
图 1-7: 按业务收入及毛利率情况.....	8
图 1-8: 按地区收入及毛利率情况.....	8
图 2-1: 国际玻纤产能格局.....	8
图 2-2: 全球玻纤产能地区分布.....	8
图 2-3: 六家企业情况对比.....	9
图 2-4: 国际玻纤企业进入中国明细.....	9
图 2-5: 全球与中国产能对比.....	9
图 2-6: 国内营销网络.....	10
图 2-7: 国际营销网络.....	10
图 2-8: 中国玻纤全球销售比例.....	11
图 2-9: 中国玻纤国际国内销售方式对比.....	11
图 2-10: 国外针对中国玻纤产品反倾销案例.....	12
图 2-11: 玻纤行业企业个数变化图.....	12
图 2-12: 成本费用利润率对比.....	12
图 2-13: 公司员工教育程度类别.....	12
图 2-14: 公司员工专业构成类别.....	12
图 2-15: 玻纤行业产业链.....	13
图 2-16: 公司玻纤制品产量及占比.....	13
图 3-1: 中国玻纤玻纤纱单价(元/吨).....	13
图 3-2: 12 年巨石无碱 2400 号砂出厂价格(元/吨).....	错误! 未定义书签。
图 3-3: 玻纤纱成本构成.....	14
图 3-4: 中国 LNG 价格指数.....	14
图 3-5: 城镇就业人员平均工资(元).....	14
图 3-6: 中国玻纤三项期间费用数据(元/吨).....	14
图 3-7: 公司三费率变化.....	14
图 4-1: 预计 2012 年五大玻纤巨头产能变化(万吨).....	错误! 未定义书签。
图 4-2: 中国玻纤生产线分布示意图.....	15
图 4-3: 中国玻纤产能变化(万吨).....	15
图 5-1: 美国玻纤需求.....	16
图 5-2: 中国玻纤需求.....	16
图 5-3: 玻纤应用领域.....	16
图 5-4: 公司前五名客户.....	17
图 5-5: 美国 GDP 增长.....	17
图 5-6: 美国 PMI 变化图.....	17
图 5-7: 美国经济信心指数.....	17
图 5-8: 美国已开工住宅数.....	17

图 5-9: 玻纤销量与建筑业投资变化图.....	18
图 5-10: 玻纤销量与建筑业投资散点图.....	18
图 5-11: 玻纤销量与交通投资变化图.....	18
图 5-12: 玻纤销量与交通投资散点图.....	18
图 5-13: 玻纤销量与电子设备投资变化图.....	19
图 5-14: 玻纤销量与电子设备投资散点图.....	19
图 5-15: 玻纤下游需求分布地区图	19
图 5-16: 玻纤美国出口量与美国 GDP 变化图.....	20
图 5-17: 玻纤美国出口量与美国 GDP 散点图.....	20
图 5-18: 玻纤欧洲出口量与欧元区 GDP 变化图.....	20
图 5-19: 玻纤欧洲出口量与欧元区 GDP 散点图.....	20
图 5-20: 玻纤亚太出口量与澳大利亚 GDP 变化图.....	21
图 5-21: 玻纤亚太出口量与澳大利亚 GDP 散点图.....	21
图 5-22: 玻纤中东出口量与沙特 GDP 变化图.....	21
图 5-23: 玻纤中东出口量与沙特 GDP 散点图.....	21
图 5-24: 需求预测	22
图 5-25: 过去三年玻纤产量市场份额.....	22
图 6-1: 公司与行业毛利率对比	23
图 6-2: 公司盈利指标	23
图 6-3: 销售费用/营业收入.....	23
图 6-4: 管理费用/营业收入.....	23
图 6-5: 财务费用/营业收入.....	23
图 6-6: 三费率	23
图 6-7: 营运能力指标	24
图 6-8: 主要盈利预测	24
图 6-9: 敏感性分析	25
图 6-10: 弹性分析	25
图 6-11: 公司 2012-2014 年公司利润预测	27

一、全资控股巨石，跃升为玻纤上游龙头

中国玻纤股份有限公司是国内最大的玻璃纤维及制品制造商，也是世界知名的国际性玻纤生产企业。公司于1998年成立，1999年在上海证券交易所上市，控股股东为中国建材股份有限公司，持有32.79%股份，实际控制人为中国建筑材料集团有限公司。

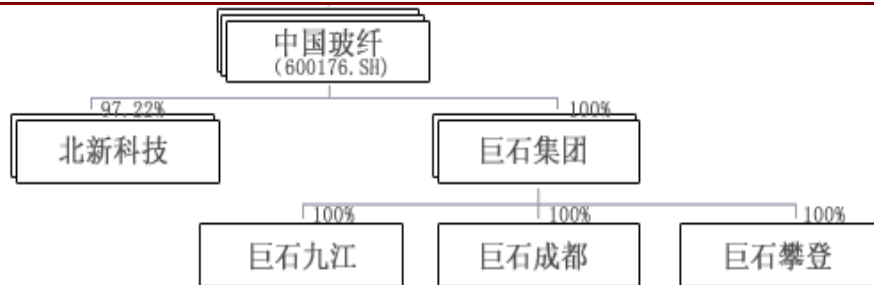
图 1-1: 公司与实际控制人之间的产权关系图



资料来源：公司年报，宏源证券

2011年，中国玻纤增发收购巨石集团49%股权已经全部完成，至此巨石集团成为中国玻纤的全资子公司。公司收购少数股东权益将有助于提高经营效率、增强盈利能力。此外，公司还持有北新科技发展有限公司97.22%股权，该子公司经营范围为新材料科研开发和技术咨询服务、投资兴办实业，相对巨石集团其业务量较小，对母公司盈利影响力有限。公司的玻纤业务主要通过巨石集团有限公司进行运作。巨石集团在浙江桐乡、江西九江和四川成都设有三个国内生产基地，其中成都和九江基地主要负责国内玻纤市场的生产，而浙江桐乡产出的玻纤主要负责出口。同时，巨石集团在海外建立了香港、加拿大、南非、韩国、印度、意大利、新加坡、法国等多家控股子公司。

图 1-2: 中国玻纤与子公司关系图



资料来源：公司年报，宏源证券

玻璃纤维是一种性能优异的无机非金属材料，是以玻璃球或废旧玻璃为原料经高温熔制、拉丝、络纱、织布等工艺制成。玻璃纤维具有拉伸强度高、弹性系数高、具不燃性、耐化学性佳、吸水性小、加工性佳等优良特性，在电气、力学、化学以及光线方面也有优良的特性，通常作为复合材料中的增强材料、电绝缘材料和绝热保温材料、电路基板等，广泛应用于国民经济各个领域。

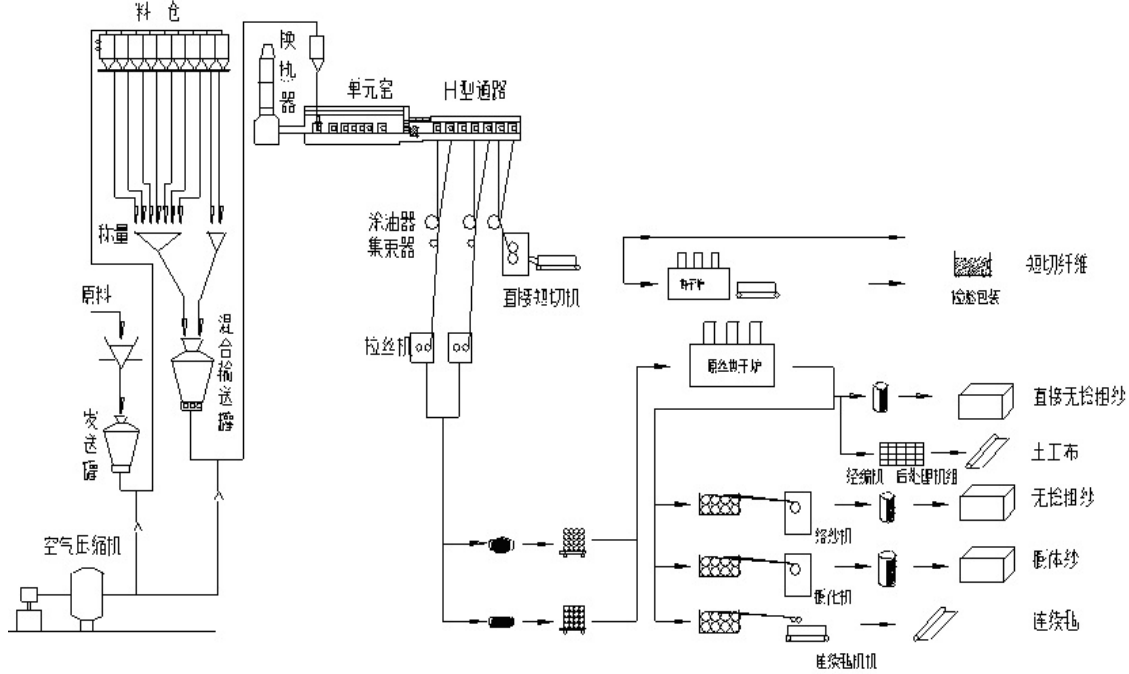
图 1-3: 中国玻纤产品名称

名称	特点	用途
连续纤维增强热塑性塑料用直接纱	分散性好，机械性能高。	汽车、建筑、运动休闲、航空航天、军事国防
LFI 用无碱玻璃纤维合股无捻粗纱	优异的高速切割顺畅性，优异的短切性与分散性	摩托车壳体、汽车内饰件、车身部件等
高性能复合纤维	干燥的热塑性预浸料，自身浸渍优良	国防、汽车工业、建筑、体育器材、新能源
增强石膏用无碱玻璃纤维无捻粗纱	分散性好，制品强度高	增强石膏板材
无碱玻璃纤维无捻粗纱布	制品机械强度高	风能、汽车、建筑、基础设施、电子电气、船舶、化工化学、航空航天、军事国防
无碱玻璃纤维膨体纱	膨化工艺性能优越，膨化效果良好，树脂吸附能力强，与树脂相容性好，制品机械强度高	汽车摩擦片
湿法短切原丝	分散性好，制品强度高	增强石膏
BMC 用无碱玻璃纤维短切原丝	高冲击强度性能，高含油产品	运动休闲、消费品和商业设施、汽车、电子电气
热塑性塑料用无碱玻璃纤维短切原丝	优异的耐冷冻液性能以及耐高温性能	运动休闲、消费品和商业设施、基础设施、汽车、建筑、航空航天、军事国防、电子电气、船舶、基础设施、建筑、汽车、化工化学
无碱玻璃纤维乳剂短切原丝毡	拉伸强度高，适用于手糊工艺生产面积较大的产品；操作时无飞扬；树脂浸穿性好，浸透速度快，气泡容易排除	船舶、基础设施、建筑、汽车、化工化学
无碱玻璃纤维粉剂短切原丝毡	浸透速度快；制品透明性好；制品机械强度高；优异的耐腐蚀性能	船舶、基础设施、建筑、汽车、化工化学
缠绕用无碱玻璃纤维直接无捻粗纱	与树脂有很好的相容性，低毛羽，使用工艺性能优越，制品机械强度高	消费品和商业设施、运动休闲、基础设施、建筑、航空航天、军事国防、电子电气
拉挤用无碱玻璃纤维直接无捻粗纱	与基体树脂相容性好，浸透速度快，机械强度高	运动休闲、消费品和商业设施、基础设施、汽车、电子电气、航空航天、军事国防
编织用无碱玻璃纤维直接无捻粗纱	织造性能优异，制品机械强度高	风能、化工化学
LFT 用无碱玻璃纤维直接无捻粗纱	优异的工艺性能和力学性能	汽车、电子电气
透明板材用无碱玻璃纤维合股无捻粗纱	低静电，浸透快，无白丝	建筑
离心浇铸用无碱玻璃纤维合股无捻粗纱	浸透极快，吸树脂量非常低，制品机械强度高，适合欧洲离心浇注管道生产需求	基础设施
短切用无碱玻璃纤维合股无捻粗纱	浸透性适中	基础设施、建筑
喷射用无碱玻璃纤维合股无捻粗纱	浸透速度快，易辊压，小角度无回弹，纱线短切后分散面适中，掉纱现象少	运动休闲、船舶
SMC 用无碱玻璃纤维合股无捻粗纱	短切分散性高，低静电	运动休闲、消费品和商业设施、汽车、电子电气
短切毡用无碱玻璃纤维合股无捻粗纱	通用型制毡用纱，良好的短切分散和抗静电性能，树脂浸透速度快。	船体、汽车外壳
GMT 用无碱玻璃纤维无捻粗纱	具有优良的成带性和分散性	汽车、建筑
缠绕用玻璃纤维合股无捻粗纱	浸透快，毛羽少，强度高	运动休闲、消费品和商业设施、基础设施、化

资料来源：中国玻纤行业协会，宏源证券研究所

巨石集团采用国际先进的大型池窑拉丝生产技术，专业化生产各类中碱、无碱玻璃纤维及其制品。池窑拉丝的主要生产工艺流程如下：

图 2-6: 池窑拉丝生产工艺流程图



资料来源：公司公告，宏源证券

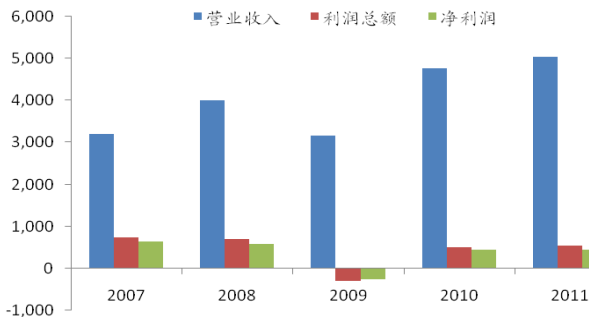
图 1-4: 玻纤的分类

分类	特性	应用举例
无碱玻纤 (E-玻璃)	良好的电气绝缘性及碱性能，耐高温，不耐酸和强碱。	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
中碱玻纤 (C-玻璃)	耐化学性特别是耐酸性优良，电气性能差，价格低廉。	耐蚀合，广泛应用于石油、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
高强度玻纤 (S-玻纤)	高强度、高模量，比无碱玻纤抗拉强度高 50%	军工、空间、防弹盔甲及动器械
高碱玻纤 (-玻纤)	强度差，耐水性差，耐酸性良好，成形温度低。	耐酸性的蓄电池隔板、电镀槽、硫酸厂酸雾过滤
电子纱	良好的电绝缘性，抗拉强度高，尺寸稳定性、耐热性、化学稳定性及耐燃性佳	织造电子级玻璃纤维布、编织电子套管产品、强化纸及强化带、砂轮轴心材料、绝缘及热绝缘材料

资料来源：中国玻纤行业协会，宏源证券研究所

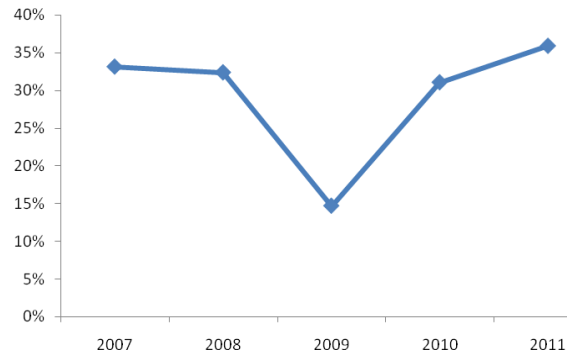
考察过去五年盈利情况，公司在 2009 年受到国际金融危机带来的出口影响和国内宏观调控带来的价格下跌影响，营业收入和毛利率有所下跌，此后两年收入、利润和毛利率保持了一定的上升态势。从产品角度看，玻纤业务的收入占到了总收入的 90% 以上，同时玻纤业务的毛利率于 2009 年之后呈现明显的增加趋势。从地区角度看，国内和国外收入大致相当。并且出口毛利率在过去三年逐年上升。

图 1-5: 过去五年经营情况 (百万元)



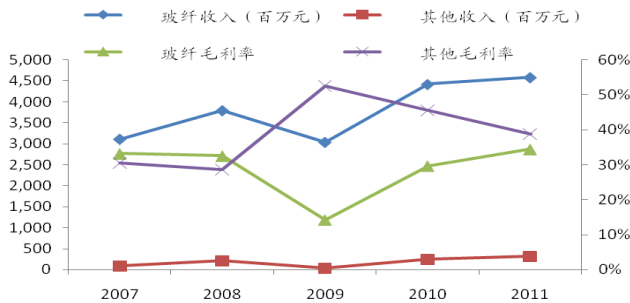
资料来源: 公司年报, 宏源证券

图 1-6: 过去五年毛利率



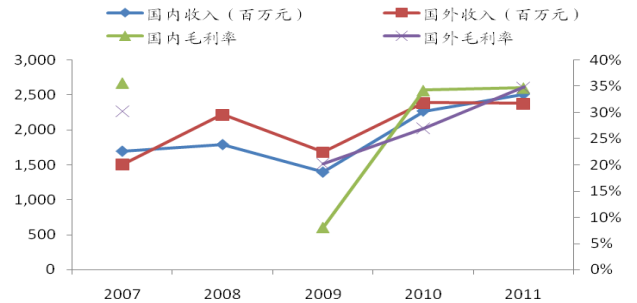
资料来源: 公司年报, 宏源证券

图 1-7: 按业务收入及毛利率情况



资料来源: 公司年报, 宏源证券

图 1-8: 按地区收入及毛利率情况



资料来源: 公司年报, 宏源证券

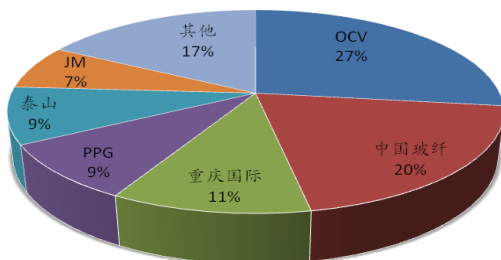
2011 年公司实现营业收入 500,000 万元, 比上年同期增长 5.74%; 营业利润 49,000 万元; 比上年同期增长 5.54%; 归属于上市公司净利润 30,000 万元; 比上年同期增长 41.92%。

二、玻纤行业集中度高, 中国玻纤加大措施增强优势

(一) 六家企业瓜分世界玻纤市场, 全球玻纤产能向中国转移

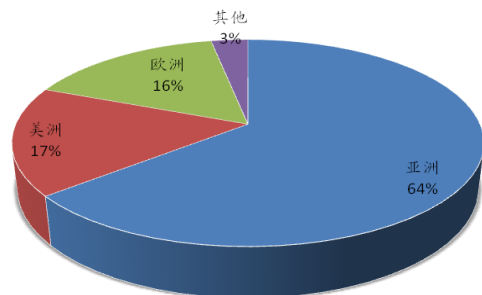
目前, 玻璃纤维的生产呈现寡头竞争的格局, 全世界玻纤的生产主要集中在六家企业, OCV, PPG, JM, 中国玻纤, 重庆国际和泰山, 总共占据了 83% 的市场份额, 其中中国玻纤的份额高达 20%。

图 2-1: 国际玻纤产能格局



资料来源: 公司网站, 宏源证券

图 2-2: 全球玻纤产能地区分布



资料来源: 公司网站, 宏源证券

以地区为坐标, 亚洲的玻纤产能占据全球产能的绝大部分, 比例高达 64%, 而中国的产能占比一直处于高位, 近几年超过 50%。2011 年国内的玻纤纱产量占到全球 54%, 成本优势和产业链的逐渐完善将继续推动全球玻纤产业向中国转移。

图 2-3: 六家企业情况对比

	中国玻纤	重庆国际	泰山	OCV	PPG	JM
主要股东	中建材	云天化、凯雷集团	中材集团			
总部所在国	中国	中国	中国	美国	美国	美国
产能 (万吨)	93.5	56	40	125	40	30
产品特点	主要产品为中、无碱玻璃纤维及其制品。有 20 多个大类近千个规格品种。	专业生产 E 和 ECR 玻璃纤维	生产无碱玻璃纤维无捻粗纱、毡、布、短切纤维、多轴向织物、电子纱及织物、耐碱纤维	OCV 已成为中国建筑节能材料市场最大的屋面瓦、外墙挂板、挤塑泡沫板的供应商。	PPG 在中国制造及销售七大类产品, 包括汽车涂料、工业涂料、汽车修补漆、包装涂料、航空涂料, 建筑涂料, 及玻璃纤维。	北美最大的工业保温材料的供应商, 北美最大的玻纤屋面毡的销售商

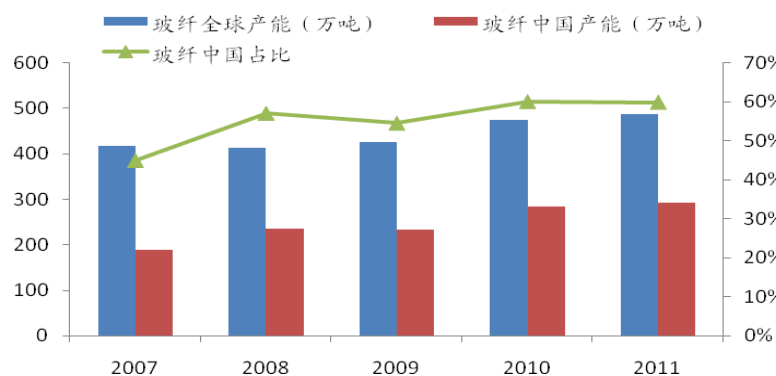
资料来源: 公司网站, 宏源证券

图 2-4: 国际玻纤企业进入中国明细

	OCV	PPG	JM
进入中国时间	20 世纪 90 年代	20 世纪 80 年代	20 世纪 90 年代
设厂地点	北京、常州、杭州和西安 (五个生产基地)	天津、苏州、昆山与淄博	上海
主要产品	Advantex 玻璃纤维, Itrablade™ 玻璃纤维织物产品。(主要供应风能市场)	制造连续拉丝玻璃纤维产品, 例如: 直接纱, 合股纱, 无捻纱, 短切原丝, 湿法短切纤维, 短切毡, 连续毡, 方格布, 多轴向织物, 热塑性长纤(LFT), 膨体纱, 有捻细纱, 与电子纱等。	APP、SBS 改性沥青防水卷材的胎基材料, 建设道路、水利工程、固废填埋场、运动场等工程项目的土工布, 生产地板革及针刺地毯的基布以及过滤材料等

资料来源: 公司网站, 宏源证券

图 2-5: 全球与中国产能对比



资料来源: 公司网站, 宏源证券

(二) 全球布局建立国际销售网络

作为玻纤行业的龙头企业，公司不仅在国内市场拥有遍布全国的营销网络，同时在香港、加拿大、南非、韩国、印度，意大利、法国、西班牙、新加坡、日本和美国等 14 个国家和地区成立了海外销售公司，并在德国、英国等地设立了独家经销商，建立起了辐射全球的营销网络，并同世界 80 多个国家和地区的客户建立了长期稳定的合作关系。

巨石集团目前下设国内销售公司与国外销售公司两个销售部门。国内销售公司下设江苏区、华东区、华南区、华中区、华北区、西南西北区六个片区，以面向不同地域中的各个专业化市场。巨石集团在国内市场的销售主要通过国内销售公司直接与客户沟通销售的方式进行业务往来。

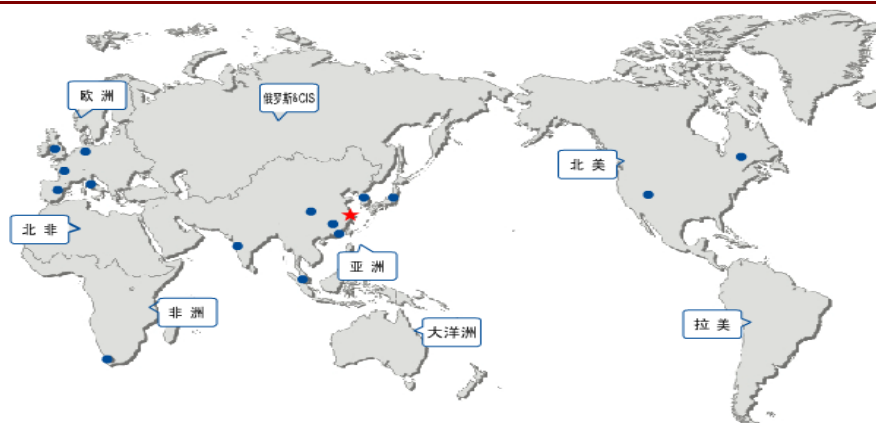
图 2-6: 国内营销网络



资料来源：公司网站，宏源证券

国外销售公司下设四个片区（亚洲区、欧洲区、北美区、拉美非洲区），在南非、加拿大、意大利、西班牙、韩国、印度等地均设有海外控股公司，在美国、德国有独家经销商，辐射全球市场。

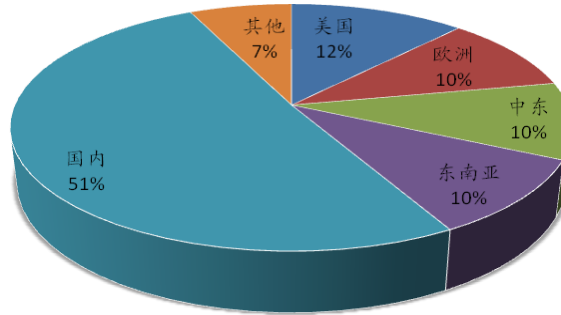
图 2-7: 国际营销网络



资料来源：公司网站，宏源证券

中国玻纤的销售收入中，美国、欧洲、中东和东南亚占据基本相当的比例，具体的出口结构如下图：

图 2-8: 中国玻纤全球销售比例



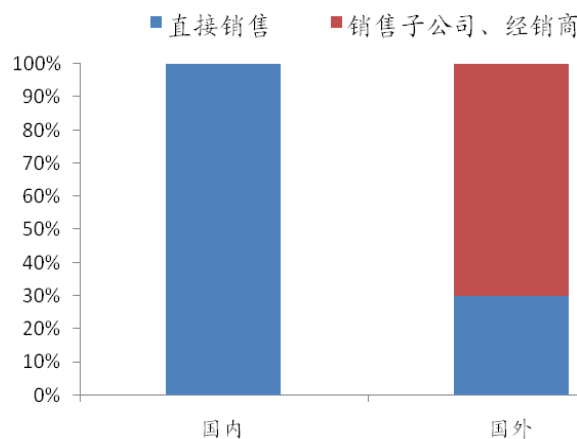
资料来源: 公司网站, 宏源证券

(三) 控股海外公司实现了产能增加和销售方式的转变

公司对埃及巨石股份实现了 100% 控股, 承诺业绩 7.7 亿元。在埃及建设的 8 万吨玻纤生产线计划于 2013 年投产。此举一方面将使公司产品更加贴近需求市场, 另一方面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。

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; 并且价格不透明, 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上实现直供, 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。

图 2-9: 中国玻纤国际国内销售方式对比



资料来源: 公司年报, 宏源证券

近年来, 海外诸多国家对中国的玻纤企业采取反倾销策略, 中国玻纤作为龙头企业首当其冲利益受到损害, 企业通过海外设厂等方式可以减小贸易摩擦带来的影响。

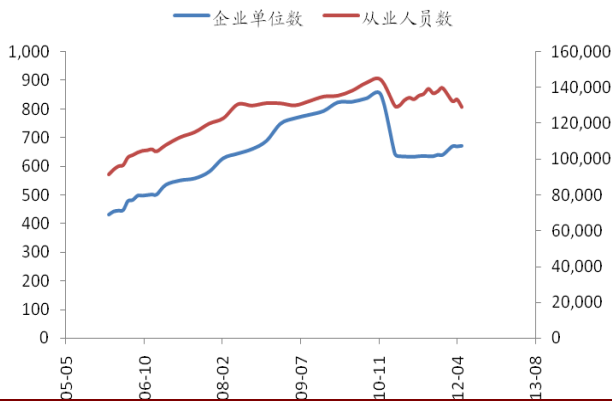
图 2-10: 国外针对中国玻纤产品反倾销案例

时间	国家	方式
2010 年 12 月	欧盟	向中国玻纤生产企业的相关涉案产品征收税率为 13.8% 的反倾销税
2011 年 1 月	土耳其	对包括巨石集团有限公司在内的部分中国玻璃纤维出口企业出口到土耳其的相关涉案产品征收 23.75% 的反倾销税。此税率为终裁税率，正式到期日为 2015 年 12 月 31 日
2011 年 1 月	印度	向巨石集团生产并出口到印度的相关涉案产品征收的反倾销税的税率为 18.67%，正式到期日为 2016 年 1 月 6 日。

资料来源: 公司年报, 宏源证券

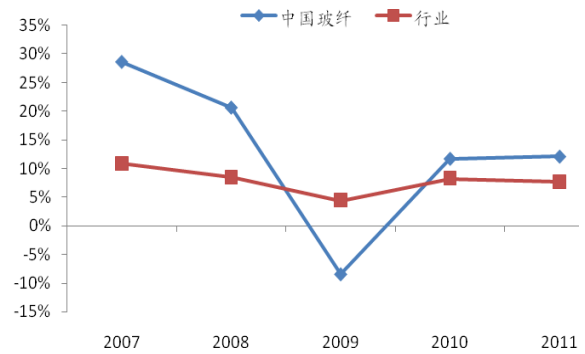
(四) 技术壁垒与资金壁垒保证公司市场份额

图 2-11: 玻纤行业企业个数变化图



资料来源: 公司年报, 宏源证券

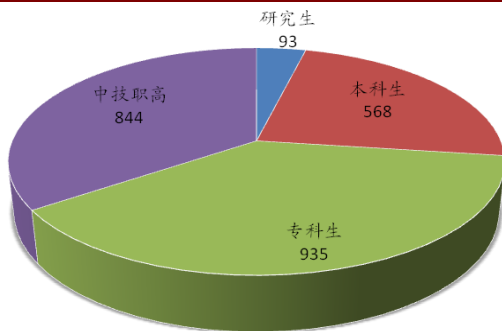
图 2-12: 成本费用利润率对比



资料来源: 公司年报, 宏源证券

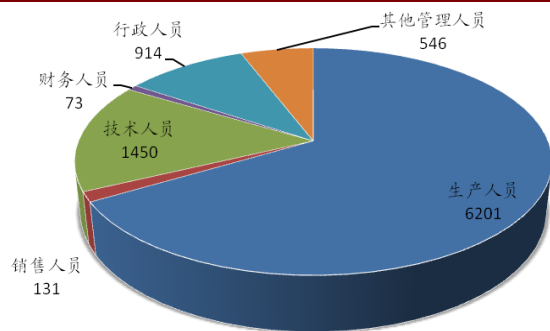
玻纤行业是一个集物理化学等各种技术为一体的高科技行业，本身具有较高的技术壁垒。国内纯氧燃烧等先进的工艺技术掌握本土几个龙头企业手中，其他国家又实行技术封锁，新进入者要想取得先进的技术很难。同时，新建一条玻纤生产线需要较高资金投入。一般玻璃纤维细纱和粗纱池窑拉丝法生产线规模分别在 3 万吨/年和 5 万吨/年以上。而每吨生产线需要的投入超过 1 亿元，中小企业建设加上配套资金约为 10 亿元左右，如此高的资金壁垒让很多小企业望而却步。分析玻璃纤维的企业个数看出 2010 年 8 月之后其数目大幅减小并在之后维持稳定，随着各大龙头企业加快研发，行业的进入门槛越来越高，同时形成规模效应增强进入壁垒。

图 2-13: 公司员工教育程度类别



资料来源: 公司年报, 宏源证券

图 2-14: 公司员工专业构成类别



资料来源: 公司年报, 宏源证券

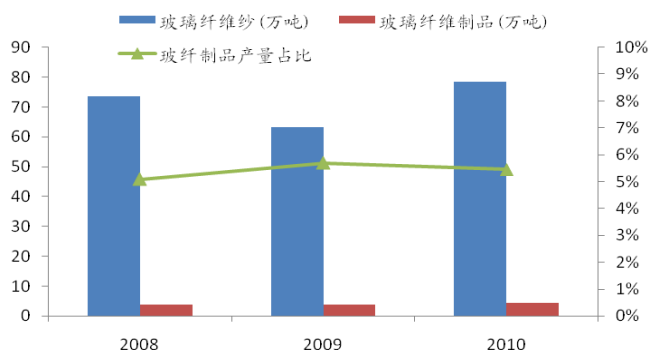
中国玻纤在同行业竞争者中拥有技术优势。公司通过自主创新，取得了一系列科技成果和自主知识产权。巨

石集团每年按销售收入的 5% 提取技术开发费用（2010 年研发投入超过 2 亿元人民币，行业绝对领先），并建有浙北地区唯一的企业博士后科研工作站。公司近五年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；熔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。而今公司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。公司于 2008 年成功研制 E6 玻璃纤维，与传统 E 玻璃纤维相比，E6 玻纤耐腐蚀性显著提高，强度提高 15%，模量提高 10%。2011 年推出的 Vipro 高性能玻璃纤维是一种高强度高模量的无碱玻璃纤维，相比 E6 玻纤具备更高性能，其产品将凭借优异的机械性能及大规模池窑生产的适应性在大功率风力叶片制造、压力容器、拉挤等高端领域具有更加出色的表现。

（五）产业链纵向深入带来新增长点

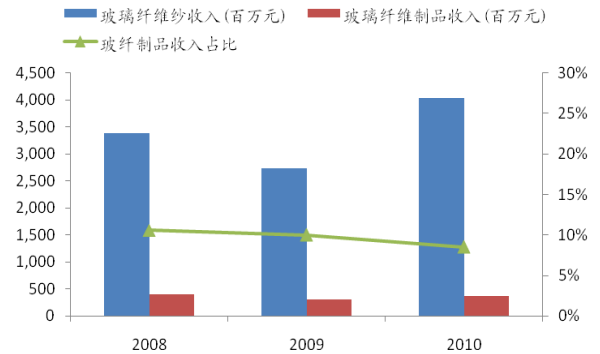
公司的玻纤制品销量占比一直维持 5% 左右，收入比例维持 10%。玻纤制品价格比玻纤初级产品高，且盈利更为稳定。公司未来几年的玻纤制品产量占比有望提升，逐步进军下游深加工领域有助于公司抵御风险，提高盈利水平。

图 2-15: 公司玻纤制品产量及占比



资料来源：公司网站，宏源证券

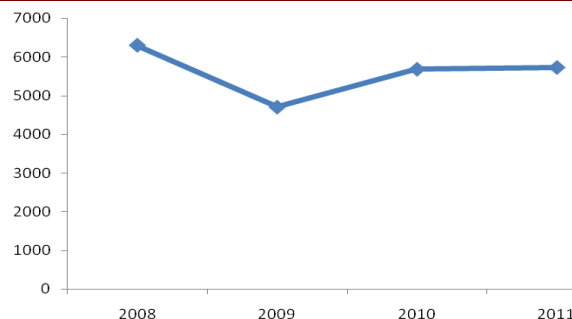
图 2-16: 公司玻纤制品收入及占比



资料来源：公司年报，宏源证券

三、玻纤提价可期，成本压力减轻

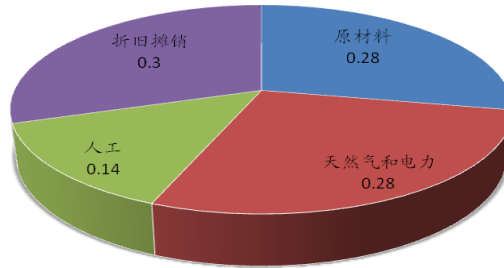
图 3-1: 中国玻纤玻纤纱单价（元/吨）



资料来源：wind，宏源证券

公司作为行业龙头，具备一定的议价能力。受国内外经济下滑影响，玻纤纱在进入 2010 年之后价格保持稳定。2012 年以来玻纤纱平均价格约 5200 元/吨，2 季度部分产品已经调价，7 月份开始继续有新产品提价，提价幅度 7% 左右，主要是出口产品价格提升。预计下半年玻纤纱价格涨幅提升。

图 3-3: 玻纤纱成本构成



资料来源: 公司年报, 宏源证券

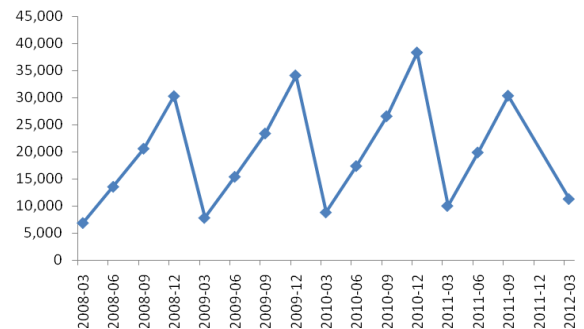
公司成本逐年下降, 目前已经到全行业最低。公司经营成本结构为: 27%-28%天然气和电力成本; 27%-28%原材料成本; 人工百分之十几, 余下的是折旧摊销等。石英砂, 叶腊石, 石灰石、硼钙石等为其主要原材料。公司的矿石砂是自产, 有利于降低其原料成本。

图 3-4: 中国 LNG 价格指数



资料来源: 卓创资讯, 宏源证券

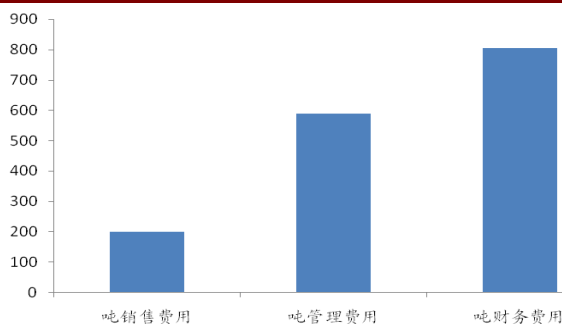
图 3-5: 城镇就业人员平均工资 (元)



资料来源: wind, 宏源证券

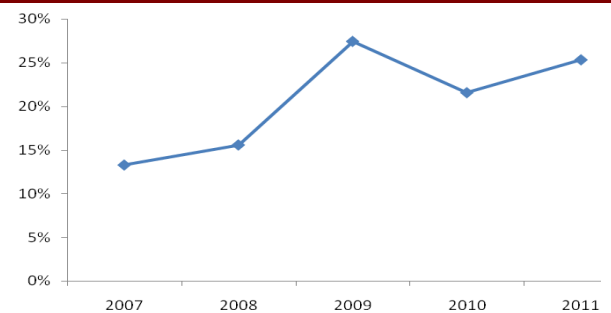
分析天然气价格走势看出, 天然气价格逐渐下跌, 燃料成本不断降低。同时, 劳动力成本企稳, 并且由于公司工艺技术进步, 工人减员生产效率升高, 吨劳动力成本下降。

图 3-6: 中国玻纤三项期间费用数据 (元/吨)



资料来源: 公司年报, 宏源证券

图 3-7: 公司三费率变化



资料来源: 公司年报, 宏源证券

目前公司经营成本不到 3800 元/吨, 考虑三费率情况, 由于公司 2011 年收购巨石集团, 财务费用支出较高, 导致三费率变化较高, 2012 年有望下降。

四、产能稳中有降改善供需结构

综合近期玻纤产能建设情况判断，行业新增产能速度放缓，短期内国内不会新建大的产能。玻纤纱行业存在一定的资金、技术壁垒，新生产商进入比较困难。2008 年金融危机至今，许多中小玻纤纱企业被淘汰，目前玻纤纱企业扩产的动力和能力都有限。国内三家龙头企业基本没有新增产能的计划，中国玻纤和重庆国际都有部分生产线需要整修，产能稳中有降。

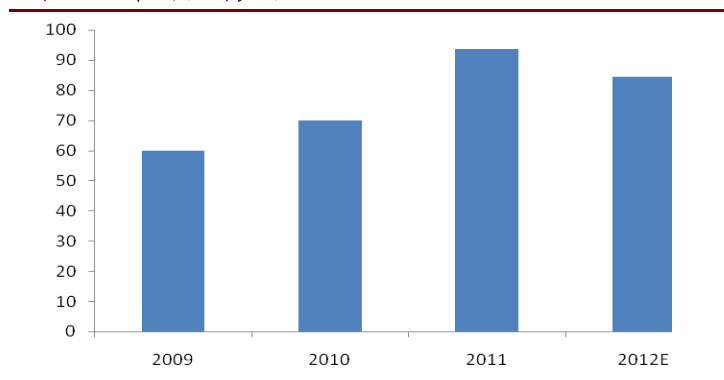
中国玻纤自 2010 年下半年以来，基本没有新增加的玻纤纱产能，2012 年不会有大的新建产能方案，同时玻纤生产线平均七八年需要一次大修，今年有 20 万吨产能到期大修，还有 20-30 万吨落后产能将于未来淘汰，预计今后产能将净减少，供需环境能有效改善。下表列出了公司的生产线具体分布表，需要检修的生产线作了标红。

图 4-2: 中国玻纤生产线分布表

地点	生产线	实际产能 (万吨)	投产状况	投产时间	主要产品名称
浙江桐乡	年产四万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线扩建项目	6	已投产	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	10	已投产	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	12	已投产	2007 年 6 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	14	已投产	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	16	已投产	2008 年 6 月	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	3.5	已投产	2010 年 5 月	无碱玻纤纱
	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	1	已投产	2006 年 11 月	电子纱/电子布
	合计	62.5			
江西九江	年产七万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线	7	已投产	2010 年 2 月	无碱玻纤纱
	年产八万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线	8	已投产	2010 年 6 月	无碱玻纤纱
	年产二万吨玻璃纤维节能环保池窑生产线	2	已投产	2010 年 7 月	无碱玻纤纱
	合计	17			
四川成都	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	4	已投产	2008 年 1 月	无碱玻纤纱
	年产四万吨玻璃纤维池窑生产线技术改造项目	4	已投产	2010 年 3 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	6	已投产	2008 年 8 月	中碱玻纤纱
	合计	14			
	产能总计	93.5			

资料来源：公司网站，宏源证券

图 4-3: 中国玻纤产能变化 (万吨)



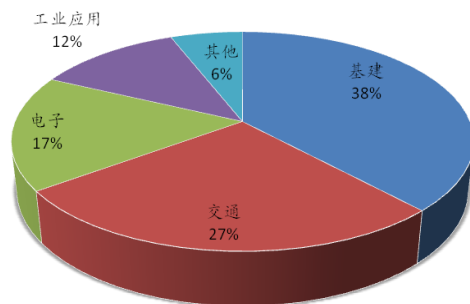
资料来源：公司网站，宏源证券

五、需求预测：2012 年预计达到 90 万吨

(一) 公司玻纤需求受不同领域，不同地域影响

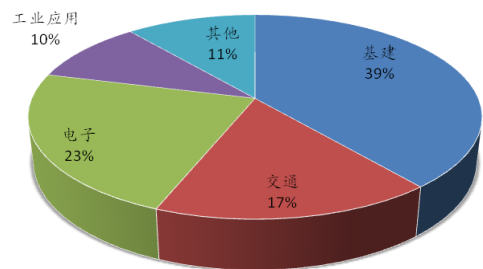
玻纤广泛应用于国民生活的各个领域，下游需求广泛，美国的玻纤消费中，基建约占 38%，交通约占 27%-28%（游艇、汽车、高铁等），电子约占 17%。而中国的玻纤市场的消费应用更加广泛，除了交通和建筑领域之外，还应用于电子电气、管罐(防腐)、工业应用等，其中建筑和电子电气领域占比较大。

图 5-1：美国玻纤需求结构



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 5-2：国内玻纤需求结构



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 5-3：玻纤应用领域

土木建筑	在建筑业，玻璃纤维已广泛应用于冷却塔、储水塔以及卫生间的浴盆浴缸、门窗，安全帽和通风设备等。另外由于玻璃纤维不易沾污、隔热和不燃烧，因此它在建筑装饰上应用日益广泛。玻璃纤维在基础设施中应用，主要有桥梁、码头、栈桥和临水结构等。沿海和岛上的建筑容易受到海水的腐蚀，这最能发挥玻璃纤维材料的特长。
交通运输	玻璃纤维用于交通运输主要是在航空航天工业和汽车及火车制造工业上。玻璃纤维可用作汽车的零部件，轿车的整体壳体，还可以用来制造渔船，其工艺简单，防腐防锈，维修频数和保养费低，使用寿命长。
机械工业	用玻璃纤维增强后的聚苯乙烯系塑料，其机械性能，制品的尺寸稳定性以及耐热耐冲击强度都有很大的提高，广泛用于家用电器零件、机壳等。玻璃纤维增强聚甲醛还被广泛地用来代替有色金属，用于制造传动零件，如轴承、齿轮和凸轮等。
化学工业	化学工业设备腐蚀严重，玻璃纤维的出现给化学工业带来了光明的前景。玻璃纤维主要用于制造各种槽、罐、塔、管道、泵、阀和风机等化工设备及配件。玻璃纤维耐腐蚀，强度高，使用寿命长，但一般只能用于低压或常压设备，且温度不超过 120℃。
电子通讯领域	玻纤在电子通讯领域的应用可以细分为如下四个方面。其一，印制电路板。微型计算机的核心元件印制电路板的基础材料就是电子级玻璃纤维。全球微型计算机及其他电子工业的迅猛发展，刺激了玻璃纤维业的快速增长，全球这方面的消费年递增速度近几年高达 15%。其二，数据传输线。采用玻璃纤维作工业计算机的数据传输线，其强大的传输能力令人叹服。一根玻璃纤维光缆可以同时传输若干信号，还能抗电磁干扰，尤为可贵的是保密性好。其三，玻纤布基覆铜板。玻纤布基覆铜板目前已广泛应用于收音机、电视机、计算机、通讯设备及仪器仪表等电子产品上。

资料来源：中国玻纤行业协会，宏源证券研究所

我们分析中国玻纤的前五名客户，看出其分布于世界各个大洲。公司国内销量和出口量各占 50%，，分别分析其国内外需求进行加总可以得到 2012 年公司玻纤需求。

图 5-4: 公司前五名客户名单 (括号内为占主营业务收入比例)

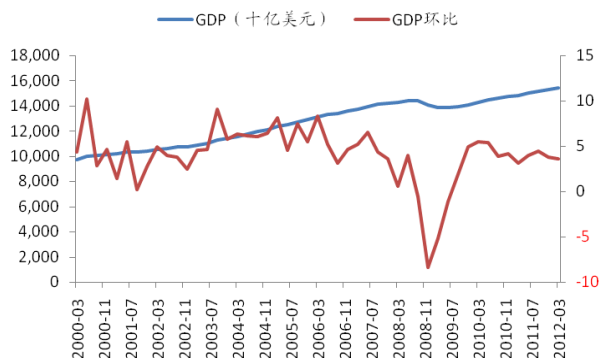
2008	2009	2010
GIBSON ENTERPRISES INC. (7.48%)	GIBSON ENTERPRISES INC. (6.34%)	GIBSON ENTERPRISES INC. (8.54%)
振石集团恒石纤维基业有限公司 (6.91%)	POLY BASE LIMITED (3.41%)	HELM AG (2.88%)
HELM AG (2.7%)	中建材集团进出口公司 (3.31%)	POLY BASE LIMITED (2.88%)
肥城三英纤维工业有限公司 (2.45%)	FARASSAN MANUFACTURING AND INDUSTRIAL COMPANY (2.15%)	中建材集团进出口公司 (2.85%)
永昌积水复合材料有限公司 (1.9%)	HELM AG (1.89%)	振石集团恒石纤维基业有限公司 (2.97%)

资料来源: 中国玻纤行业协会, 宏源证券研究所

(二) 美国经济回暖带来出口需求增长动力

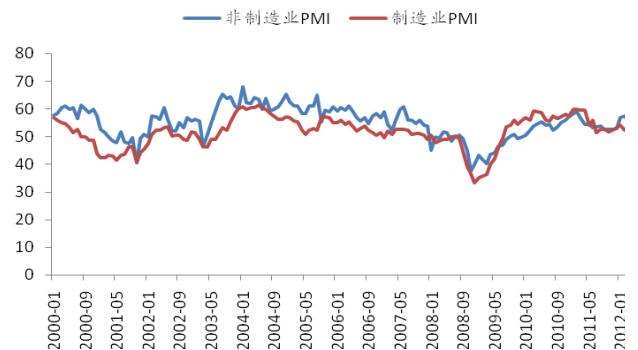
美国复苏迹象明显, 生产总值增长稳定, 制造业、非制造业 PMI 止跌, 消费者信心指数有所好转, 进入 2012 年以来, 美国的已开工的私人住宅数量显著上升, 带来复苏信号。美国的经济回暖带来中国玻纤海外需求的增长动力。

图 5-5: 美国 GDP 增长



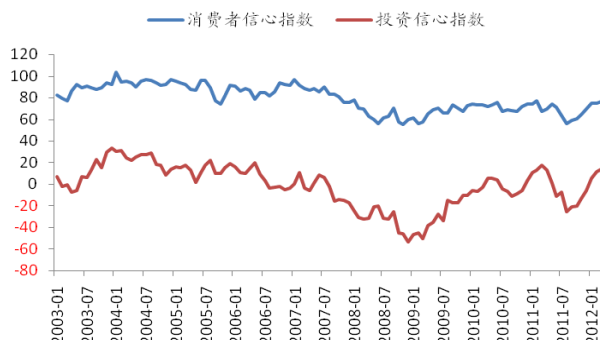
资料来源: wind, 宏源证券

图 5-6: 美国 PMI 变化图



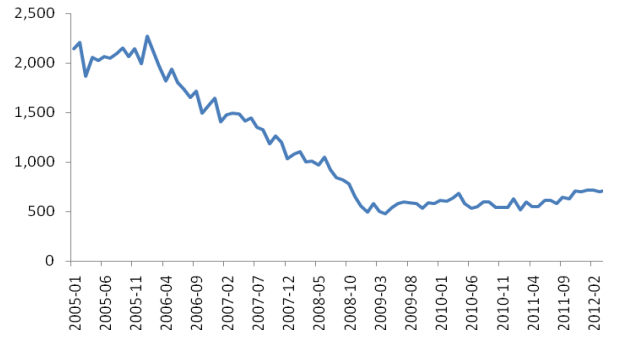
资料来源: wind, 宏源证券

图 5-7: 美国经济信心指数



资料来源: wind, 宏源证券

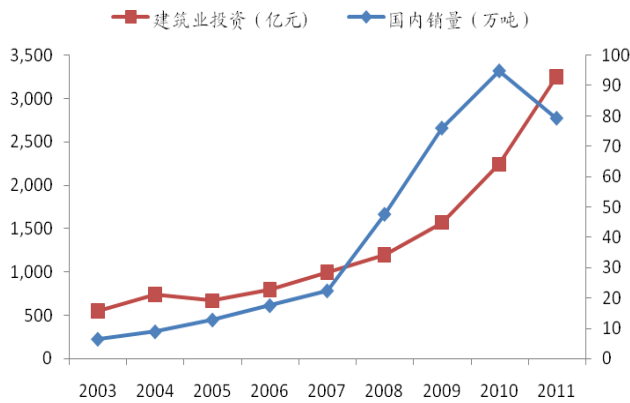
图 5-8: 美国已开工住宅数



资料来源: wind, 宏源证券

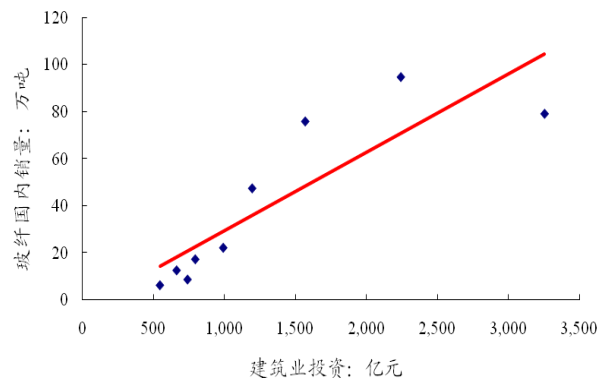
(三) 国内需求预测

图 5-9: 玻纤销量与建筑业投资变化图



资料来源: wind, 宏源证券

图 5-10: 玻纤销量与建筑业投资散点图



资料来源: wind, 宏源证券

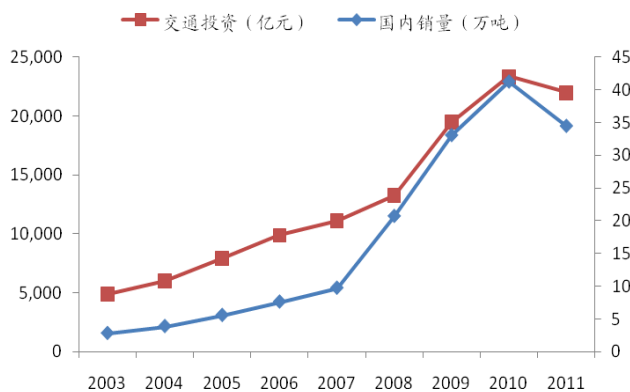
图 5-9、5-10 是玻纤产量与建筑业投资的趋势图和散点图。从图中可以看出, 建筑业投资与玻纤产量存在较为显著的正相关关系, 说明建筑业投资对玻纤产量有着较大的影响。

对 2002 年至 2011 年玻纤产量(Y)和建筑业投资(X)统计数据做线性回归分析, 一元线性回归方程式为:

$$Y = 0.0333X - 3.791, \quad p = 0.0027, \quad R^2 = 0.75$$

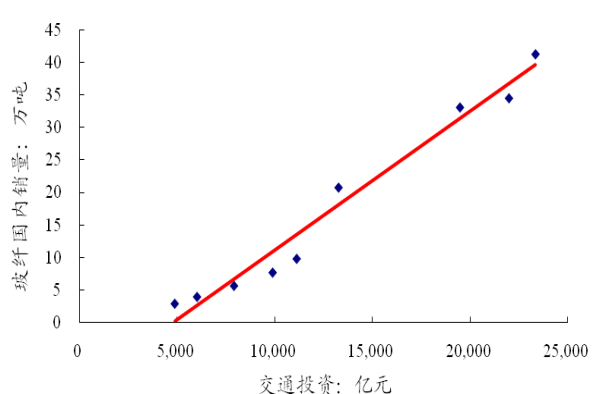
p 值为 0.0027, 说明 X 对 Y 的影响非常显著, 建筑业投资对玻纤产量的影响为 0.0333, 即城镇固定资产投资每增加 1 亿元, 玻纤产量增加 0.0333 万吨。

图 5-11: 玻纤销量与交通投资变化图



资料来源: wind, 宏源证券

图 5-12: 玻纤销量与交通投资散点图



资料来源: wind, 宏源证券

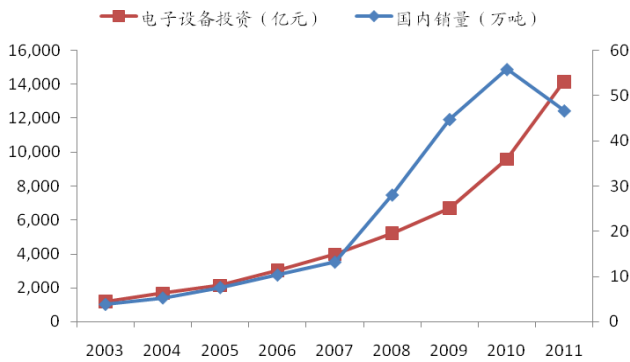
图 5-11、5-12 是玻纤产量与交通投资的趋势图和散点图。从图中可以看出, 交通投资与玻纤产量存在较为显著的正相关关系, 说明交通投资对玻纤产量有着较大的影响。

对 2002 年至 2011 年玻纤产量(Y)和交通投资(X)统计数据做线性回归分析, 一元线性回归方程式为:

$$Y = 0.0021X - 10.37, \quad p = 0.0000, \quad R^2 = 0.971$$

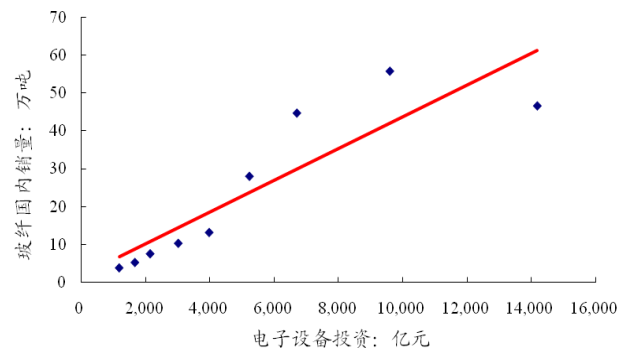
p 值为 0.0000, 说明 X 对 Y 的影响非常显著, 交通投资对玻纤产量的影响为 0.0021, 即交通投资每增加 1 亿元, 玻纤产量增加 0.0021 万吨。

图 5-13: 玻纤销量与电子设备投资变化图



资料来源: wind, 宏源证券

图 5-14: 玻纤销量与电子设备投资散点图



资料来源: wind, 宏源证券

图 5-13、5-14 是玻纤产量与电子设备投资的趋势图和散点图。从图中可以看出, 电子设备投资与玻纤产量存在较为显著的正相关关系, 说明电子设备投资对玻纤产量有着较大的影响。

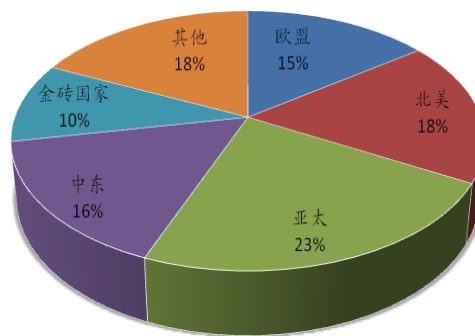
对 2002 年至 2011 年玻纤产量(Y)和电子设备投资(X)统计数据做线性回归分析, 一元线性回归方程式为:

$$Y = 0.0042X + 1.628, \quad p = 0.0015, \quad R^2 = 0.78$$

p 值为 0.0015, 说明 X 对 Y 的影响非常显著, 电子设备投资对玻纤产量的影响为 0.0042, 即交通投资每增加 1 亿元, 玻纤产量增加 0.0042 万吨。

(四) 出口需求预测

图 5-15: 玻纤下游需求分布地区图



资料来源: 公司年报, 宏源证券

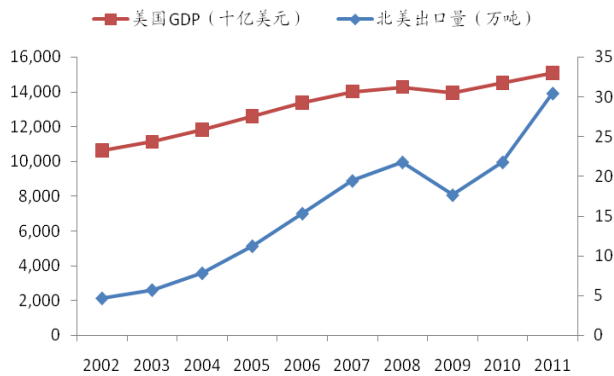
图 5-16、5-17 是玻纤北美出口量与美国 GDP 的趋势图和散点图。从图中可以看出, 美国 GDP 与玻纤北美出口量存在较为显著的正相关关系, 说明美国 GDP 对玻纤北美出口量有着较大的影响。

对 2002 年至 2011 年玻纤北美出口量(Y)和美国 GDP(X)统计数据做线性回归分析, 一元线性回归方程式为:

$$Y = 0.00527X - 53.76, \quad p = 0.0000, \quad R^2 = 0.94$$

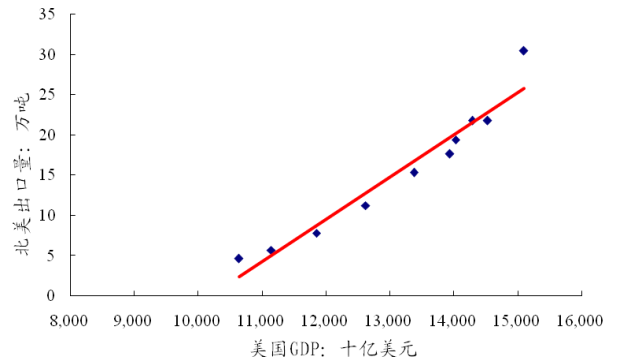
p 值为 0.0000, 说明 X 对 Y 的影响非常显著, 美国 GDP 对玻纤北美出口量的影响为 0.00527, 即美国 GDP 每增加 10 亿美元, 玻纤产量增加 0.00527 万吨。

图 5-16: 玻纤美国出口量与美国 GDP 变化图



资料来源: wind, 宏源证券

图 5-17: 玻纤美国出口量与美国 GDP 散点图



资料来源: wind, 宏源证券

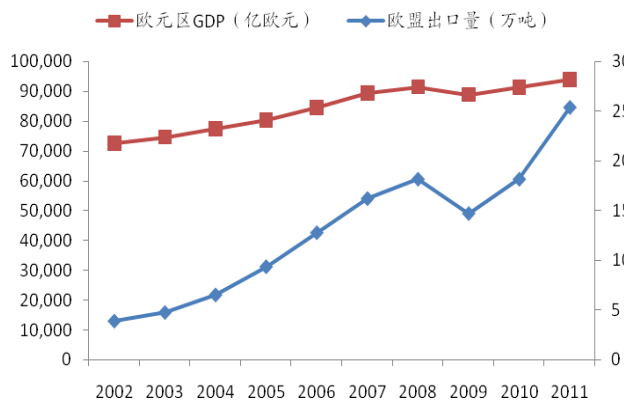
图 5-18、5-19 是玻纤欧洲出口量与欧元区 GDP 的趋势图和散点图。从图中可以看出，欧元区 GDP 与玻纤欧洲出口量存在较为显著的正相关关系，说明欧元区 GDP 对玻纤欧洲出口量有着较大的影响。

对 2002 年至 2011 年玻纤欧洲出口量(Y)和欧元区 GDP (X)统计数据做线性回归分析，一元线性回归方程式为：

$$Y = 0.000865X - 60.11, p = 0.0000, R^2 = 0.94$$

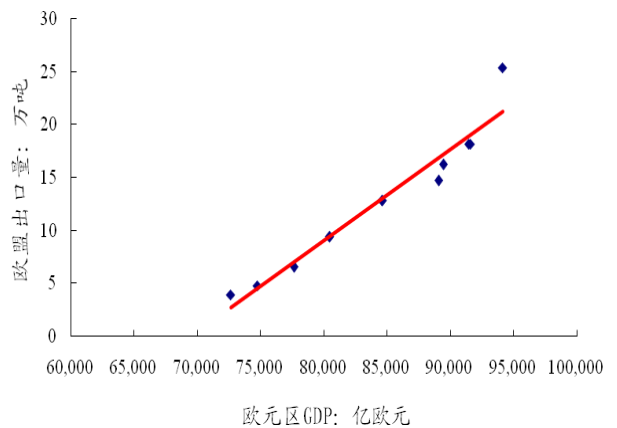
p 值为 0.0000，说明 X 对 Y 的影响非常显著，欧元区 GDP 对玻纤欧洲出口量的影响为 0.000865，即欧元区 GDP 每增加 1 亿欧元，玻纤产量增加 0.000865 万吨。

图 5-18: 玻纤欧洲出口量与欧元区 GDP 变化图



资料来源: wind, 宏源证券

图 5-19: 玻纤欧洲出口量与欧元区 GDP 散点图



资料来源: wind, 宏源证券

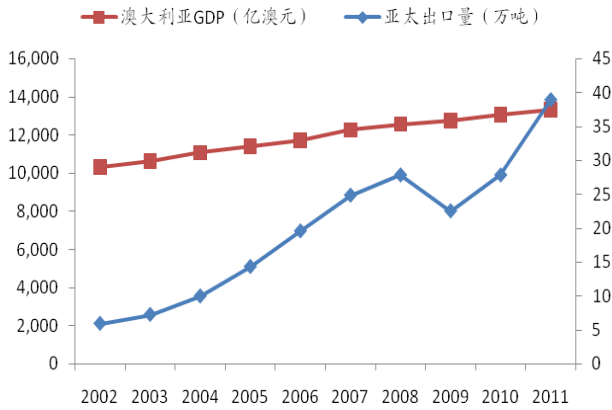
图 5-20、5-21 是玻纤亚太出口量与澳大利亚 GDP 的趋势图和散点图。从图中可以看出，澳大利亚 GDP 与玻纤亚太出口量存在较为显著的正相关关系，说明澳大利亚 GDP 对玻纤亚太出口量有着较大的影响。

对 2002 年至 2011 年玻纤亚太出口量(Y)和澳大利亚 GDP (X)统计数据做线性回归分析，一元线性回归方程式为：

$$Y = 0.0097X - 95.57, p = 0.0000, R^2 = 0.92$$

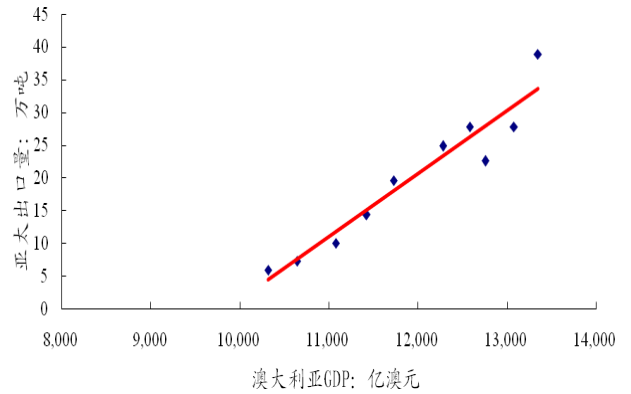
p 值为 0.0000，说明 X 对 Y 的影响非常显著，澳大利亚 GDP 对玻纤亚太出口量的影响为 0.0097，即澳大利亚 GDP 每增加 1 亿澳元，玻纤产量增加 0.0097 万吨。

图 5-20: 玻纤亚太出口量与澳大利亚 GDP 变化图



资料来源: wind, 宏源证券

图 5-21: 玻纤亚太出口量与澳大利亚 GDP 散点图



资料来源: wind, 宏源证券

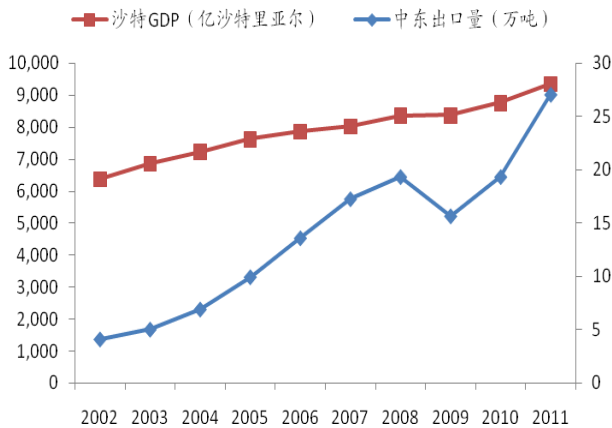
图 5-22、5-23 是玻纤中东出口量与沙特 GDP 的趋势图和散点图。从图中可以看出, 沙特 GDP 与玻纤中东出口量存在较为显著的正相关关系, 说明沙特 GDP 对玻纤中东出口量有着较大的影响。

对 2002 年至 2011 年玻纤中东出口量(Y)和沙特 GDP(X)统计数据做线性回归分析, 一元线性回归方程式为:

$$Y = 0.0079X - 48.74, \quad p = 0.0000, \quad R^2 = 0.94$$

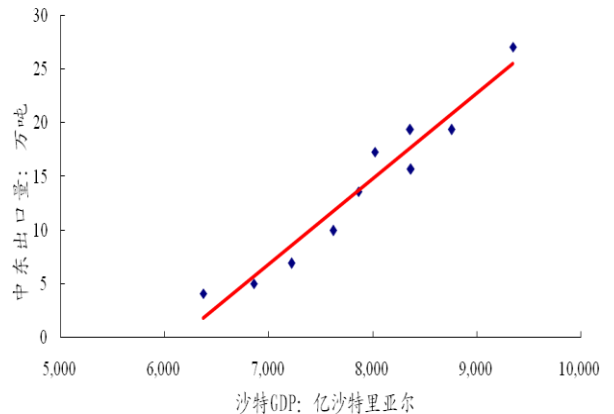
p 值为 0.0000, 说明 X 对 Y 的影响非常显著, 澳大利亚 GDP 对玻纤亚太出口量的影响为 0.0079, 即澳大利亚 GDP 每增加 1 亿澳元, 玻纤产量增加 0.0079 万吨。

图 5-22: 玻纤中东出口量与沙特 GDP 变化图



资料来源: wind, 宏源证券

图 5-23: 玻纤中东出口量与沙特 GDP 散点图



资料来源: wind, 宏源证券

(五) 综合预测 2012 玻纤需求

综合国内与国际因素分析, 我们利用专业机构对相关指标 2012 年的预测值计算出 2012 年各个部分的需求, 再对其进行加总, 由此得到 2012 年的玻璃纤维总需求。

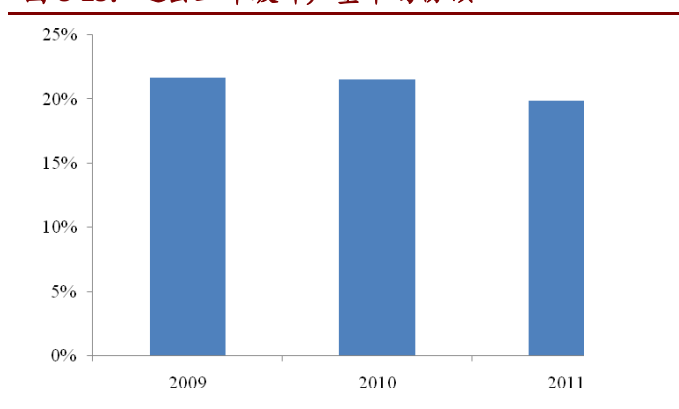
图 5-24: 2012 年中国玻纤需求预测

	分类	增长率	导致需求
国内	建筑业投资	20%	126.19
	交通投资	13%	41.84
	电子设备投资	25%	76.08
	其他		42.63
	国内合计	286.74	
国际	北美	2%	27.38
	欧盟	0%	21.29
	亚太	3%	37.41
	中东	4%	27.72
	其他		47.37
国际合计	161.17		
总计	447.90		

资料来源: 宏源证券研究所

考虑中国玻纤的产量份额, 在过去三年一直保持在 20%左右, 市场份额呈现稳定态势, 且 2012 年公司并没有大幅扩张计划, 我们假设玻纤产量保持 20%的市场份额不变, 则 2012 年中国玻纤的需求为 90 万吨。

图 5-25: 过去三年玻纤产量市场份额



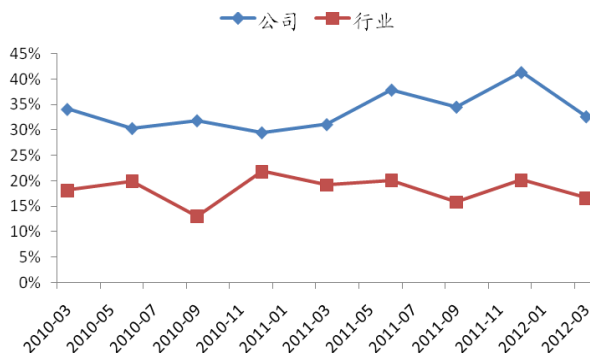
资料来源: 公司年报, 宏源证券

六、财务分析

(一) 公司毛利率显著高于行业平均

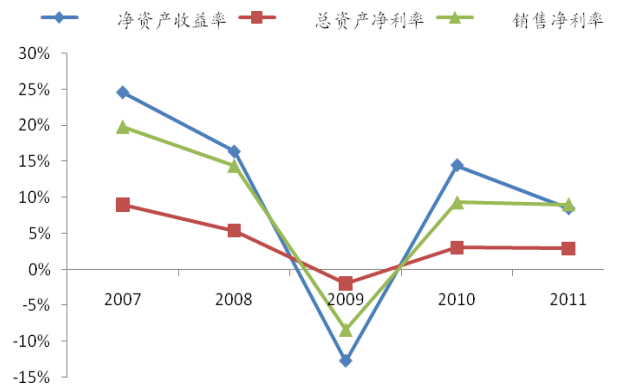
公司在 2010 年之后各项盈利指标保持平稳, 且每季度的毛利率明显高于行业平均值, 公司良好的盈利能力由此可见。

图 6-1: 公司与行业毛利率对比



资料来源: wind, 宏源证券

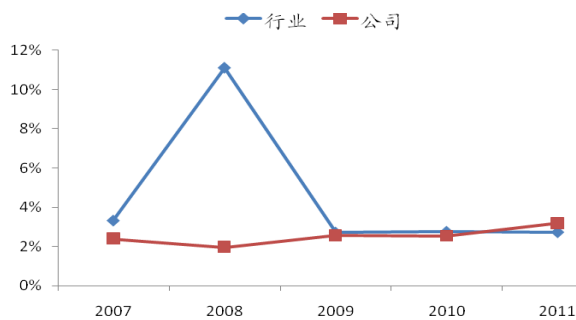
图 6-2: 公司盈利指标



资料来源: wind, 宏源证券

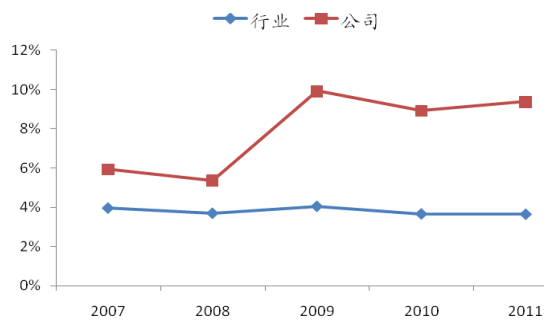
(二) 公司费用率高于行业平均

图 6-3: 销售费用/营业收入



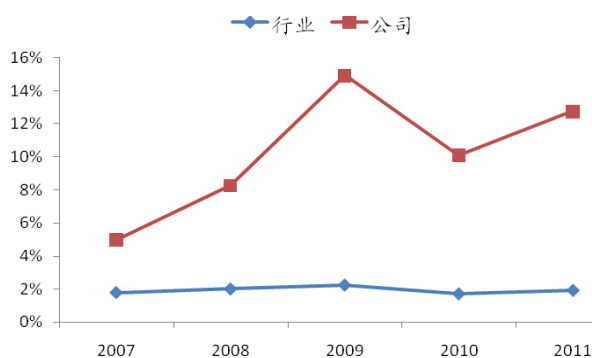
资料来源: wind, 宏源证券

图 6-4: 管理费用/营业收入



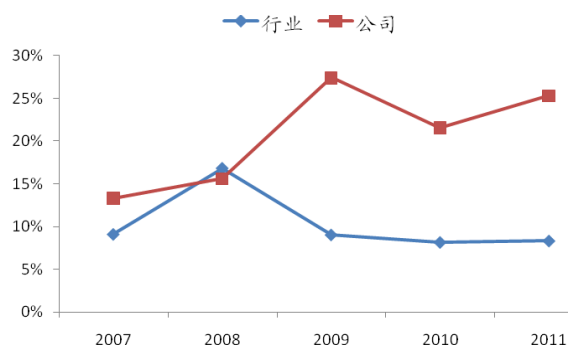
资料来源: wind, 宏源证券

图 6-5: 财务费用/营业收入



资料来源: wind, 宏源证券

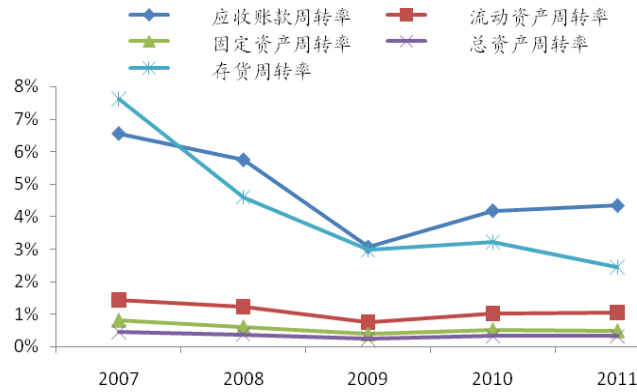
图 6-6: 三费率



资料来源: wind, 宏源证券

(三) 公司营运能力略有上升

图 6-7: 营运能力指标



资料来源: wind, 宏源证券

七、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

图 6-8: 主要盈利预测

	2011	2012E	2013E	2014E
玻纤及制品收入				
平均售价 (元/吨)	5726	6,098.19	6,342.12	6,627.51
销量 (万吨)	80.01	90.69	97.00	99.50
增长率 (YOY)	2.88%	13.35%	6.96%	2.58%
销售收入 (百万元)	4,581.36	5,530.45	6,151.85	6,594.38
增长率 (YOY)	3.69%	20.72%	11.24%	7.19%
毛利率	34.49%	37.88%	38.47%	38.77%
平均成本 (元/吨)	3,750.92	3,788.43	3,902.08	4,058.16
销售成本 (百万元)	3,001.10	3,435.72	3,785.02	4,037.87
增长率 (YOY)	-3.39%	14.48%	10.17%	6.68%
毛利 (百万元)	1,580.26	2,094.73	2,366.84	2,556.50
增长率 (YOY)	20.46%	32.56%	12.99%	8.01%
占总销售额比重	93.58%	92.73%	90.49%	87.21%
其他业务收入				
销售收入 (百万元)	314.55	433.59	646.90	966.74
增长率 (YOY)	28.03%	37.84%	49.20%	49.44%
毛利率	38.79%	37.99%	42.79%	42.98%
销售成本 (百万元)	192.53	268.85	370.09	551.27
增长率 (YOY)	44.04%	39.64%	37.66%	48.96%
毛利 (百万元)	122.02	164.74	276.81	415.47
增长率 (YOY)	8.93%	35.01%	68.03%	50.09%
总收入				

销售总收入 (百万元)	4895.91	5964.04	6798.75	7561.12
销售总成本 (百万元)	3193.63	3704.57	4155.11	4589.14
毛利 (百万元)	1702.28	2259.46	2643.64	2971.98
平均毛利率	34.77%	37.88%	38.88%	39.31%

数据来源: 公司年报, 宏源证券研究所

(二) 敏感性分析和弹性分析

玻纤业务是公司的主要业务, 玻纤价格和销量的波动直接影响企业的盈利, 下表给出了公司 EPS 对于玻纤价格销量变动的敏感性分析:

图 6-9: 敏感性分析

销量/价格	5498.00	5698.00	5898.00	6098.00	6298.00	6498.00	6698.00
60.00	-0.36	-0.25	-0.14	-0.02	0.09	0.20	0.32
70.00	-0.20	-0.07	0.06	0.19	0.33	0.46	0.59
80.00	-0.04	0.11	0.26	0.41	0.56	0.71	0.86
90.00	0.12	0.29	0.46	0.63	0.80	0.97	1.14
100.00	0.28	0.47	0.66	0.85	1.04	1.22	1.41
110.00	0.44	0.65	0.86	1.07	1.27	1.48	1.69
120.00	0.60	0.83	1.06	1.28	1.51	1.74	1.96

数据来源: 公司年报, 宏源证券研究所

固定销量为 90 万吨, 我们做弹性分析, 看价格变动率对 EPS 的变动率的影响, 由此可以计算出 EPS 的价格弹性为 7.23。

图 6-10: EPS 对玻纤纱价格弹性分析 (元/吨)

玻纤价格	价格波动	EPS	EPS 变动	弹性
7317.6	20%	1.56	148%	7.41
7012.7	15%	1.33	111%	7.41
6707.8	10%	1.10	74%	7.41
6402.9	5%	0.86	37%	7.41
6098.0	0%	0.63	0%	0.00
5793.1	-5%	0.40	-37%	7.41
5488.2	-10%	0.16	-74%	7.41
5183.3	-15%	-0.07	-111%	7.41
4878.4	-20%	-0.30	-148%	7.41

数据来源: 公司年报, 宏源证券研究所

(三) 投资建议

综合以上分析, 我们认为中国 2012 年的利润增长点有如下几方面:

第一，作为中国第一、世界第二大玻纤纱生产企业，中国玻纤以股东中建材为依托，并完成全资控股巨石集团。公司于埃及建厂，实现对外产销一体，同时计划收购海外龙头经销商，完成直接供应终端客户，保证销售渠道畅通。

第二，2012年下半年玻纤涨价可持续，玻纤纱价格上升空间加大，有望成为增厚盈利的杠杆。国内政治换届的内在逻辑，“稳增长”政策持续加码效果将逐步体现，3季度出现投资拐点是大概率事件，房地产、基建和电子产品出口需求回升将有效带动国内玻纤需求回暖，公司已经于7月份开始提价，未来扩大提价的产品范围和提价幅度具备可行性。

第三，出口量复苏明显，出口玻纤产品领先提价。公司出口占比五成，海外经济形势影响重大，2012年下半年欧美经济刺激计划预计加码，经济复苏在大选投票时间窗口有望加速，玻纤产品出口需求前景改善，预计销量增长成为拉动盈利提升的一极。

考虑2012年5月分红送股因素，摊薄后我们预计2012、2013年公司EPS分别为0.63和0.86元。对应于目前的股价PE分别为14.03和10.28，给予公司“买入”评级，目标价为12元。

图 6-11: 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	6138	6997	7781	流动资产	4833	5955	6797	8505
营业成本	3230	3812	4276	4723	现金	1458	1458	1710	2866
营业税金及附加	44	55	63	70	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	161	184	210	233	应收票据	498	607	692	770
管理费用	472	575	616	685	应收款项	1214	1476	1683	1872
财务费用	643	570	529	525	其它应收款	90	246	280	311
资产减值损失	22	0	0	0	存货	1514	1787	2005	2214
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他	59	381	428	472
投资收益	23	23	23	23	非流动资产	11115	10372	9912	9589
营业利润	490	964	1326	1568	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	1042	1422	1681	无形资产	246	221	199	179
所得税	96	181	247	292	其他	713	36	34	32
净利润	455	861	1175	1389	资产总计	15948	16327	16709	18094
少数股东损益	163	308	420	497	流动负债	8055	7578	6860	6945
归属于母公司净利润	292	553	754	892	短期借款	5839	6645	5839	5839
EPS (元)	0.50	0.63	0.86	1.02	应付账款	518	611	686	757
年成长率					预收账款	122	114	128	142
营业收入	6%	22%	14%	11%	其他	1577	207	207	208
营业利润	6%	97%	38%	18%	长期负债	4402	4162	4162	4162
净利润	42%	89%	36%	18%	长期借款	4162	4162	4162	4162
获利能力					其他	240	0	0	0
毛利率	35.9%	37.9%	38.9%	39.3%	负债合计	12457	11740	11022	11107
净利率	5.8%	9.0%	10.8%	11.5%	股本	582	873	873	873
ROE	8.4%	12.9%	15.2%	15.5%	资本公积				
偿债能力					金	1701	1701	1701	1701
资产负债率	78.1%	71.9%	66.0%	61.4%	留存收益	1216	1714	2393	3196
净负债比率	70.8%	66.2%	59.9%	55.3%	少数股东权益				
					权益	42	350	771	1268
					归属于母公司所有者权益				
					益	3499	4287	4966	5769
					负债及权益合计	15998	16377	16759	18144

流动比率	0.6	0.8	1.0	1.2
速动比率	0.4	0.5	0.7	0.9
营运能力				
资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	2.4	2.3	2.3	2.2
应收帐款周转率	4.3	4.6	4.4	4.4
应付帐款周转率	2.8	6.8	6.6	6.5
每股资料 (元)				
每股收益	0.50	0.63	0.86	1.02
每股经营现金	1.35	1.70	2.52	2.64
每股净资产	6.01	4.91	5.69	6.61
每股股利	0.08	0.06	0.09	0.10

现金流量表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流				
经营现金流	784	1484	2195	2302
投资活动现金流				
投资现金流	(823)	(450)	(555)	(555)
筹资活动现金流				
筹资现金流	(450)	(1,034)	(1,388)	(591)
现金净增加额	(490)	0	252	1156

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高级分析师, 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: 宏源证券实习生黎泉宏对报告亦有贡献。

机构销售团队

区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
华北	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560	
区域	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com	
区域	张珺	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
华东	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	021-51782236
区域	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
华南	13631505872	010-88085279	010-88085760	18682185141	0755-82934785
区域	xiasuyun@hysec.com	jiahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842	010-88085843			
	qinhan@hysec.com	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。