

目录

玻纤下游用途广泛，将受益于经济复苏，行业集中度高	3
中国玻纤：中国玻纤行业龙头，比较优势强	9
玻纤行业供求关系有望在 13 年好转，供给收缩带来价格反弹	16
研究报告中所提及的有关上市公司	20

玻纤下游用途广泛，将受益于经济复苏，行业集中度高

玻纤是下游用途广泛的新材料

玻璃纤维是一种以叶腊石、石英砂、石灰石、硼钙石、硼镁石等主要矿物原料和硼酸、纯碱等化工原料生产的无机非金属材料，玻璃纤维作为一种重要的复合增强新材料，具有众多优越特性，包括耐高温、抗腐蚀、强度高、比重轻、吸湿低、延伸小、电绝缘及性价比高等，可广泛应用于建筑、交通、电子电气、工业设备、医疗及海洋开发、航空航天、风力发电等行业，玻纤的在发展和运用中逐渐替代钢材、木材等传统材料。

从全球玻纤产量来看，玻纤行业一直保持较快增长，在美国、欧洲等发达国家，玻纤行业增长率一直高于 GDP 增长率，中国 2001-2011 年产量复合增长率接近 25%。全球玻纤产能与需求相互推动，需求推动产能扩张，新技术及新产品的开发应用又促进新的需求增长。目前玻纤行业已形成从玻纤、玻纤制品到玻纤复合材料的完整产业链，其上游产业涉及采掘、化工、能源，下游产业涉及基础设施市场、环保、节能及新能源市场、交通工具。

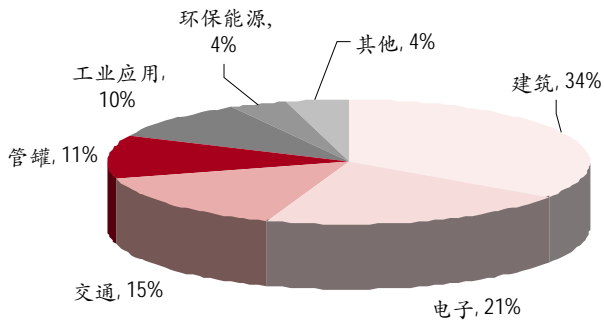
图表 1. 玻璃纤维的应用领域及用途

建筑业	住宅及商业用的承重和非承重结构、浴室设备和配件、屋面材料、混凝土结构加强、窗框、夹层结构件、格栅、栏杆、扶梯、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、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、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、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、海水淡化。

资料来源：公司公告

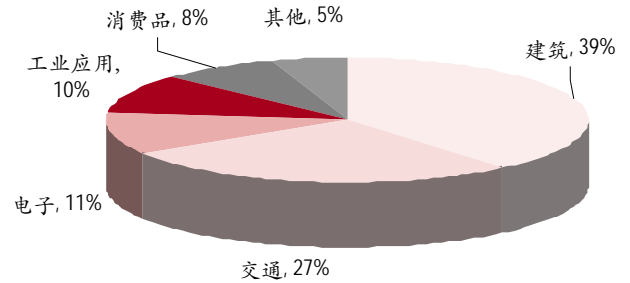
从我国玻纤产业下游分布来看，主要包括建筑、电子电器、交通、管罐、工业应用、环保以及能源等。其中建筑和电子电器占比较大，合计约占 55%，其次为交通，占比为 15%。欧美市场玻纤产品下游大致分布在建筑、交通、电子电器、工业应用以及消费品领域，其中交通和建筑领域是主要市场，两者合计占比接近 70%。

图表 2. 中国的玻纤行业下游需求占比



资料来源：中国玻纤网

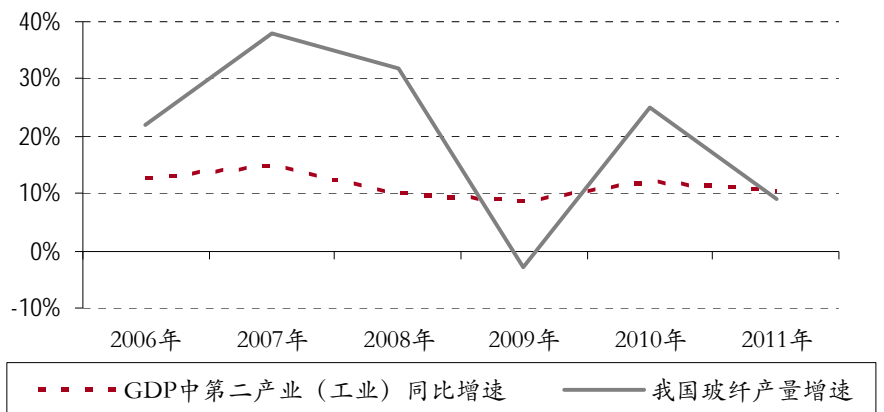
图表 3. 美国的玻纤行业下游需求占比



资料来源：中国玻纤网

玻纤行业用途的广泛性使得其受单一行业需求变化影响相对较小，整体看与宏观经济环境变化保持较明显的同步性，自 06 年以来我国玻纤行业产量增速与 GDP 中第二产业（工业）的同比增速保持同方向变动，且有较强弹性。

图表 4. GDP 中第二产业同比增速与我国玻纤产量增速对比



资料来源：中国玻纤网，中银国际研究

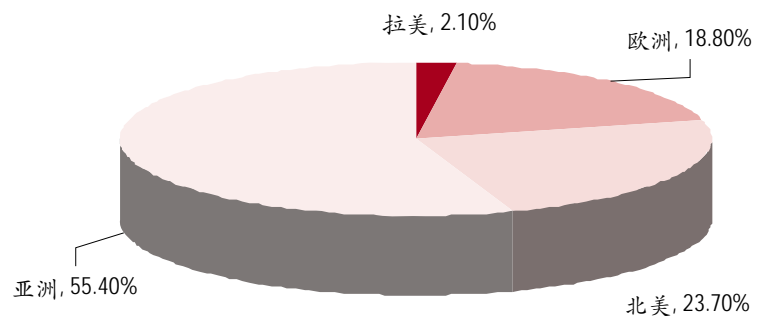
玻纤行业集中度高，中国玻纤行业发展迅速

玻纤行业集中度高，行业处于寡头垄断格局。2011 年全球玻璃纤维总产能为 488 万吨，2012 年预计产能为 500 万吨左右，其中中国产能约为 270 万吨。前六大企业（OCV、中国玻纤、重庆国际、PPG、泰山玻纤、Johns-Manville 公司）占据全球 70% 以上的玻纤产能。

图表 5. 截至 2011 年末全球六大玻璃纤维生产企业对比

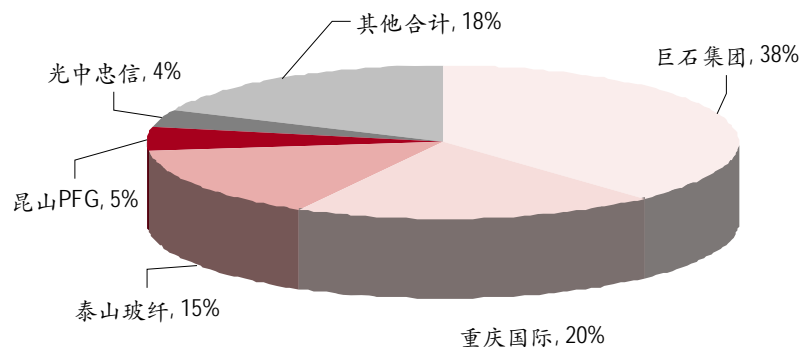
生产商	产能 (万吨/年)	主要产品	应用领域	竞争优势
OCV	130	玻璃纤维纱及制品	风力发电叶片、交通运输、电子电气、管道、游艇等	复合材料领域的领导者；生产网络遍布六大洲 26 个国家和地区
中国玻纤	93.5	以热固性、热塑性纱为主、电子纱	风力发电叶片、交通运输、电子电气、管道、游艇等	目前产能国内第一；与国外生产商相比具有成本优势
PPG	40	以电子纱、特种纱为主	电子电气、医疗、建筑等	在国内有生产线，有效降低成本
Johns-Manville	30	玻璃纤维纱	屋面建筑材料	产品与其余五家市场重合度较低
重庆国际	54	以电子纱、热塑性纱为主	电子电气	在国内技术较为领先；电子纱领域市场占有率第一
泰山玻纤	41	以热固性玻璃纤维纱为主	风力发电叶片、交通运输、管道、游艇等	山东、河北等地的落后产能较为集中，有利于区域整合

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 6. 全球玻纤行业产量分布占比


资料来源：长海股份招股说明书

从国内的竞争格局来看，我国玻纤行业近年来发展迅猛，玻纤及其制品生产和出口规模均已占世界第一，2011 年全年累计玻纤纱产量 279 万吨，同比增长 9.0%，增速有所回落；其中池窑纱产量 244 万吨，同比增长 12.4%，池窑产量占总量比例为 87%。中国已成为世界规模最大的玻纤生产国，其中中国玻纤产能为 93.5 万吨，仅次于 OCV，国内前 3 家公司（中国玻纤、重庆国际、泰山玻纤）产能占国内比重约为 70%。

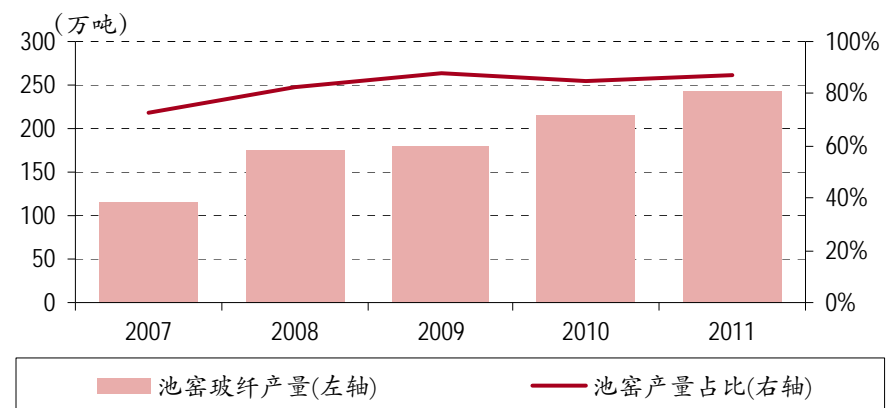
图表 7. 我国池窑产能分布


资料来源：长海股份招股说明书

从国际竞争格局看, OCV 和 PPG 在产品研发和全球化布局方面具有较强优势, 高端产品市场占有率较高, 但是劣势是生产成本较高, 盈利能力低于中国公司, 国外厂商基本没有进行产能扩张的计划。

从国内竞争格局看, 重庆国际复合材料公司受国外股东的需求支撑, 下游销售比较稳定, 受到重庆地理位置的限制在运输和市场方面处于相对劣势。泰山玻纤地处泰安周边的山东和河北地区, 其产品主要定位于中低档市场。中国玻纤与上述两家企业相比, 除具备产能优势外, 地处叶蜡石资源丰富的江浙地区, 交通运输便利, 并通过海外建厂和设立分支机构形成较为成熟的全球销售网络。

图表 8. 我国玻纤行业池窑产量及池窑产量占总产量比重



资料来源: 公司公告

玻纤行业近五年周期性波动原因探寻

从我国玻纤行业的发展来看, 近几年保持较快的发展, 我们总结了近五年的发展历程, 具体如下:

- 1) **2008 年供给大幅增加, 需求回落, 下半年景气大幅下行。**2008 年是玻纤新增产能集中释放最多的一年, 全国玻纤总产量达到 211 万吨, 比上年增长 31.88%。2008 年迅速放大的产能导致玻纤产品市场出现一时供过于求的情况, 最终致使行业利润增速放缓, 2008 年 8 月份以后, 受原辅材料成本、能源成本、劳动力成本等持续上升, 人民币升值, 全球金融危机加剧以及国内市场持续疲软等众多不利因素的共同影响, 下半年玻纤行业处于微亏或保本状态。
- 2) **2009 年 2 季度销售回暖, 下半年起价格提升。**2009 年全国玻纤累计产量 205 万吨, 比上年同期下降 2.84%。受经济危机影响, 1 季度玻纤行业产销率较低, 库存积压达 30 万吨, 但自 3 季度起, 玻纤行业呈现企稳回升态势, 扭转了产量同比增长持续下滑的局面, 停产窑炉逐步恢复, 全行业冷修、改扩建池窑拉丝生产线点火 11 座, 产能 42 万吨。从 7 月底国内玻纤产品的价格开始上涨, 细纱和粗纱每吨上涨约 300 元, 11 月份价格上调了 1,000 元/吨, 年底价格又上调了 10%。

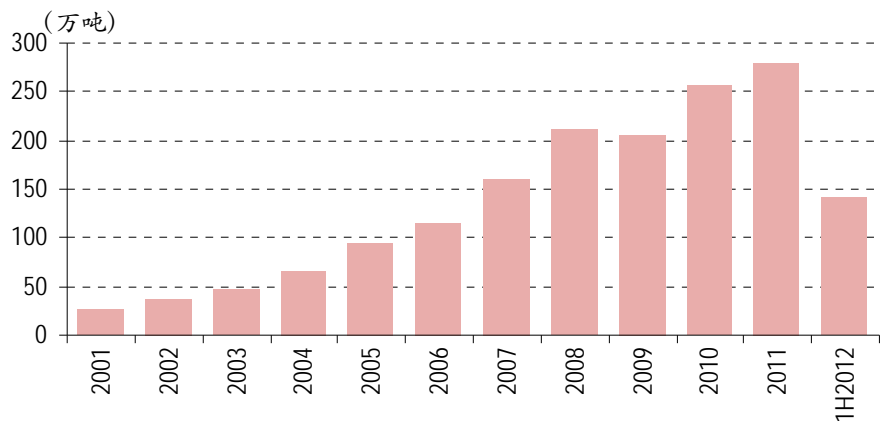
- 3) **2010 年需求复苏，盈利达到高点，新点火池窑量较大。**2010 年我国累计生产玻璃纤维纱 256 万吨，同比增长 24.9%，其中池窑产量 217 万吨，同比增长 31.5%，池窑产量约占玻纤纱总产量的 84.8%。在渡过了 2009 年的低迷后，受国家一揽子的经济刺激计划影响国内玻纤消费市场升温，加之全球经济复苏，出口形势好转，带动玻纤产能逐步恢复，受经济危机影响造成的库存积压已经完全释放。价格方面，自 2009 年下半年开始，随着出口恢复增长和市场需求增加，玻璃纤维纱价格呈现持续上涨态势，至 2010 年 10 月玻纤纱价格已经接近历史最高水平。供给方面 2010 年新点火 15 座池窑，池窑产能有较大释放。
- 4) **2011 年受国内需求回落、出口环境恶化影响景气下行，库存增加，新点火池窑量仅 3 座。**2011 年全年累计玻纤纱产量 279 万吨，同比增长 9.0%，增速明显回落。其中池窑纱产量 244 万吨，同比增长 12.4%。年初在外贸维稳、内需增加、价格提升等利好消息刺激下，单月玻纤纱产量一路上扬，到 8 月份单月产量已达 24 万吨。但随着欧洲债务危机加剧，风电、电子布等主要产品市场逐步降温，企业库存增加，部分企业产品出厂价格开始下跌。供给方面，2011 年共有在产池窑 69 座，池窑产能 270 万余吨。与 2010 年新点火 15 座池窑相比，2011 年新点火池窑仅 3 座。
- 5) **2012 年上半年龙头企业限产保价，产量增速较以往明显放缓，处于缓慢去库存过程。**2012 年上半年玻璃纤维产量为 141.1 万吨，与去年同期相比有 3.6% 的小幅增长，龙头企业在限产保价方面发挥较强作用。2012 年上半年全行业销售率有所提高，到 5 月达到了 97.57%，在单月玻纤产量增长率减缓、销售率提高的情况下，行业库存积压问题有所缓解。

图表 9. 中国的玻纤行业发展周期

年度	产能	产量	出口需求
2008	产能集中释放期，全年新增池窑产能 100 万吨。	全年玻纤纱总产量 211 万吨，同比增长 31.88%。其中池窑产量 174 万吨，比上年同比增长 50%，池窑占总量比例为 82.46%，行业集中度达 65%。	2008 年，累计出口玻璃纤维及制品 120.79 万吨，同比增长 11.35%。其中出口玻璃纤维纱 69.05 万吨，同比增长 22.35%，自 7 月以来，出口增速始终呈下降趋势
2009	自下半年以来，全行业冷修、改扩建池窑拉丝生产线点火 11 座，产能 42 万吨，其中新增中碱池窑拉丝产能 6 万吨。在产池窑生产能力超过 210 万吨，池窑生产能力超过金融危机前。	全年玻纤纱总产量 205 万吨，比上年同期下降 2.84%，池窑产量 165 万吨，池窑占总量比例为 80.49%。	2009 年，累计出口玻纤及制品 97.66 万吨，同比降低 19.15%。自 08 年 8 月起，玻纤出口一直处于下降趋势。
2010	2010 年新点火 15 座池窑，池窑产能有较大释放。	全年玻纤纱总产量 256 万吨，同比增长 24.9%，其中池窑产量 217 万吨，同比增长 31.5%，池窑产量约占玻纤纱总产量的 84.8%	2010 年，累计出口玻璃纤维及制品累计出口总量 121 万吨，同比增长 23.9%。上半年玻璃纤维及制品出口形势迅速好转，下半年受印度、土耳其和欧盟反倾销影响，出口量开始减少，年底前受反倾销仲裁结果利好影响出口又有所恢复。
2011	2011 年共有在产池窑 69 座，池窑产能 270 万余吨。2011 年新点火池窑仅 3 座。	2011 年全年累计玻纤纱产量 279 万吨，同比增长 9.0%，增速明显回落。其中池窑纱产量 244 万吨，同比增长 12.4%。	2011 年全行业累计玻纤及制品出口 122.1 万吨，同比增长仅为 0.9%。对欧盟出口受到受债务危机和反倾销案件影响出口量同比下跌了 31.6%，对中东地区出口增幅达到 48.4%。

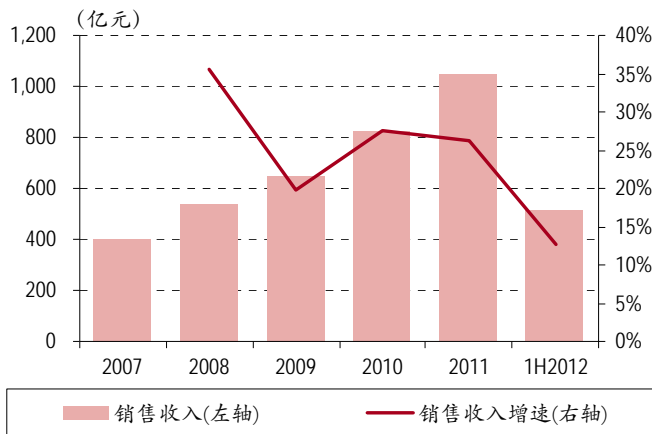
资料来源：公司数据

图表 10. 中国玻璃纤维产量



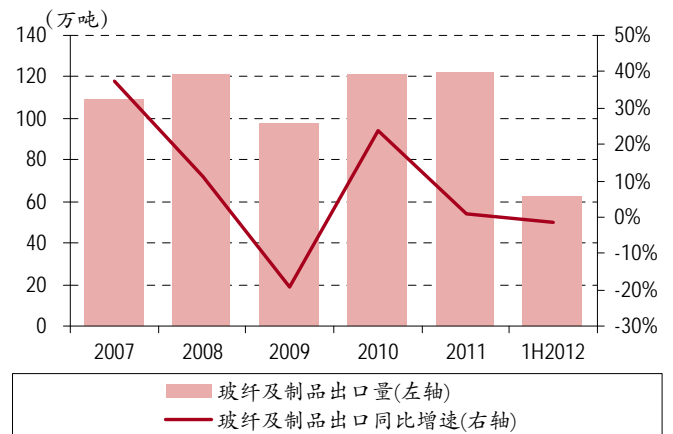
资料来源: 中国玻纤网

图表 11. 玻纤行业销售收入及同比增速



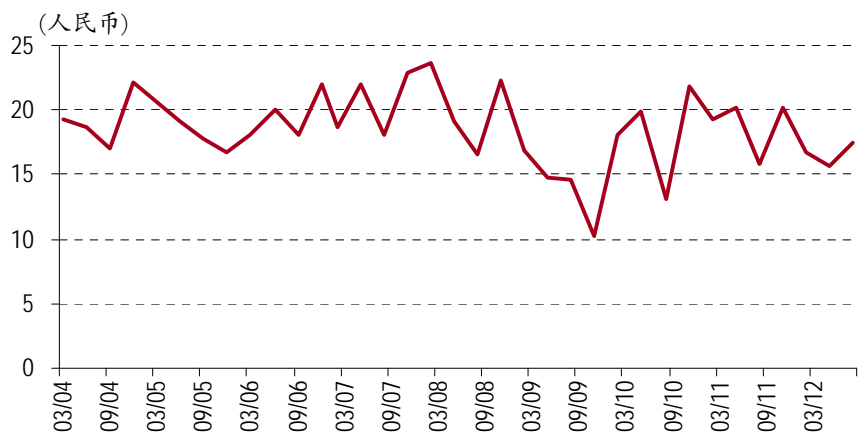
资料来源: 中国玻纤网

图表 12. 玻纤及制品出口量及同比增速



资料来源: 中国玻纤网

图表 13. 中国的玻纤行业毛利率季度走势

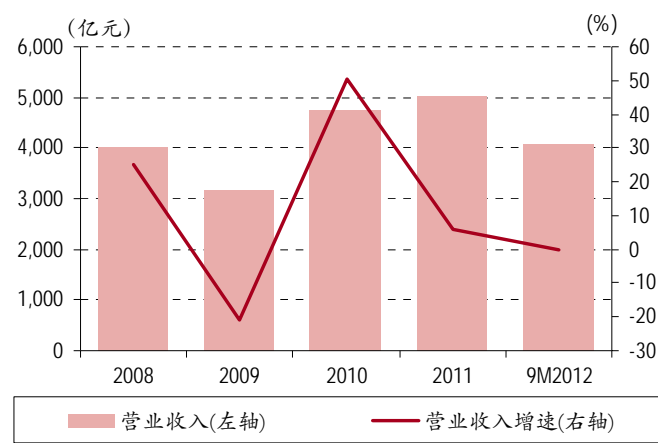


资料来源: 中国玻纤网

中国玻纤：中国玻纤行业龙头，比较优势强

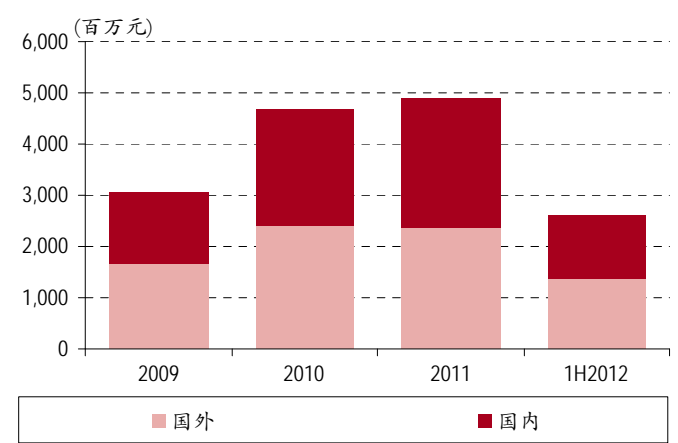
中国玻纤的主要产品为玻璃纤维及制品，主要通过全资子公司巨石集团从事玻璃纤维及制品业务。公司的玻纤生产规模位居国内第一、世界领先，产能优势和生产成本优势明显，公司研发实力较强，拥有多项自主知识产权的高性能产品，高附加值产品的比例逐渐提高。产品除销往国内近30个省市以外，还远销北美、中东、欧洲、东南亚、非洲的80多个国家和地区，产品出口占总销量的50%左右。

图表 14. 中国玻纤营业收入及增速



资料来源：公司公告

图表 15. 中国玻纤国内收入出口收入对比

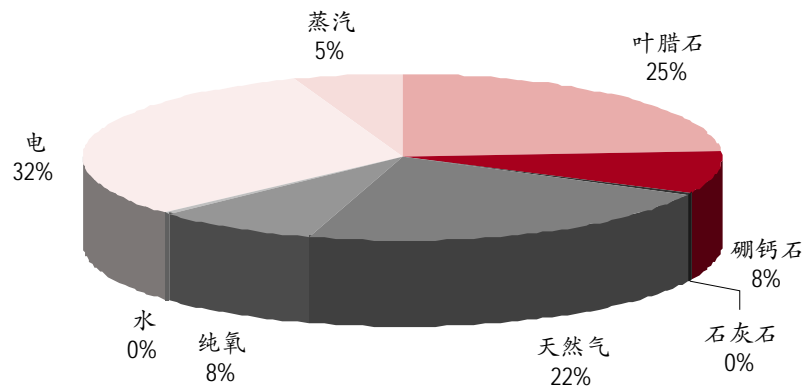


资料来源：公司公告

玻纤行业原材料主要包括叶腊石、硼钙石和石灰石等，我国石英砂、叶腊石资源储量丰富，在原材料及人力成本方面较发达国家都有较强的比较优势：中国玻璃纤维行业人力成本占产品成本的5%-6%，而在美国这一比例大约为25%-30%。受劳动力成本高昂的影响，发达国家近十几年来已不在本土新建生产线，产能呈现向发展中国家转移的趋势。凭借原材料和人力成本优势，我国已成为世界玻纤的主要生产及出口基地。

公司主要生产基地地处长江三角洲，原材料采购和运输成本优势明显，同时公司的生产基地临近叶腊石和石英砂资源，具有一定的运输成本优势。我国玻纤产品的消费市场主要集中在沿海经济发达的省份，华东与华南地区占70%以上，因此公司桐乡基地是我国大型玻纤企业中距离消费市场、码头最近的生产基地。

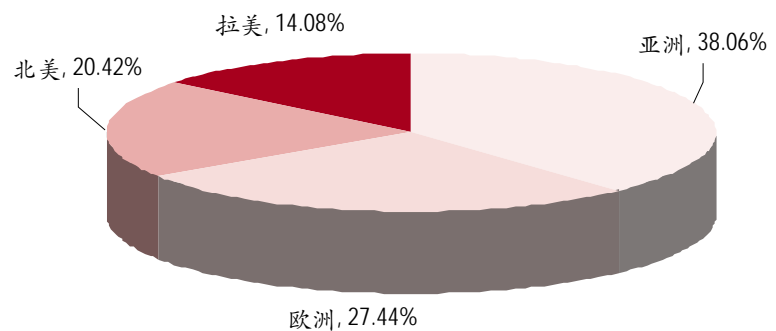
图表 16. 中国玻纤原材料成本占比



资料来源：公司公告

公司拥有自主知识产权的 E6、Vipro 高性能玻璃纤维，E6 高性能玻璃纤维是在其配料中成功使用石灰石代替价格昂贵的硼钙石，吨纱节约成本 500-600 元，其生产成本低于同行业水平；ViPro 玻璃纤维（即高强度、高模量玻璃纤维）的强度和耐化学性优于传统的 E 玻璃纤维，主要应用于大功率风叶制造、高压管道、国防军事等高端领域，在行业技术进步和清洁节能方面树立了标准。公司已实现了自主研发的废丝再利用生产技术、纯氧燃烧技术、生物膜中水回用系统，有效降低了单位能耗，减少了污染排放量，能耗低于行业平均水平，2011 年被巨石集团于国家工信部、财政部、科技部确定为第一批“资源节约型、环境友好型（试点）企业”。

图表 17. 中国玻纤外销区域占比（2010 年数据）



资料来源：公司公告

公司产能增长迅速，自 2002 年以来，公司积极推进新生产线建设及现有生产线技术改造，2004 年建成投产年产 6 万吨玻纤生产线，2006 年建成投产年产 10 万吨玻纤生产线，2007 年建成投产年产 12 万吨玻纤生产线，2008 年建成 38 万吨玻纤生产线、2010 年建成投产年产 24.5 万吨玻纤生产线（含技改）、2011 年完成 14 万吨玻纤生产线技术改造等，实现了企业规模的迅速扩张。

目前巨石集团拥有浙江桐乡、江西九江和四川成都三个玻璃纤维生产基地和巨石攀登的电子纱电子布生产线，其生产线主要情况如下：

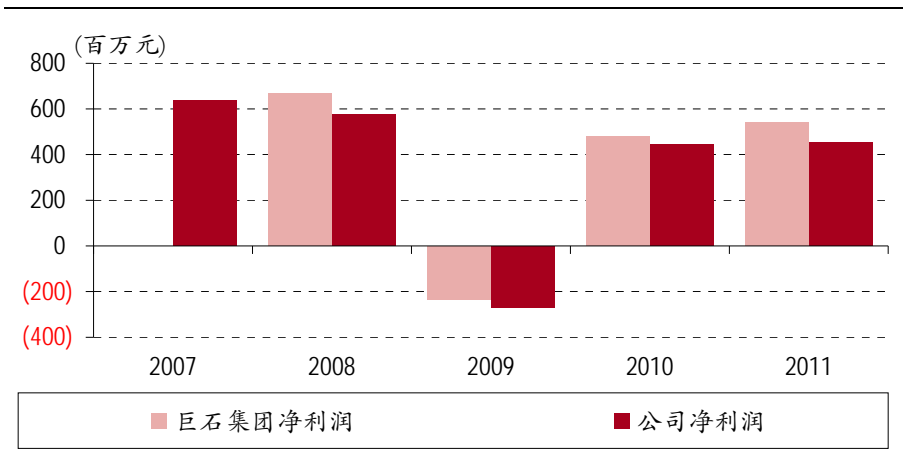
图表 18. 公司生产线情况

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	60,000	2004-09	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	100,000	2006-01	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	120,000	2007-04	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	140,000	2008-02	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	160,000	2008-06	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	35,000	2010-06	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	40,000	2008-01	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	60,000	2008-08	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	40,000	2010-03	无碱玻纤纱
巨石九江基地	年产七万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线	70,000	2010-02	无碱玻纤纱
	年产八万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线	80,000	2010-06	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	20,000	2010-06	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	10,000	2006-11	电子纱/电子布
	年产 5000 万米电子布生产线			
产能合计		935,000		

资料来源：公司公告

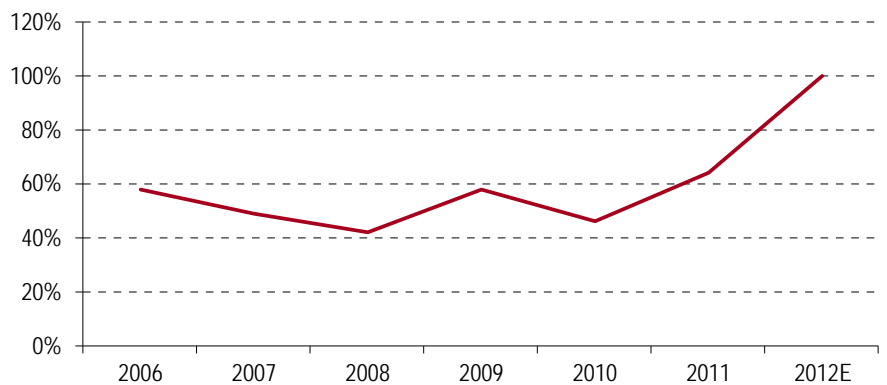
收购巨石后权益比重提升，弹性加强

公司的主要业务都是通过子公司巨石集团来进行，公司于 2011 年 8 月完成对巨石集团少数股东权益的收购，收购之后公司对巨石集团的股权由之前的 51% 上升为 100%。该次收购的标的资产交易价格为 29.4 亿元，公司收购中国建材、振石集团、珍成国际、索瑞斯特分别持有的巨石集团 11.50%、11%、18.50%、8% 股权，发行价格为 19.03 元/股，发行的股份数量为 1.54 亿股股份。通过这次交易，公司进一步巩固和强化了行业龙头地位和竞争优势，增强了核心竞争力和盈利能力。

图表 19. 巨石集团净利润与中国玻纤净利润对比


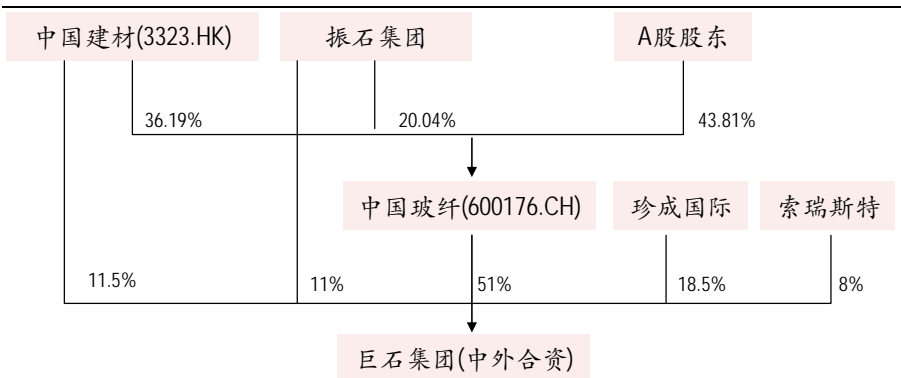
资料来源：公司公告

图表 20. 中国玻纤归属上市公司股东净利润占公司净利润的比例



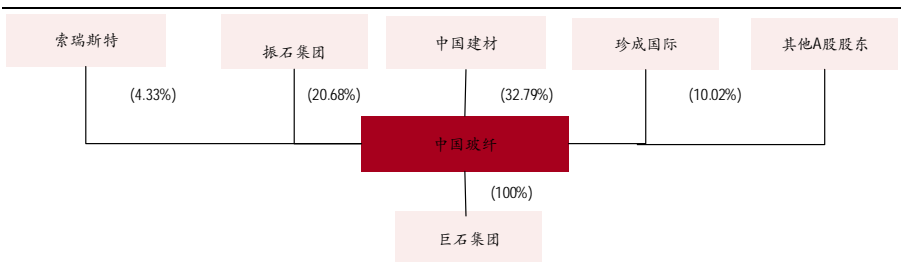
资料来源: 公司公告

图表 21. 中国玻纤购买巨石前股权结构



资料来源: 公司公告

图表 22. 中国玻纤购买巨石集团之后股权结构

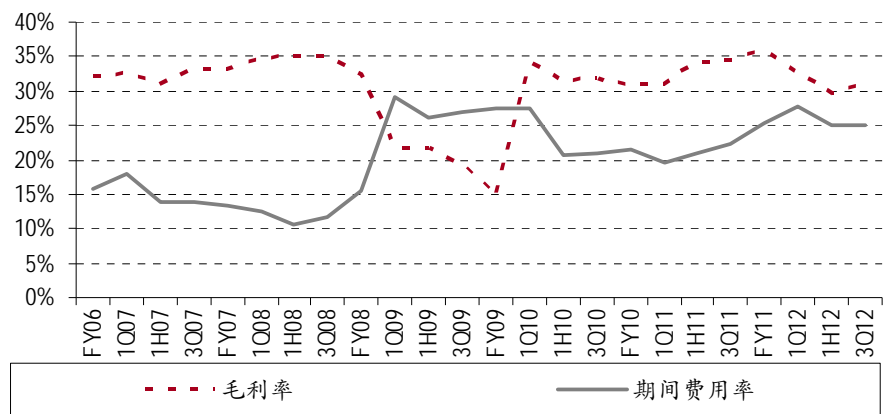


资料来源: 公司公告

在此次发行股份购买资产过程中, 中国建材、振石集团、珍成国际、索瑞斯特分别承诺, 如果巨石集团在 2011-2013 年任一会计年度的实际利润数未能达到《资产评估报告书》所预计的归属母公司所有者的净利润预测数 (53,928 万元、77,086 万元和 77,086 万元), 则中国建材、振石集团、珍成国际、索瑞斯特将按上述预计利润数与实际盈利之间的差额, 按其对于巨石集团的原持股比例计算股份补偿数对中国玻纤进行补偿。

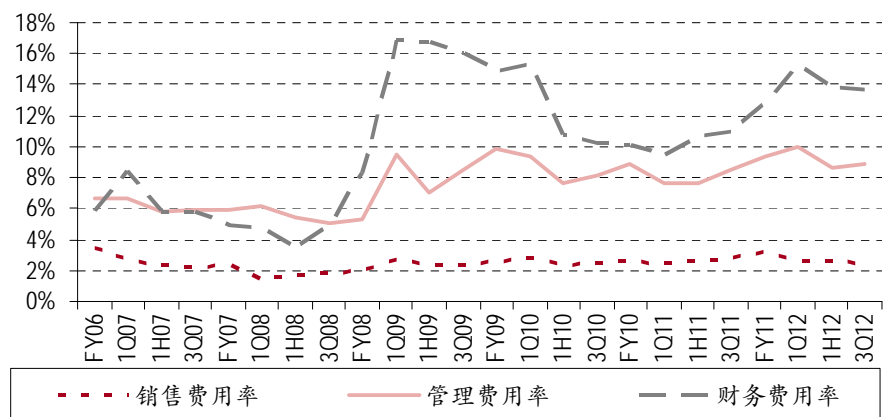
从巨石集团 2011 年和 2012 年前三季度的情况来看, 2011 年巨石集团实现净利润 5.43 亿元, 达到了业绩承诺所需要的净利润预测数, 但 2012 年中国玻纤公司前三季度实现净利润为 1.87 亿元, 全年难以达到预测值, 预计中国建材、振石集团、珍成国际、索瑞斯特将通过回购后注销股本或者其他方式对中国玻纤的业绩进行补偿。

图表 23. 中国玻纤毛利率和期间费用率



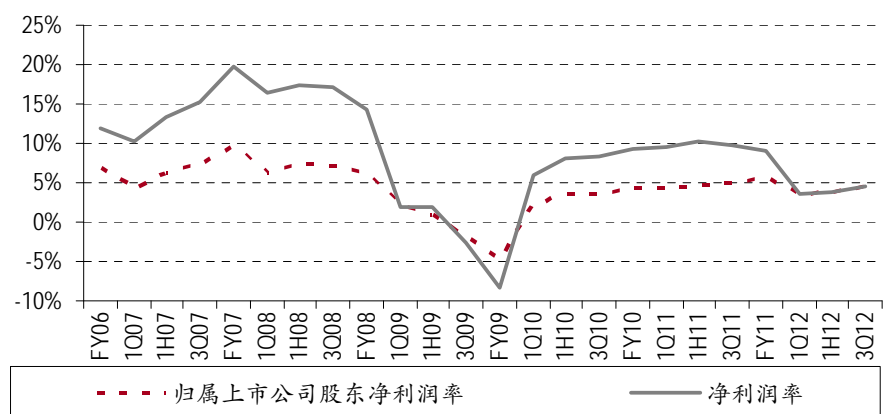
资料来源：公司公告

图表 24. 中国玻纤期间费用率



资料来源：公司公告

图表 25. 中国玻纤净利润率



资料来源：公司公告

从公司 2012 年前三季度情况来看，公司营业收入 40.7 亿元，同比增长 1.9%，实现归属上市公司股东净利润 1.84 亿元，同比降低 6%，对应全面摊薄每股收益 0.21 元。前三季度毛利率 31%，同比降低 3.5 个百分点；期间费用率 25.1%，同比上升了 2.8 个百分点，毛利率的下降和期间费用率的上升导致净利润率由去年同期的 9.7% 降至 4.6%，净利润同比降低 52%，而在收购巨石集团 49% 股权之后，少数股东损益的大幅降低使得归属上市公司股东净利润的降幅较小。从公司过去的情况来看，公司的毛利率除在 09 年降至 27.4% 以外，其他年份毛利率一般都处于 30%-35% 区间之内，而目前财务费用率的高企导致期间费用率接近历史最高水平。纵向来看，公司净利润率处于较低水平，如果 2013 年经济复苏较好的情况下，毛利率的上升和财务费用率的降低都存在一定的空间，而收购巨石使得公司的净利润率具备更强的向上弹性。

反倾销税影响逐渐降低，积极布局海外生产线

公司出口收入占比较高，欧盟、印度和土耳其三国对在 2010 年初对公司的玻纤产品实行反倾销调查，根据公司提供的数据，巨石集团对欧盟、印度和土耳其出口收入占比各约为 8.7%、2.4% 和 0.9%。对欧盟出口规模占比相对较高，欧盟区域玻纤年生产能力约为 80 万吨，年需求量约为 100 万吨。在反倾销初裁结果披露后，经过各方面的努力争取，欧盟将反倾销税从最初初裁额 43.6% 下调到终裁的 13.8%。

在经历反倾销调查之后，公司积极布局海外市场，通过调研认为埃及在经济环境、资源等方面具备优势，适于投资设厂，因此在 2011 年在埃及建设年产 8 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线，预计该项目将于 2013 年下半年投产，埃及天然气价格和劳动力成本低廉，在贸易中，欧盟承认埃及的市场经济国家地位，免征进口税和反倾销税，埃及出口到欧盟取道地中海，运输成本较低。生产线建成后，主要向欧洲市场销售，因此公司对欧盟的出口竞争优势将得到提升。

从公司在国内和国外的销售模式对比来看，公司国内以直销为主，销售公司下设五个片区（江苏区、华东区、华南区、华北区、西南西北区）；国外销售主要是销售子公司、经销商、直销三种方式相结合，目前在海外的销售子公司已达 16 家，公司在英国、德国等地拥有独家经销商。并计划在中东、土耳其、澳大利亚等国家和地区设立贸易公司。目前国外的经销商比重逐渐降低，未来希望将直供由目前的 40% 提高到 50% 以上，直供占比的提升有利于降低因经销商的投机导致的价格波动。

新版玻纤行业准入条件进入门槛提高

2012 年 9 月，工信部为遏制玻璃纤维行业重复建设和盲目扩张，规范行业发展和维护市场竞争秩序，对 2007 年版的《玻璃纤维行业准入条件》进行了修订。新版准入条件在生产布局、规模要求和能耗要求方面较 2007 年版进一步加强，并强调禁止使用陶土坩埚玻璃纤维拉丝产品生产玻璃纤维制品，新版准入条件有利于加大行业进入壁垒和淘汰落后产能。

图表 26.2012 年玻纤行业准入条件较 2007 年条件要求加强

	2007	2012
生产布局	新建玻纤企业选址必须符合土地利用总体规划、城镇规划和产业布局规划。已经投产的玻璃纤维生产企业要根据该区域规划通过搬迁、转产等方式逐步退出	在 07 年标准上增加禁止没有能源优势的地区新建、改扩建玻璃球、玻璃纤维生产线。鼓励玻璃纤维制品加工业的发展
规模要求	新建生产线的规模必须达到年产 3 万吨以上；禁止新建无碱、中碱玻璃球生产线；改扩建项目的生产线的规模必须达到年产 2 万吨以上。	新建无碱玻纤池窑法粗纱拉丝生产线（单丝直径>9 微米）单窑规模达到 5 万吨/年；新建高性能或特种玻纤生产线生产规模池窑法单窑规模达到 2 万吨/年。
能耗要求	池窑法拉丝生产线单位能耗≤1 吨标煤/吨原丝；无碱玻璃球窑单位综合能耗≤0.58 吨标煤/吨球，改扩建中碱玻璃球窑单位能耗≤300 公斤标煤/吨球	池窑法拉丝单位综合能耗粗纱≤0.55 吨标煤/吨纱，单丝直径 4 至 9 微米的细纱≤0.75 吨标煤/吨纱；高性能或特种玻纤代铂坩埚法拉丝能耗≤0.37 吨标煤/吨纱；无碱玻璃球窑单位综合能耗≤0.4 吨标煤/吨球
环保要求	符合《国家工业炉窑大气污染物排放标准》、《大气污染物综合排放标准》、外排污水必须达到《污水综合排放标准》	《工业炉窑大气污染物排放标准》二级及以上、《大气污染物综合排放标准》二级及以上，外排污水必须达到《污水综合排放标准》，玻璃球熔制工艺中禁止使用白砒作为澄清剂；玻璃纤维拉丝、络纱、短切、制毡、整经、织造等生产加工过程产生的废丝均应采取回收利用。

资料来源：公司公告

玻纤行业供求关系有望在 13 年好转，供给收缩带来价格反弹

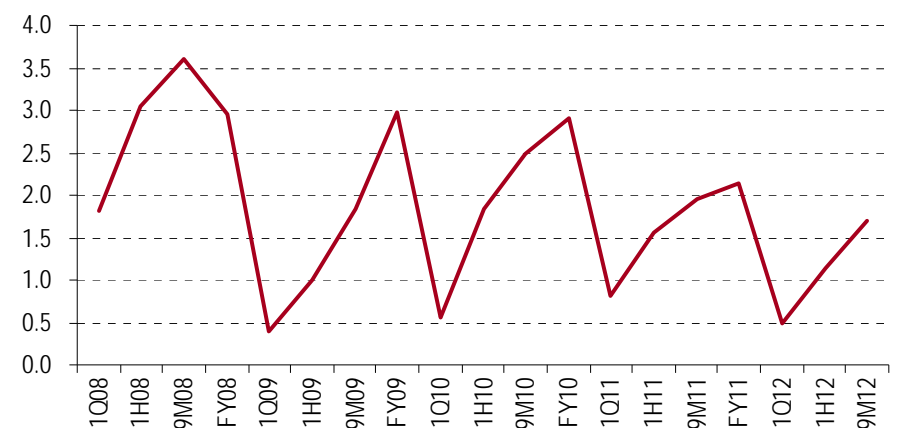
厂商库存较高，渠道库存低，需求好转情况下有望迎来渠道补库存过程

从 11 年下半年以来，下游需求减弱导致公司库存周转率有所下降，2011 年底存货金额 15.14 亿元，存货周转率为 2.1，今年前三季度库存仍有小幅增加，截止到 2012 年 3 季度公司存货 16.6 亿元，与中报基本持平，存货周转率仍处于相对较低的水平。

从中国玻纤工业协会发布的行业运行报告来看，玻纤行业的产品销售率从 2011 年 3 月开始持续下降，到 2012 年 1 季度达到低点后有小幅回升，预计未来在产能控制销售率提高情况下，库存能够得到一定程度的缓解。

目前库存量较高，但主要集中在生产企业手中，经销商库存较低，与 09 年相比，龙头公司对渠道的控制力更强，玻纤价格并没有出现大幅下滑。

图表 27. 中国玻纤存货周转率



资料来源：公司公告，中银国际研究

冷修和技改致产能收缩 整体供求关系改善

公司 2011 年销量 82.5 万吨，2012 年前三季度销量 62 万吨，10 月、11 月销量 7 万多吨，预计 2012 年总销量略高于去年。从 2013 年的供求关系来看，冷修和技改可能带来供给方面的产能收缩。

新增供给方面，按照产能投放计划来看预计 2013 年全球投产的玻纤产能在 20 万吨以下，同时不排除推迟投放的可能。存量产能方面，从 04 年起行业有大规模的窑炉投产，窑炉耐火材料寿命最长一般不会超过 8 年，全球来看预计 2013 年到窑炉耐火材料到检修期的约 60 多万吨，继续用存在发生重大事故的风险，需要冷修和进一步做技改。冷修技改至少需要 3-6 月的时间才能投产，按照平均 4 个月的时间来算，全球因冷修或技改而减少的产能将达到 20 万吨。

从公司自身情况来看，巨石集团已宣布，将对年产 6 万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线实施窑炉冷修技改(项目计划于 2012 年 11 月开始建设，2013 年 4 月完成)；巨石成都也将计划对年产 6 万吨中碱玻纤生产线进行技术改造(项目将于 2013 年 3 月开始建设，预计 2013 年 7 月完成)。

另外目前国内还有 30 多万吨落后玻纤产能，2012 年以来许多小企业陷入亏损状态，国内其他比较大型的玻纤企业重庆复合和泰山玻纤的盈利也大幅下滑，市场不好的情况下落后产能的淘汰预计将在明年得到较好推进。整体来看，在供给明年有收缩的情况下，明年盈利水平可能会有所好转。

盈利预测与可比公司估值

考虑到 13 年供求关系改善可能带来销售价格小幅上涨以及公司盈利对销售价格的高敏感度，我们预计公司 2013 年净利润能够实现较大幅度的提升，预计公司 2012-2014 归属上市公司股东净利润为 3.04 亿、4.70 亿和 5.31 亿，同比增长 4%、55%、13%，对应每股收益 0.348 元、0.539 元和 0.608 元。

玻纤行业集中度高，除公司以外国内规模较大的仅泰山玻纤和重庆国际复合材料公司，其中泰山玻纤是中国中材股份的子公司，重庆国际复合材料公司是云天化集团的子公司，另外目前 A 股上市公司中长海股份的主要产品为玻纤及制品，我们选取长海股份和云天化作为可比公司，目前可比公司平均估值为 2013 年 19.6 倍，我们认为公司作为行业龙头，在行业供求关系改善背景下具有更强的业绩弹性，给予目标价 11.30 元，对应 2013 年 21 倍市盈率，首次评级为**买入**。

图表 28. 中国玻纤可比公司估值

A 股	股票代码	股价 (人民币)	每股收益(元)			市盈率(倍)			市净率(倍)			净资产收益率(%)		
			2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E
长海股份	300196.CH	18.64	0.486	0.753	1.040	38.3	24.7	17.9	2.8	2.4	2.1	11.3	9.9	12.5
云天化	600096.CH	12.82	0.243	0.442	0.605	52.7	29.0	21.2	1.4	2.7	2.5	3.1	3.2	5.3
平均						45.5	26.9	19.6	2.1	2.5	2.3	7.2	6.5	8.9
中国玻纤	600176.CH	9.97	0.502	0.348	0.539	19.8	28.6	18.5	1.7	2.4	2.1	12.0	8.5	12.2

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 29. 中国玻纤盈利预测假设

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
产销量							
玻纤纱及玻纤制品销量(万吨)	57.7	61.9	75.5	82.5	84.0	88.0	92.0
同比增长(%)		7	22	9	2	5	5
玻纤纱及玻纤制品产量(万吨)	77.7	67.2	82.9	86.0	87.6	91.7	95.9
同比增长(%)		(13)	23	4	2	5	5
售价							
玻纤纱及玻纤制品单价(元/吨)	6,577	4,908	5,852	5,553	5,387	5,602	5,658
涨幅(%)		(25)	19	(5)	(3)	4	1
成本							
玻璃纤维纱与制品吨成本(元/吨)	4,434	4,208	4,114	3,638	3,820	3,858	3,896
涨幅(%)		(5)	(2)	(12)	5	1	1
吨毛利和吨净利							
吨毛利(元/吨)	2,143	700	1,737	1,915	1,567	1,744	1,762
吨净利(元/吨)	1,000	(430)	587	552	368	543	586

资料来源：公司公告 中银国际研究

图表 30. 中国玻纤盈利敏感性分析

	每股收益 (元)	销售价格 (元/吨)				
		5,387	5,494	5,602	5,710	5,817
销量 (万吨)	84.0	0.34	0.42	0.50	0.57	0.65
	86.0	0.36	0.44	0.52	0.60	0.68
	88.0	0.37	0.46	0.54	0.62	0.70
	90.0	0.39	0.48	0.56	0.64	0.73
	92.0	0.41	0.50	0.58	0.67	0.75

资料来源: 公司公告 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	4,765	5,038	5,050	5,534	5,900
销售成本	(3,285)	(3,230)	(3,550)	(3,788)	(4,036)
经营费用	449	109	(30)	(67)	(94)
息税折旧前利润	1,929	1,917	1,470	1,680	1,771
折旧及摊销	(1,013)	(786)	(550)	(566)	(581)
经营利润(息税前利润)	916	1,131	920	1,114	1,190
净利息收入/(费用)	(481)	(643)	(660)	(665)	(677)
其他收益/(损失)	73	63	95	101	108
税前利润	508	551	355	549	620
所得税	(65)	(96)	(46)	(71)	(81)
少数股东权益	(237)	(163)	(5)	(8)	(9)
净利润	206	292	304	470	531
核心净利润	188	260	265	426	480
每股收益(人民币)	0.482	0.502	0.348	0.539	0.608
核心每股收益(人民币)	0.440	0.446	0.303	0.488	0.551
每股股息(人民币)	0.000	0.138	0.087	0.135	0.152
收入增长(%)	50	6	0	10	7
息税前利润增长(%)	1,395	23	(19)	21	7
息税折旧前利润增长(%)	170	(1)	(23)	14	5
每股收益增长(%)	(233)	4	(31)	55	13
核心每股收益增长(%)	(182)	1	(32)	61	13

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	508	551	355	549	620
折旧与摊销	1,013	786	550	566	581
净利息费用	481	643	660	665	677
运营资本变动	(1,123)	(582)	(173)	(263)	(216)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(96)	(127)	(81)	(106)	(116)
经营活动产生的现金流	784	1,271	1,311	1,411	1,547
购买固定资产净值	(421)	(1,534)	(1,209)	(1,188)	(1,189)
投资减少/增加	(79)	(85)	0	0	0
其他投资现金流	(323)	29	40	39	38
投资活动产生的现金流	(823)	(1,590)	(1,169)	(1,149)	(1,151)
净增权益	3	1	0	0	0
净增债务	(231)	118	1,326	623	460
支付股息	0	0	(80)	(76)	(118)
其他融资现金流	(223)	(79)	(656)	(664)	(676)
融资活动产生的现金流	(450)	41	590	(117)	(334)
现金变动	(490)	(279)	732	145	62
期初现金	1,896	1,396	1,111	1,843	1,988
公司自由现金流	(21)	(283)	165	303	441
权益自由现金流	(759)	(812)	808	219	178

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1,396	1,111	1,843	1,988	2,050
应收帐款	1,898	2,149	2,155	2,361	2,517
库存	1,129	1,514	1,664	1,776	1,892
其他流动资产	175	59	65	69	73
流动资产总计	4,598	4,833	5,726	6,193	6,533
固定资产	10,599	10,627	11,269	11,874	12,465
无形资产	254	350	352	354	357
其他长期资产	187	137	147	158	170
长期资产总计	11,040	11,115	11,768	12,386	12,992
总资产	15,639	15,948	17,494	18,580	19,525
应付帐款	1,973	643	695	745	794
短期债务	6,557	7,128	8,006	8,236	8,456
其他流动负债	691	284	200	194	189
流动负债总计	9,221	8,055	8,902	9,175	9,440
长期借款	3,344	4,162	4,610	5,003	5,243
其他长期负债	33	240	263	281	299
股本	427	582	582	582	582
储备	995	2,867	3,090	3,485	3,898
股东权益	1,422	3,449	3,672	4,066	4,479
少数股东权益	1,619	42	47	55	63
总负债及权益	15,639	15,948	17,494	18,580	19,525
每股帐面价值(人民币)	3.33	5.93	4.21	4.66	5.13
每股有形资产(人民币)	2.73	5.33	3.80	4.25	4.72
每股净负债/(现金)(人民币)	19.90	17.50	12.35	12.89	13.35

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	40.5	38.0	29.1	30.3	30.0
息税前利润率(%)	19.2	22.5	18.2	20.1	20.2
税前利润率(%)	10.7	10.9	7.0	9.9	10.5
净利率(%)	4.3	5.8	6.0	8.5	9.0
流动性					
流动比率(倍)	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
利息覆盖率(倍)	1.8	1.7	1.3	1.6	1.6
净权益负债率(%)	279.7	291.6	289.7	273.0	256.4
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	20.7	19.8	28.6	18.5	16.4
核心业务市盈率(倍)	22.6	22.3	32.9	20.4	18.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	25.7	25.3	37.3	23.2	20.5
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.0	1.7	2.4	2.1	1.9
价格/现金流(倍)	5.4	4.6	6.6	6.2	5.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.4	8.3	13.2	11.8	11.5
周转率					
存货周转天数	113.3	149.4	163.4	165.7	165.8
应收帐款周转天数	130.1	146.6	155.5	148.9	150.9
应付帐款周转天数	97.9	94.8	48.4	47.5	47.6
回报率					
股息支付率(%)	0.0	27.5	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	15.6	12.0	8.5	12.2	12.4
资产收益率(%)	5.4	5.9	4.8	5.4	5.4
已运用资本收益率(%)	7.4	8.3	6.1	6.9	7.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

长海股份 (300196.CH/人民币 17.26, 未有评级)

云天化 (600096.CH/人民币 12.70, 未有评级)

以 2013 年 1 月 7 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371