玻璃制品行业

报告原因：公司调研

2013 年 6 月 28 日

中国玻纤 (600176)

首次

海外战略布局部分建成，正逢核心市场复苏契机

增持

公司研究/调研简报

市场数据： 2013 年 6 月 27 日

总股本/流通股本(亿)	8.73/6.41
收盘价(元)	8.10
流通市值(亿元)	51.93

基础数据： 2013 年 3 月 31 日

资产负债率	79.31%
毛利率	31.90%
净资产收益率（摊薄）	0.65%

相关研究

分析师：裴云鹏
执业证书编号： S0760511010009
Email:peiyunpeng@sxzq.com

助理研究员:张良
021-38529769
zhangliang@sxzq.com
地址：上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 7 层
http://www.i618.com.cn

销售联系人:张小玲
0351-8686990
zhangxiaoling@sxzq.com

投资要点：

- **公司新建埃及项目和多个技改项目产能将于今年陆续投放。**公司主营无碱玻璃纤维产品。公司目前共拥有 93.5 万吨玻纤产能，生产基地分布在浙江桐乡、江西九江、四川成都三地。多个新建或改建项目将于今年陆续投产，新增产能 10 万吨。
- **公司新建和改建产能投放期正逢全球冷修高峰期。**2007-2008 年为全球玻纤行业池窑生产线的新建高峰期。池窑设计寿命一般为 6-8 年，故此 2013-2015 年将进入一个池窑冷修高峰期。预计全球将有约 60 万吨产能进行冷修。
- **海外战略布局应对反倾销，消除海外核心欧美市场增长后顾之忧。**公司积极布局埃及和美国海外生产基地不仅是为了更接近海外市场，更核心的目的是应对海外市场已有和潜在的反倾销风险。
- **上半年市场反映良好，期待下半年市场需求回暖。**2013 年年初公司陆续与客户开始商谈提价，目前国内和北美的客户沟通顺畅。根据公司目前与下游中间生产商的沟通，预计今年下半年将较上半年经营情况有所改善，市场需求有望呈现“前低后高”的形态。
- **风电复苏将成为公司核心市场主要增长动力之一。**风电是玻璃纤维的重要下游。每 100 万千瓦风电装机容量约消耗玻璃纤维 1 万吨。公司的三大核心海外市场美国、中东、欧洲都是风电复苏迹象已经显现的高增长地区。国内也是风电新增装机容量增长最快的地区之一。2012 年中国陆上风电新增装机容量 1590 万千瓦，超过全球总量的三分之一。
- **盈利预测和评级。**考虑公司在埃及建设生产基地将于今年四季度投产，预计将对提高公司海外市场盈利能力产生正面影响；此外，公司通过收购经销商的直销模式和经销商分销两种模式完善海外销售网络，目前三大海外市场中，美国和中东的经济复苏刺激玻纤各个下游需求增长的趋势已经初步呈现；公司在全球产能冷修高峰期将陆续投放部分产能，对库存消化有一定正面影响。因此我们认为可以给予 18 倍市盈率及“增持”的评级。
- **风险提示。**因为玻纤行业特殊性，拉丝生产线点火投产后，玻纤供给量是固定的。所以新产能投放势必对库存形成新一轮压力。下游中间生产商需求增长态势和经销商补库存速度对公司消化库存至关重要。

公司埃及项目和部分技改项目产能将于今年陆续投放。公司主营无碱玻璃纤维产品。公司目前拥有 93.5 万吨玻纤产能，生产基地分布在浙江桐乡、江西九江、四川成都三地。目前桐乡基地的 6 万吨技改项目已于今年 3 月完成技改；另有四川成都 6 万吨中碱冷修并技改为 8 万吨无碱将于今年年底完成。公司的电子布生产线目前拥有 5000 万平方米电子级玻璃纤维布产能，今年四季度将扩建为 1 亿米生产线。全球范围内，公司在埃及投资建设的 8 万吨产能也将于今年年底投产。

公司新建和改建产能投放期正逢全球冷修高峰期。全球玻璃纤维产能约 530 万吨，我国产能接近 300 万吨。全球前六大玻纤厂商产能约占全球总量 70%，我国前三大玻纤厂商产能接近国内总产能的 70%。2007-2008 年全球曾经历过一次池窑新建高峰期。根据 6-8 年的池窑设计寿命，2013-2015 年将进入一个池窑冷修高峰期。全球将有接近 60 万吨产能进行冷修。

图表 1 世界六大玻璃纤维厂商产能（产能：万吨）

厂商	产能
OCV	110
中国玻纤	93.5
重庆国际	56
泰山玻纤	42
PPG	40
JM	30

数据来源：山西证券研究所

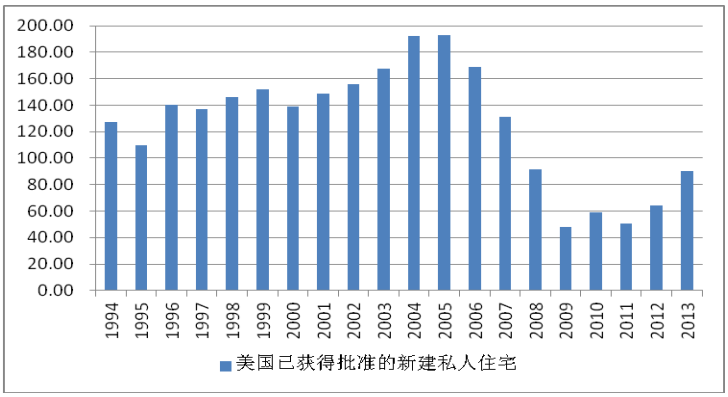
海外战略布局应对反倾销，消除海外核心欧美市场增长后顾之忧。公司积极布局埃及和美国海外生产基地不仅是为了更接近海外市场，更核心的目的是应对海外市场已有和潜在的反倾销风险。相对于国内向欧盟出口产品，埃及出口到欧盟的玻纤产品免征 13.8%的反倾销税及 7%的出口关税。公司在 2012 年完成对美国市场的调研，在当地政府优惠政策的推动下计划新建 10 万吨玻纤产能，总投资约 3 亿美元，目前仍处于规划阶段。美国市场是公司最大的海外市场之一，这一战略布局将有效避免未来潜在的反倾销风险。

上半年逐步推进提价，期待下半年市场需求回暖。公司 2012 年销量 80 万吨左右。公司近几年实现万元产值能耗年均下降 5%，生产成本优化程度处于行业领先水平。在人工成本方面，今年计划继续对生产流程进行优化，提高生产线自动化率，降低用工成本。2013 年年初公司陆续与客户开始商谈提价，目前国内和北美地区的客户沟通顺畅。公司预计今年下半年将较上半年经营情况有所改善，市场需求有望呈

现“前低后高”的形态。国际市场的增长动力主要来自于油品输送较为发达的中东，以及房地产行业复苏迹象明显的美国。中东、美国、欧盟三大海外市场销售占比合计接近 30%。公司目前内销和出口比重分别为 55%，45%，近年来出口依赖逐渐降低。

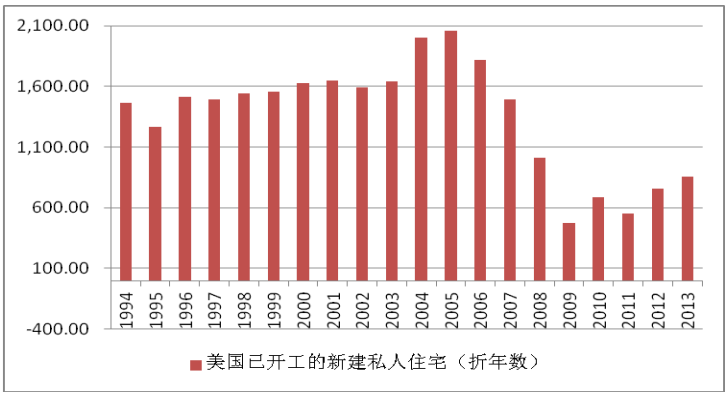
美国房地产市场已经基本显现复苏迹象。2013 年 4 月获得批准的新建私人住宅和已开工的新建私人住宅已经基本恢复到 2008 年水平，已经连续第三年呈上升趋势。美国汽车月产量在今年前 5 个月呈现稳定增长，总量较上年同期增长 6.47%。欧洲汽车工业复苏缓慢，根据中国汽车工业协会数据，欧洲机动车注册量从 2011 至今单月呈下降趋势。

图表 2 美国每年４月已获得批准的新建私人住宅（单位:千套）



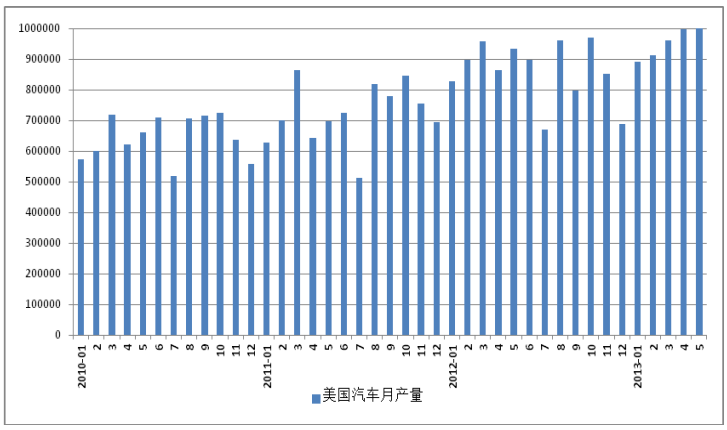
数据来源：美国商务部、山西证券研究所；

图表 3 美国每年４月已开工的新建私人住宅（单位:千套）



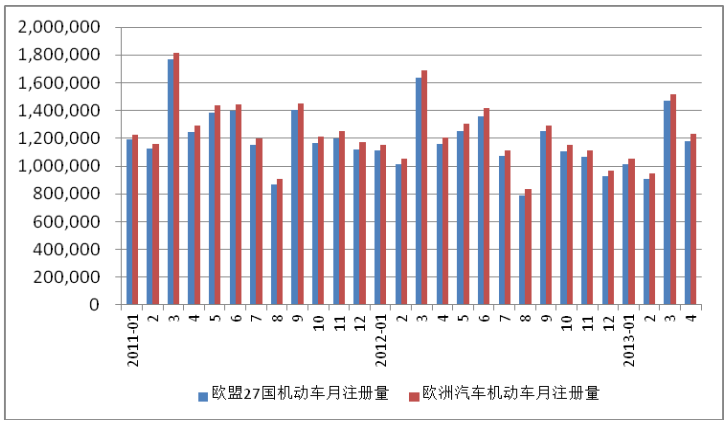
数据来源：美国商务部、山西证券研究所；

图表 4 美国 2010 年 1 月-2013 年 5 月汽车月产量（单位：辆）



数据来源：Wardsauto、山西证券研究所；

图表 5 欧洲汽车工业复苏缓慢（单位：辆）



数据来源：中国汽车工业协会、山西证券研究所。

风电复苏将成为公司核心海外市场主要增长动力之一。风电是玻璃纤维的重要下游应用领域。风电机组中叶片、机舱罩、整流罩、排风口罩、风机排风口罩、风机高速轴护罩等部件的主要制作材料是玻璃纤维。每 100 万千瓦的风电装机容量约消耗玻璃纤维 1 万吨。2012 年全球新增 4453.7 万千瓦新增装容量，消耗玻璃纤维约 44.5 万吨，

接近全球玻纤总产能的 10%。

表 6 包含了 2012 年全球新增风电装机容量增速超过 20%的国家和地区。其中北美、中东、非洲三大区域增速远高于全球其他地区。欧洲地区 20%左右的增长主要来自风电新兴国家。这些增长最快的地区当中，除非洲以外均为公司的核心海外市场。其中，2012 年美国新增装机容量占据了北美总量的 88%。此外，美国国会今年再次提高了风电开发的生产税税收抵免， 1 千瓦时风电将获得 0.022 美元的税收抵免。公司的三大核心海外市场美国、中东、欧洲都是风电复苏迹象已经显现的高增长地区。

国内也是风电新增装机容量增长最快的地区之一。2012 年中国陆上风电新增装机容量 1590 万千瓦。在今年初召开的全国能源工作会议上，已经明确 2013 年新增风电装机容量要达到 1800 万千瓦，较 2012 年同比增长 13%，相当于 18 万吨玻纤的使用量。截至今年年初，国家能源局核准的“十二五”风电项目已经超过了 5500 万千瓦。

图表 6 2012 全球风力装机同比增速 20%以上的国家和地区

数据来源	BP（百万瓦特）		全球风能协会（万千瓦）	
地区	非洲	84%	拉丁美洲	53%
	中东	100%	欧洲 27 国	20%
	欧洲及欧亚大陆	31%	欧洲	21%
	北美	71%	北美	87%
	中南美洲	29%		
国家	韩国	171%	韩国	171%
	英国	115%	英国	44%
	土耳其	30%	波兰	102%
	意大利	35%	奥地利	320%
	德国	19%	荷兰	3867%
	丹麦	72%	墨西哥	1502%
	巴西	115%	巴西	114%
	美国	93%	美国	97%
			澳大利亚	52%

数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所

图表 7 公司核心海外市场是全球风电新增装机量主要市场

地区	2012 年新建装机容量	风机玻璃纤维消耗量
单位	万千瓦	万吨
全球	4453.7	44.537
亚洲	1550.0	15.500
北美	1481.3	14.813
欧洲	1253.8	12.538
欧洲 27 国	1168.9	11.689
美国	1307.8	13.078
印度	233.7	2.337

数据来源：全球风能协会、山西证券研究所

盈利预测和评级。考虑公司埃及新建 8 万吨生产线将于今年四季度投产，预计将从 2014 年开始对降低出口关税和反倾销税，提高公司的盈利能力产生影响；此外，公司通过收购经销商的直销模式和经销商分销两种模式完善海外销售网络，目前三大海外市场中，美国和中东经济复苏刺激玻纤下游需求增长的趋势已经初步呈现；公司在全球产能冷修高峰期将陆续投放部分产能，对消化库存有一定正面影响。因此我们认为可以给予 20 倍市盈率及“增持”的评级。

风险提示。因为玻纤行业特殊性，池窑拉丝生产线点火投产后，玻璃纤维供给量是固定的。所以新产能投放后势必对库存形成新一轮压力。下游中间生产商需求增长态势和经销商补库存速度对公司消化库存至关重要。

财务报表预测与财务指标　　单位：百万　　更新日期：13/06/27

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	**5,038.39**	**5,103.08**	**5,100.79**	**5,629.21**	**6,286.78**
YOY(%)	*5.7%*	*1.3%*	*0.0%*	*10.4%*	*11.7%*
营业成本	3,230.12	3,384.62	3,391.39	3,671.14	4,092.97
营业税金及附加	43.90	50.14	42.60	49.08	55.74
销售费用	160.69	174.63	179.56	193.33	216.84
占营业收入比(%)	*3.2%*	*3.4%*	*3.5%*	*3.4%*	*3.4%*
管理费用	460.36	469.25	463.28	513.16	573.68
占营业收入比(%)	*9.1%*	*9.2%*	*9.1%*	*9.1%*	*9.1%*
EBIT	**1,131.40**	**1,008.03**	**1,010.77**	**1,189.30**	**1,334.35**
财务费用	642.98	717.29	601.33	630.32	646.21
占营业收入比(%)	*12.8%*	*14.1%*	*11.8%*	*11.2%*	*10.3%*
资产减值损失	(21.75)	(9.85)	(16.91)	(16.44)	(16.52)
投资净收益	22.90	21.22	28.77	27.72	28.66
营业利润	**489.56**	**302.11**	**421.30**	**570.26**	**700.29**
营业外净收入	61.35	70.33	61.51	62.39	61.84
利润总额	**550.90**	**372.44**	**482.81**	**632.65**	**762.12**
所得税	95.69	88.86	98.26	129.42	160.93
所得税率(%)	*17.4%*	*23.9%*	*20.4%*	*20.5%*	*21.1%*
净利润	**455.21**	**283.58**	**384.55**	**503.23**	**601.20**
占营业收入比(%)	*9.0%*	*5.6%*	*7.5%*	*8.9%*	*9.6%*
少数股东损益	(162.91)	(9.39)	(2.00)	(5.00)	(6.02)
归属母公司净利润	**292.29**	**274.18**	**382.55**	**498.23**	**595.17**
YOY(%)	*41.9%*	*-6.2%*	*39.5%*	*30.2%*	*19.5%*
EPS（元）	**0.50**	**0.31**	**0.44**	**0.57**	**0.68**

主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力					
营业收入	5.7%	1.3%	0.0%	10.4%	11.7%
营业利润	5.5%	-38.3%	39.5%	35.4%	22.8%
净利润	41.9%	-6.2%	39.5%	30.2%	19.5%
获利能力					
毛利率(%)	35.9%	33.7%	33.5%	34.8%	34.9%
净利率(%)	9.0%	5.6%	7.5%	8.9%	9.6%
ROE(%)	8.5%	7.5%	12.7%	22.2%	46.0%
ROA(%)	1.8%	1.5%	2.2%	2.7%	3.5%
偿债能力					
流动比率	0.60	0.69	0.58	0.56	0.53
速动比率	0.41	0.50	0.41	0.40	0.35
资产负债率%	78.1%	79.4%	82.0%	86.8%	91.6%
营运能力					
总资产周转率	31.6%	27.6%	28.7%	30.8%	36.5%
应收账款周转天数	130.58	158.56	158.56	158.56	158.56
存货周转天数	221.05	226.24	226.24	226.24	226.24
每股指标（元）					
每股收益	0.50	0.31	0.44	0.57	0.68
每股净资产	5.93	4.17	3.47	2.58	1.48
估值比率					
P/E	**16.1**	**25.8**	**18.5**	**14.2**	**11.9**
P/B	1.4	1.9	2.3	3.1	5.5

资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
现金	1,457.56	2,120.94	1,148.50	1,202.31	290.00
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收款项净额	1,802.55	2,216.86	2,215.87	2,445.42	2,731.08
存货	1,514.29	1,691.15	1,482.50	1,589.94	1,823.71
其他流动资产	58.73	276.37	276.25	304.86	340.48
流动资产总额	**4,833.13**	**6,305.32**	**5,123.10**	**5,542.53**	**5,185.27**
固定资产净值	10,078.69	9,913.28	11,725.28	11,746.68	11,178.83
减: 资产减值准备	(21.75)	(9.85)	(11.65)	(11.67)	(11.11)
固定资产净额	10,056.94	9,903.43	11,713.63	11,735.00	11,167.72
工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	570.17	1,371.11	(0.00)	107.06	11.96
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产总额	**10,627.11**	**11,274.54**	**11,713.63**	**11,842.07**	**11,179.68**
无形资产	245.89	329.89	316.69	303.50	290.30
长期股权投资	98.97	91.81	84.65	77.49	70.33
其他长期资产	142.59	510.91	510.91	510.91	510.91
资产总额	**15,947.69**	**18,512.47**	**17,748.98**	**18,276.50**	**17,236.49**
循环贷款	7,128.31	7,087.64	7,000.00	8,000.00	7,469.88
应付款项	520.85	919.52	806.07	864.49	991.60
预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	406.26	1,152.91	1,037.47	1,118.49	1,276.16
流动负债	**8,055.42**	**9,160.07**	**8,843.54**	**9,982.98**	**9,737.63**
长期借款	4,161.85	3,939.44	3,939.44	3,939.44	3,939.44
应付债券	0.00	1,189.71	1,189.71	1,189.71	1,189.71
其他长期负债	239.95	410.36	580.77	751.18	921.59
负债总额	**12,457.22**	**14,699.58**	**14,553.46**	**15,863.31**	**15,788.37**
少数股东权益	41.86	175.06	171.85	164.08	154.41
股东权益	3,448.61	3,637.83	3,023.68	2,249.11	1,293.71
负债和股东权益	**15,947.69**	**18,512.47**	**17,748.98**	**18,276.50**	**17,236.49**

现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
税后利润	292.29	274.18	382.55	498.23	595.17
加: 少数股东损益	-195.49	-16.50	-3.21	-7.77	-9.67
公允价值变动	21.75	9.85	16.91	16.44	16.52
折旧和摊销	785.58	722.76	1,055.40	1,168.29	1,219.63
营运资金的变动	-1,964.88	126.70	153.09	-55.74	-100.42
经营活动现金流	**-1,060.75**	**1,116.99**	**1,604.74**	**1,619.45**	**1,721.22**
短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	6.25	7.16	7.16	7.16	7.16
固定资产投资	-777.65	-1,332.03	-1,500.00	-1,300.00	-560.00
投资活动现金流	**-771.40**	**-1,324.87**	**-1,492.84**	**-1,292.84**	**-552.84**
股权融资	1.33	2.11	0.00	0.00	0.00
长期贷款的增加/	817.66	-222.41	0.00	0.00	0.00
公司债券发行/（	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股利分配	-643.04	-755.90	-996.71	-1,272.80	-1,550.57
计入循环贷款前融	175.95	-976.20	-996.71	-1,272.80	-1,550.57
循环贷款的增加(:	1,332.23	2,825.77	-87.64	1,000.00	-530.12
融资活动现金流	**1,682.80**	**871.26**	**-1,084.35**	**-272.80**	**-2,080.70**
现金净变动额	**-149.35**	**663.38**	**-972.44**	**53.82**	**-912.31**

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。