

## 中国玻纤(600176)

## 坐拥规模、成本优势，尽享玻纤行业景气

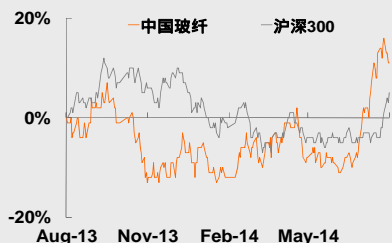
## 推荐(首次)

现价：8.85元/股

## 主要数据

行业	平安基础化工
公司网址	www.cfgcl.com.cn
大股东/持股	中国建材股份有限公司 /32.79%
实际控制人/持股	公众投资者/17.49%
总股本(百万股)	873
流通A股(百万股)	641
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	77.23
流通A股市值(亿元)	56.74
每股净资产(元)	4.27
资产负债率(%)	80.1

## 行情走势图



## 相关研究报告

## 证券分析师

鄢祝兵	投资咨询资格编号S1060511110001 0755-22621410 yanzhubing290@pingan.com.cn
陈建文	投资咨询资格编号S1060210020001 0755-22625476 chenjianwen002@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 投资要点

## ■ 玻纤用途广泛，全球需求恢复增长

玻纤用途广泛，在建筑材料、石油化工、汽车工业、印刷电路板、风电叶片、电子电气、新能源等领域中大量使用，其需求的增长与宏观经济有高度同步性。2014年以来，随着美国和欧盟经济进一步好转，海外玻纤市场增长趋势明确，预计2014~2019年全球玻纤需求的复合增速在6%左右；在风电、交通领域的带领下，国内玻纤需求增速高于全球，预计未来五年的复合增速在8~10%。内需的快速增长将提升玻纤的内部消化能力，利好国内玻纤生产企业。

## ■ 受冷修影响以及新增产能有限，全球玻纤供给增速放缓

凭借原材料和人力成本优势，全球玻纤产能向中国转移，目前国内玻纤产量约占全球的60%。全球玻纤行业呈寡头垄断格局，六大厂商产能占全球的约70%。2014年，全球新增产能有限，且主要集中在国内。随着国内落后产能淘汰步伐加快、玻纤生产线进入冷修高峰，全球玻纤供给的增速将大幅放缓至0~3%。

## ■ 玻纤行业步入长景气周期，未来价格有望继续上扬

全球供需格局改善，预计2015年全球玻纤产能利用率将突破90%，行业复苏趋势确认。此外，由于新增产能较少，此次复苏周期相对较长。2014年年初至今部分玻纤产品价格最高上涨了10%左右，但目前价格仍位于历史平均水平以下，长期来看，供需偏紧趋势下价格仍有上涨空间。

## ■ 中国玻纤具备规模、成本优势，积极进行国内外布局

中国玻纤作为全球玻纤巨头，具备规模优势和成本优势。公司注重研发投入，持续开发新产品，积极调整产品结构；建立了全球的营销网络，积极实施海外生产基地的建设，已在埃及建成8万吨的生产线项目；通过收购上游企业，完善产业链，为持续发展提供了玻纤生产中关键的铂铑设备技术和叶腊石粉原材料。

## ■ 中国玻纤业绩弹性大，尽享玻纤行业景气

中国玻纤现有产能超过110万吨/年，玻纤价格每提升100元/吨，增厚EPS 0.08元，业绩弹性大，是充分受益玻纤行业景气复苏的最佳投资标的。

## ■ 盈利预测与投资评级

我们预测公司2014~2016年摊薄后EPS分别0.51元、0.78元、0.97元，8月1日收盘价对应动态PE分别为17.4、11.3和9.1倍左右。公司作为玻纤行业全球领军企业，技术、规模、成本优势显著，受益供需改善，玻纤行业步入长周期景气上行通道，未来持续提价可能性较大，公司盈利向上弹性空间巨大，业绩与估值存在向上“戴维斯双击”可能，首次覆盖，给予公司“推荐”投资评级。

## ■ 风险提示：全球宏观经济增速下滑风险；上游原材料价格波动风险。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5,103	5,210	5,626	6,595	7,009
YoY(%)	1.3	2.1	8.0	17.2	6.3
净利润(百万元)	274	319	445	683	846
YoY(%)	-6.2	16.4	39.4	53.5	23.9
毛利率(%)	33.7	31.4	32.5	34.0	35.5
净利率(%)	5.4	6.1	7.9	10.4	12.1
ROE(%)	7.5	8.6	10.9	14.8	16.2
EPS(摊薄/元)	0.31	0.37	0.51	0.78	0.97
P/E(倍)	28.2	24.2	17.4	11.3	9.1
P/B(倍)	2.1	2.1	1.9	1.7	1.5

# 正文目录

<b>一、公司是具有规模、成本优势的全球玻纤领军企业</b>	<b>6</b>
1.1 公司概况：主营业务收入和利润主要来自玻纤及制品	6
1.2 股权结构：央企控股、管理层间接持股	6
1.3 公司财务分析：营业收入稳步增长，净利润波动幅度大	6
1.4 公司拥有 4 大生产基地，桐乡为国内规模最大、技术最全生产基地	8
1.5 公司具有规模、成本和价格优势	8
<b>二、玻纤行业下游应用广泛，池窑法是主流生产工艺</b>	<b>9</b>
2.1 玻纤是应用领域广泛的无机非金属材料	9
2.2 玻纤下游需求结构因国而异	10
2.3 玻纤分类	10
2.4 池窑法是玻纤工艺的持续升级方向	11
<b>三、全球玻纤需求恢复增长，国内风电和交通领域增长迅速</b>	<b>12</b>
3.1 全球经济复苏为玻纤需求恢复增长奠定基础	12
3.2 国内市场：风电和交通领域增长强劲	14
<b>四、玻纤行业供给高度集中，未来产能增速放缓</b>	<b>19</b>
4.1 玻纤产能向中国转移，行业集中度高	19
4.2 产能扩张有限，冷修压缩实际产能，全球玻纤供给增速放缓	21
<b>五、供需偏紧，价格上涨，玻纤行业复苏趋势确认</b>	<b>24</b>
<b>六、公司经营分析</b>	<b>26</b>
6.1 支持研发，持续开发新产品	26
6.2 调整产品结构，降低中碱玻纤纱比重	27
6.3 销售布局全球，生产走向海外	27
6.4 收购兼并，完善公司产业链	28
6.5 公司 EPS 的价格弹性大，尽享玻纤景气上行	29
<b>七、盈利预测与投资评级</b>	<b>30</b>
<b>八、风险提示</b>	<b>31</b>

## 图表目录

图表 1	2013 年营业收入主要构成为玻纤及制品.....	6
图表 2	2013 年营业利润主要构成为玻纤及制品.....	6
图表 3	中国玻纤股权结构.....	6
图表 4	公司营业收入稳步增长.....	7
图表 5	公司归属于母公司股东的净利润波动较大.....	7
图表 6	2013 年公司存货略有下降.....	7
图表 7	公司资产负债率一直保持在较高水平.....	7
图表 8	公司净利率波动幅度较大.....	7
图表 9	公司三项费率情况.....	7
图表 10	公司玻纤生产线明细.....	8
图表 11	公司生产基地配套项目.....	8
图表 12	2013 年全球主要玻纤企业产能对比.....	9
图表 13	玻纤行业产业链.....	10
图表 14	全球玻纤需求结构.....	10
图表 15	国内玻纤需求结构.....	10
图表 16	玻璃纤维的分类及应用.....	11
图表 17	池窑拉丝法是目前最先进的工艺方法.....	11
图表 18	池窑法生产工艺.....	11
图表 19	中国池窑法生产量占比不断上升.....	11
图表 20	2007 年全球玻纤需求分布.....	12
图表 21	2012 年全球玻纤需求分布.....	12
图表 22	美国 PMI 指数回升.....	12
图表 23	密歇根大学消费者信心指数处于正常水平.....	12
图表 24	美国房地产行业回暖.....	13
图表 25	美国耐用消费品投资重回增长.....	13
图表 26	欧元区 PMI 走出低谷.....	13
图表 27	欧盟 27 国工业生产指数、营建产出同比恢复增长.....	13
图表 28	玻纤需求量增速约是同期 GDP 增速的 1.53 倍.....	14
图表 29	全球玻纤需求量及预测.....	14
图表 30	2009 年以来我国玻纤企业遭遇的反倾销.....	14
图表 31	电子玻纤已经度过峰值.....	15
图表 32	房地产平稳发展.....	15
图表 33	2013 年促进风电行业整合的政策频出.....	15
图表 34	2013 年风电弃风限电问题好转.....	15
图表 35	2013 年中国风电新装机增速出现反弹.....	16

图表 36	中国风电用玻纤需求预测 .....	16
图表 37	近年中央汽车节能减排政策 .....	16
图表 38	中国汽车平均燃料消耗量 (L/Km) .....	17
图表 39	几种汽车材料的性能对比 .....	17
图表 40	全球汽车产量及增速 .....	17
图表 41	中国汽车产量及增速 .....	17
图表 42	2020 年中国高铁路网 .....	18
图表 43	中国高铁运营里程 .....	18
图表 44	航空航天、船艇建造发展平稳 .....	18
图表 45	中国交通领域玻纤需求预测 .....	18
图表 46	未来五年国内玻纤需求的复合增速在 8~10% .....	19
图表 47	风电、交通领域玻纤需求占比提升 .....	19
图表 48	国内玻纤及制品进口加速，出口放缓 .....	19
图表 49	中国占全球需求比例不断提升 .....	19
图表 50	中国玻璃纤维生产的比较优势 .....	20
图表 51	玻纤的成本分解 .....	20
图表 52	主要原材料在成本中的占比 .....	20
图表 53	2012 年全球玻纤产能分布 .....	21
图表 54	国内玻纤产量全球占比逐步提高 .....	21
图表 55	全球玻纤供给集中度很高 .....	21
图表 56	国内玻纤供给三巨头垄断 .....	21
图表 57	2014 年国内新增产能统计 .....	22
图表 58	我国玻纤行业主要产业政策 .....	22
图表 59	玻璃纤维行业准入门槛提高 .....	23
图表 60	点火产能集中在 2005-2008 年 .....	23
图表 61	我国主要玻纤企业检修计划 .....	24
图表 62	玻纤未来产能增速放缓 .....	24
图表 63	全球玻纤供需趋紧，开工率紧缩 .....	25
图表 64	2014 年以来玻纤处于去库存阶段 .....	25
图表 65	2014 年以来玻纤价格持续上涨 .....	25
图表 66	2013 年 OC 复合材料营业利润同比增长 7.69% .....	26
图表 67	2013 年 OC 复合材料营业利润率同比提高 0.42 个百分点 .....	26
图表 68	研发支出占营业收入的比重维持在 2.7~3.2% .....	26
图表 69	公司已经或正在开发的新产品 .....	27
图表 70	中碱玻璃纤维纱的产量占比逐渐缩小 .....	27
图表 71	公司的全球营销网络 .....	28
图表 72	中国玻纤海外生产基地布局 .....	28

---

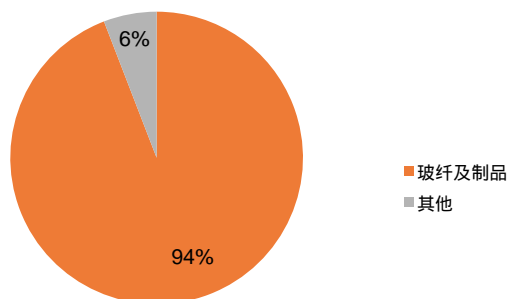
图表 73	桐乡金石和桐乡磊石为公司提供原材料.....	29
图表 74	EPS 对玻纤销量/价格的敏感性分析 (2015 年)(销量:万吨;价格:元/吨) ...	29
图表 75	假设销量为 101 万吨时的弹性分析 (2015 年) .....	30
图表 76	公司产品未来三年盈利预测假设 .....	30
图表 77	公司产品未来三年盈利预测假设 .....	31

## 一、公司是具有规模、成本优势的全球玻纤领军企业

### 1.1 公司概况：主营业务收入和利润主要来自玻纤及制品

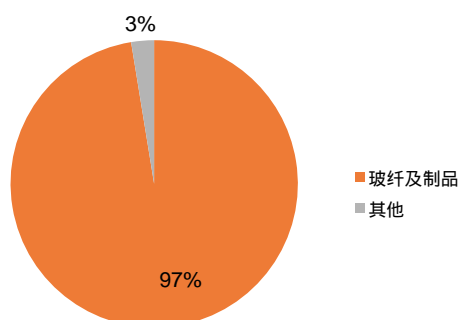
公司主要产品为玻璃纤维及制品，主要通过全资子公司巨石集团从事玻璃纤维及制品业务。2013 年公司主营业务收入和利润 90%以上来自于玻璃纤维及制品。

图表1 2013年营业收入主要构成为玻纤及制品



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表2 2013年营业利润主要构成为玻纤及制品

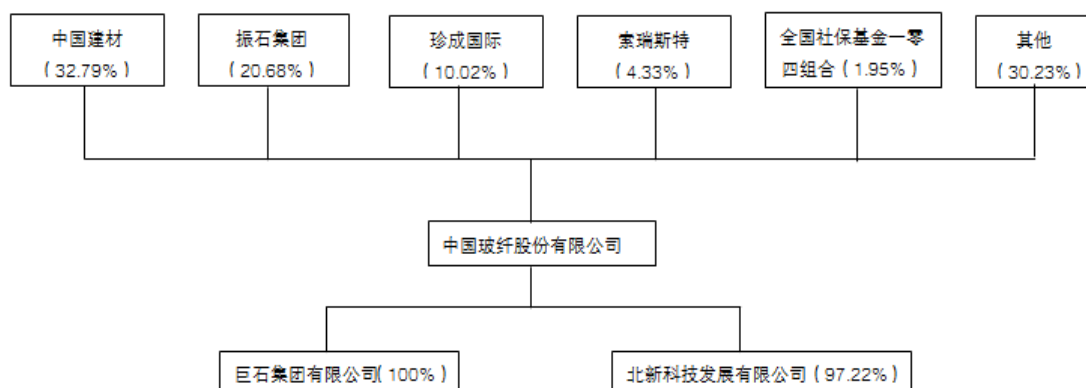


资料来源：Wind、平安证券研究所

### 1.2 股权结构：央企控股、管理层间接持股

中国玻纤的实际控制人为中国建材，持股 32.79%。公司直接控股的子公司有 2 家，分别为巨石集团和北新科技，间接控股的子公司有 29 家。公司核心灵魂人物张毓强通过控股振石集团间接持有中国玻纤股份，管理优秀，经营机制灵活。

图表3 中国玻纤股权结构

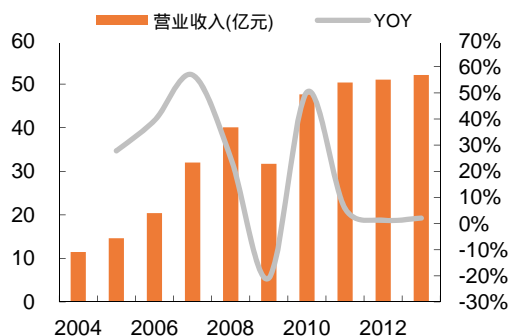


资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 1.3 公司财务分析：营业收入稳步增长，净利润波动幅度大

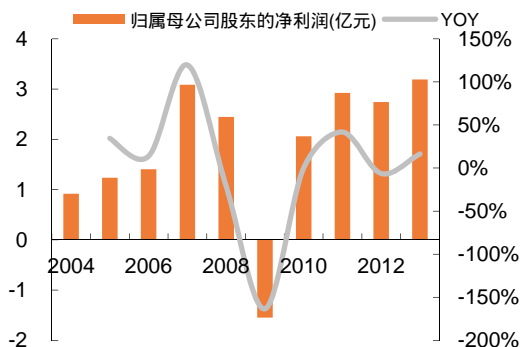
2004~2013 年公司营业收入年均复合增速为 18.33%，2013 年公司实现营业收入 52.10 亿元，同比增长 2.1%；2004~2013 年归属母公司股东的净利润复合增速为 14.84%，2013 年实现归属母公司股东的净利润 3.19 亿元，同比增长 16.39%。相比较稳步增长的营业收入，公司净利润受玻纤价格影响，波动幅度更大。公司属于典型的重资产公司，负债率水平一直维持较高水平。

图4 公司营业收入稳步增长



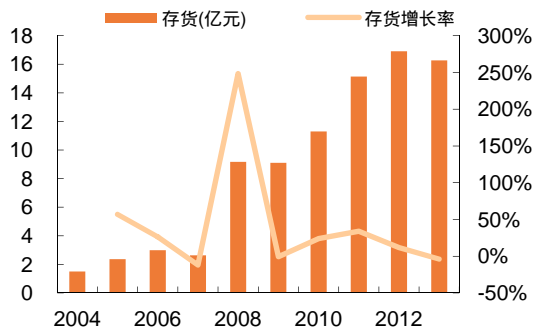
资料来源：Wind、平安证券研究所

图5 公司归属于母公司股东的净利润波动较大



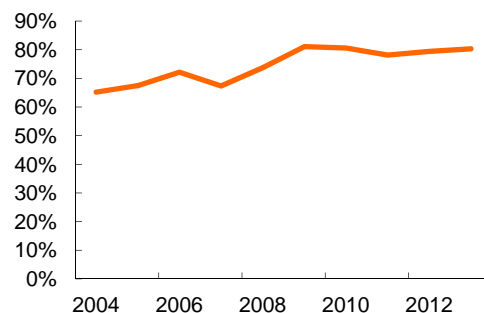
资料来源：Wind、平安证券研究所

图6 2013年公司存货略有下降



资料来源：Wind、平安证券研究所

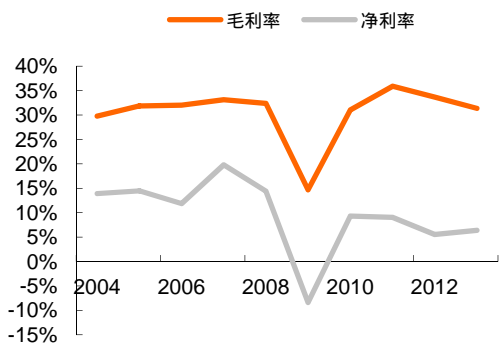
图7 公司资产负债率一直保持在较高水平



资料来源：Wind、平安证券研究所

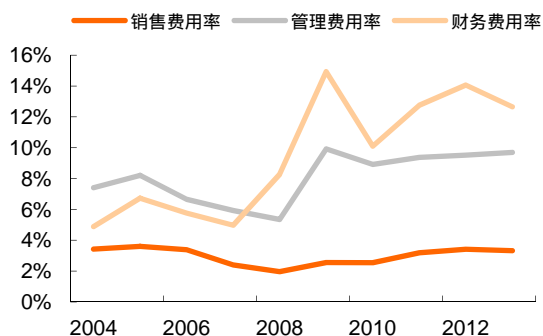
除2009年受金融危机影响，毛利率降至14%之外，2004~2013年，公司毛利率基本保持在30~36%左右水平。2013年公司净利率为6.4%，相比2012年略有上涨。最近三年，公司管理费用率约8~10%，销售费用率约3%左右，财务费率约12~14%。

图8 公司净利率波动幅度较大



资料来源：Wind、平安证券研究所

图9 公司三项费率情况



资料来源：Wind、平安证券研究所

## 1.4 公司拥有 4 大生产基地，桐乡为国内规模最大、技术最全生产基地

公司地处长三角经济圈的浙江桐乡，是玻璃纤维的专业制造商，主要产品共有 20 多个大类近 300 种规格，产品销往全国 20 多个省市，并远销北美、中东、欧洲、东南亚、非洲等区域的 50 余个国家和地区。截止 2014 年 6 月，公司共有 13 条玻璃纤维生产线，分别分布在桐乡、成都、九江和埃及四个生产基地。其中：桐乡本部基地拥有 5 条大型玻璃纤维池窑拉丝生产线、1 条环保废丝窑拉丝生产线，设计产能达 61.5 万吨/年，是我国目前规模最大、技术最先进的玻璃纤维生产基地。

图表10 公司玻纤生产线明细

生产基地	生产线	主要产品	设计产能(万吨/年)	点火时间	冷修技改时间	备注
桐乡基地	一号生产线	无碱玻璃纤维纱	6	2004.9	2012.11	
	二号生产线	无碱玻璃纤维纱	12	2006.1	2014.5	原年产 10 万吨,冷修技改之后扩产为 12 万吨
	三号生产线	无碱玻璃纤维纱	12	2007.8	2013.12	
	四号生产线	无碱玻璃纤维纱	14	2008.6	2016(E)	
	五号生产线	无碱玻璃纤维纱	14	2008.8	2016(E)	
	六号生产线	无碱玻璃纤维纱	3.5	2010.5	2018(E)	节能环保池窑拉丝生产线项目
成都基地	一号生产线	中碱玻璃纤维纱	6	2008.7	2013.3	2010 年进行全氧燃烧节能技术改造
	二号生产线	无碱玻璃纤维纱	4	2006.6.6	2015(E)	2008 年进行全氧燃烧节能技术改造
	三号生产线	无碱玻璃纤维纱	4	2008.3	2016(E)	2010 年进行全氧燃烧节能技术改造
	四号生产线	无碱玻璃纤维纱	5	2013.12	2021(E)	原有年产 3 万吨玻纤池窑拉丝生产线 2008 年 11 月窑炉使用寿命到期,于 2009 年进行了窑炉报废,技改后扩产为 5 万吨
九江基地	一号生产线	无碱玻璃纤维纱	15	2010.9	2018(E)	九江公司整厂搬迁
	二号生产线	无碱玻璃纤维纱	2	2010.6	2018(E)	节能环保池窑拉丝生产线项目
埃及基地		无碱玻璃纤维纱	8	2013.11		
巨石攀登	-	电子纱	1			
	-	电子布	1 亿平方米/年			

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表11 公司生产基地配套项目

项目	备注
巨石集团成都有限公司包装材料车间技改项目	
巨石集团有限公司年产六十万吨玻璃纤维生产基地配套自动化仓储中心	预计 2014 年下半年完工

资料来源：公司公告、平安证券研究所

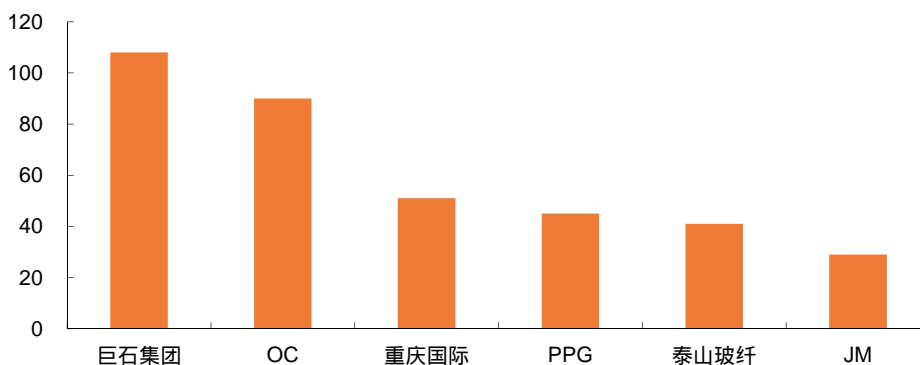
## 1.5 公司具有规模、成本和价格优势

### ■ 规模优势



公司是我国玻纤行业的龙头企业，玻璃纤维的产量、销量、出口量、技术、营销网络、管理等多项指标长期保持国内第一和世界领先。在做强做优玻纤主业的战略思想主导下，公司业务规模始终保持在全球同行企业前列。截至 2014 年 6 月，公司共拥有四个大型玻璃纤维生产基地，生产能力位居世界领先。其中，公司自主设计与建设的年产 12 万吨无碱玻纤池窑生产线为目前世界上最大规模的单座无碱池窑生产线。大型玻纤生产基地在提升规模效应的同时，也有效提高了技术水平、降低了制造成本，更为稳定产品质量、提高公司整体效率创造了条件。

图12 2013年全球主要玻纤企业产能对比



资料来源：bloomberg，平安证券研究所

### ■ 成本优势

从原材料来看，公司总部桐乡地处国内富产叶腊石的浙江省，可以就近采购降低公司的原材料运输成本。另外公司桐乡市巨振矿业有限公司的原材料交易属于与股东方的关联交易，目前公司享受平均低于市场价 10% 的优惠价格；2013 年公司收购桐乡金石和桐乡磊石，这两家公司分别提供玻纤生产所用的铂铑设备和叶腊石粉，产业链的完善进一步降低了公司的生产成本。

### ■ 价格优势

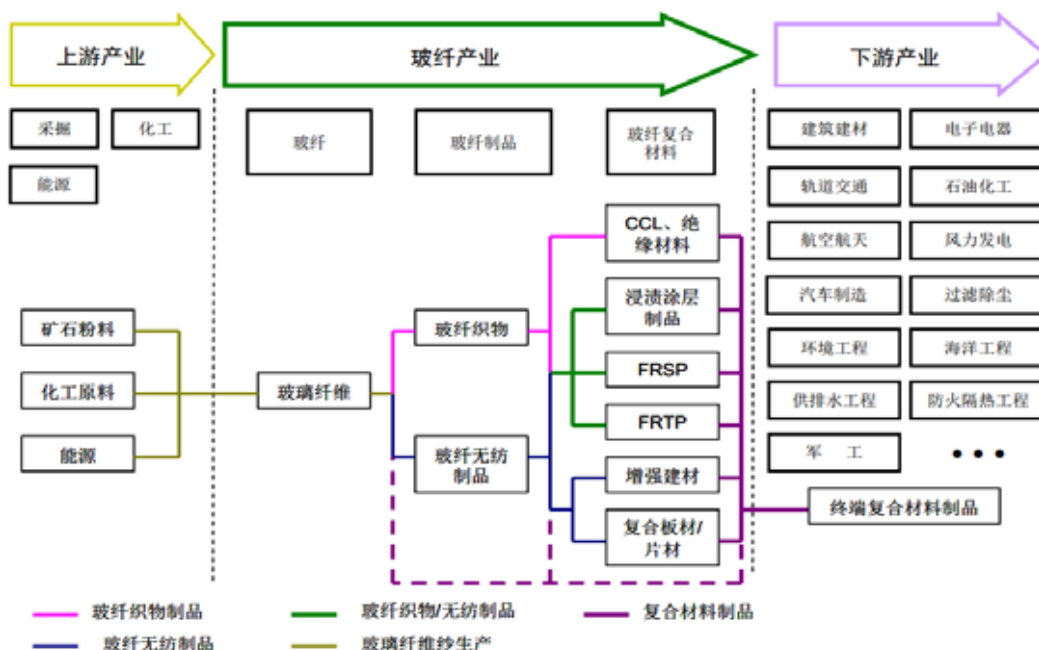
从生产成本来看，由于中国制造企业的低成本制造优势，公司大部分产品价格低于国外同类产品价格。由于大部分产品的价格相对优势较突出，公司抢占了部分国外企业的市场份额，目前已成为美国前四大造船厂的主要供应商。巨石集团产品自身定价能力较强。公司每年 11 月份在浙江桐乡举办产品展示会，一般在圣诞节前可以签订公司次年产量的 80% 的销售合同，公司根据自身对价格的判断，采取与客户签订全年合同或者一季度一签的模式。

## 二、玻纤行业下游应用广泛，池窑法是主流生产工艺

### 2.1 玻纤是应用领域广泛的无机非金属材料

玻璃纤维是一种无机非金属材料，具有很多优越特性，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。玻纤下游产业需求分布涉及国民经济的各个领域：其制备的增强热固性、热塑性塑料广泛应用于各种工业设备（如制作玻璃钢冷却塔、压力管道、水箱、防腐槽和贮罐等）和建筑材料，在石油化工、基础设施建设、汽车工业等领域被广泛使用；玻璃纤维还被大量应用于印刷电路板、风电叶片、过滤网等的制造，在电子电气、环境保护、新能源等领域中大量使用。目前，用于全球复合材料工业的增强材料主要有玻璃纤维、碳纤维和芳纶纤维，其中玻纤占了整个用量的 98.80%。

图表13 玻纤行业产业链

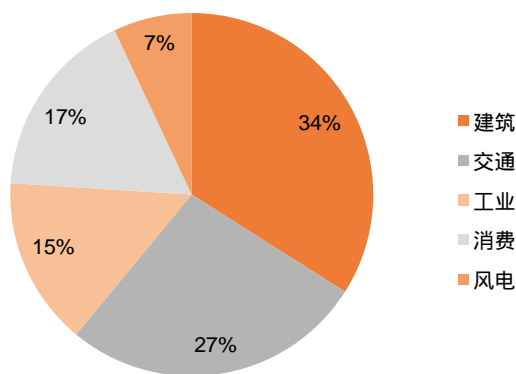


资料来源：长海股份招股说明书、平安证券研究所

## 2.2 玻纤下游需求结构因国而异

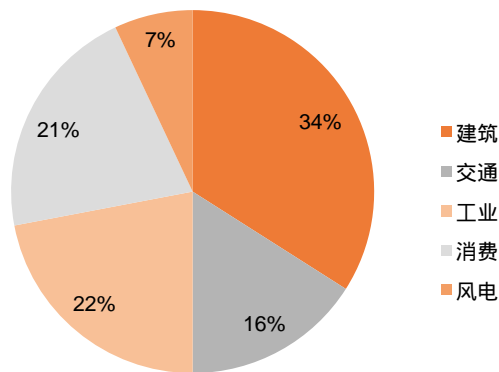
玻璃纤维的下游应用很难量化，且随着各个行业的变化而随时改变。此外，不同国家和地区，下游应用差别非常显著。在我国，消费用玻纤（主要用于电子、家用电器）占比较大，达到 21%左右，但交通领域占比仅 16%，其应用水平明显低于全球（27%）。此外，由于我国化学工业的带动，玻纤在工业领域的占比明显高于全球。

图表14 全球玻纤需求结构



资料来源：OC、平安证券研究所

图表15 国内玻纤需求结构



资料来源：OC、平安证券研究所

## 2.3 玻纤分类

玻纤作为一种新兴工业，自 20 世纪 30 年代末期诞生以来，70 年来有了很大发展，种类繁多。玻纤按形态和长度，可分为连续纤维、定长纤维和玻璃棉；按玻璃成分，可分为无碱、中碱、高碱、高强度、耐碱玻纤等。

图表16 玻璃纤维的分类及应用

分类	特点	应用
无碱玻纤	化学稳定性、电绝缘性能、强度都很好	电绝缘材料、玻璃钢的增强材料和轮胎帘子线
中碱玻纤	含碱量高，化学稳定性和强度尚好，成本较低，用途较广泛	一般作乳胶布、方格布基材、酸性过滤布、窗纱基材等，也可作对电性能和强度要求不很严格的玻璃钢增强材料
高碱玻纤	强度差，耐水性差，耐酸性良好，成形温度低	可作蓄电池隔离片、管道包扎布和毡片等防水、防潮材料
高强玻纤	高强度、高模量	军工、空间、防弹盔甲及运动器械
耐碱玻纤	耐碱性好，弹性模量，可设计性强，易成型	高性能增强（水泥）混凝土

资料来源：OC、平安证券研究所

## 2.4 池窑法是玻纤工艺的持续升级方向

玻纤生产工艺流程有三种：陶土坩埚法、代铂炉法和池窑拉丝法。其中，池窑拉丝法是目前最先进的工艺方法，是玻纤制造技术上的一次飞跃，开启了玻璃纤维规模化、现代化大生产之路。目前，在国内玻璃纤维总产量中，约8%是采用工艺较落后的代铂炉法生产的，采用先进的池窑拉丝工艺生产的玻璃纤维约为总产量的92%，而在国外则占95%以上，因此，池窑法无碱玻璃纤维是国内玻纤行业技术和产品的持续升级方向。

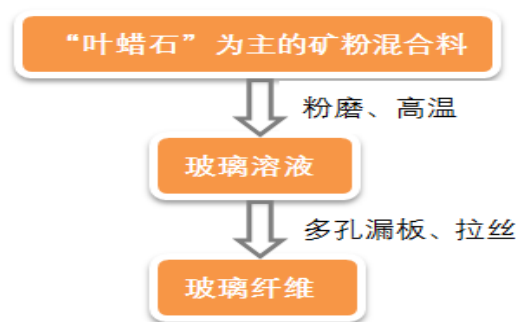
图表17 池窑拉丝法是目前最先进的工艺方法

方法	原材料	工艺特点	耗能	应用
陶土坩埚法	废碎玻璃	能耗高，产品品质差，成型工艺不稳定，劳动生产率低	5吨标煤/吨纱	国家已明令淘汰
代铂炉法	玻璃球	能耗高	2-4吨标煤/吨纱	被工业发达国家弃用，我国目前代铂炉工艺的玻纤也仅占20%左右
池窑拉丝法	“叶腊石”为主的矿粉混合料	工序简单，自动化温控能耗低，生产效率高、产量大，节能环保	1吨标煤/吨纱	已成为国际上的主流生产技术

资料来源：OC、平安证券研究所

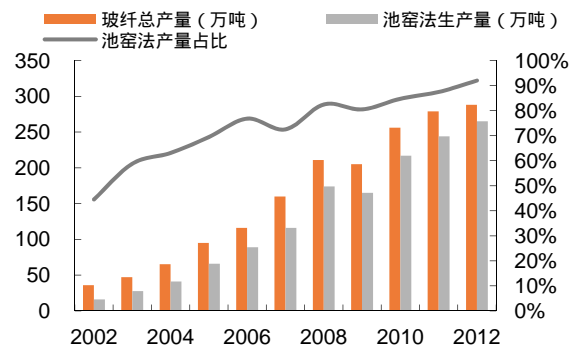
近年来，受全球玻纤行业的激励竞争以及我国行业准入条件推进的影响，我国玻纤产品使用池窑法生产的比例逐年增高，池窑法生产量占玻纤总产量的比例从2009年的80.5%上升至2012年的92.0%，生产技术水平全面提高。

图表18 池窑法生产工艺



资料来源：OC、平安证券研究所

图表19 中国池窑法生产量占比不断上升



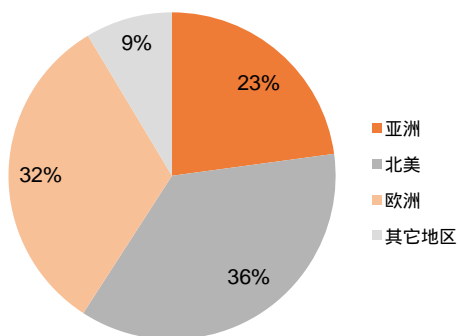
资料来源：中国玻纤专业信息网、平安证券研究所

## 三、全球玻纤需求恢复增长，国内风电和交通领域增长迅速

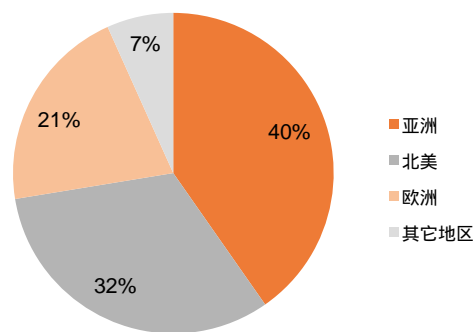
### 3.1 全球经济复苏为玻纤需求恢复增长奠定基础

全球玻纤需求主要分布在亚洲、北美和欧洲。其中，亚洲玻纤需求增长迅速，占全球玻纤需求比例已经由 2007 年的 23% 发展到了 2012 年的 40%；北美地区玻纤需求变动不大，欧洲地区在全球的占比则呈收缩趋势。

图表20 2007年全球玻纤需求分布



图表21 2012年全球玻纤需求分布



资料来源：中国玻璃纤维协会、平安证券研究所

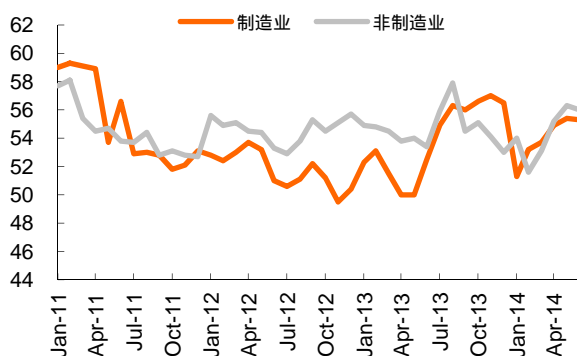
资料来源：中国玻璃纤维协会、平安证券研究所

玻纤的应用渗透国民经济的各个领域，因此，其需求的发展与宏观经济环境有高度同步性。2008 年的经济危机使玻纤行业陷入危机，2010 年以来，经济复苏势头显现，玻纤需求得以恢复增长。2014 年以来，随着美国和欧盟经济的进一步好转，海外玻纤市场增长趋势明确。

#### ■ 美国经济好转带动玻纤行业回暖

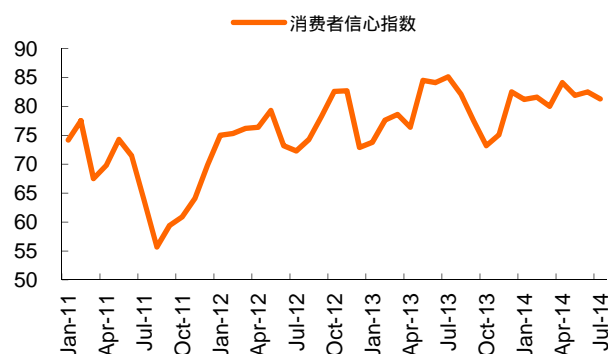
美国经济景气度持续提升。美国 ISM 制造业 PMI 和非制造业 PMI 连续回升，两者均处于近期较高水平，表明美国经济摆脱了 2014 年一季度临时性因素的负面影响，恢复到正常增长的水平。密歇根大学消费者信心指数过去两年的表现维持在合理的正常水平，这也验证了美国经济复苏形势的稳定性。

图表22 美国PMI指数回升



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表23 密歇根大学消费者信心指数处于正常水平

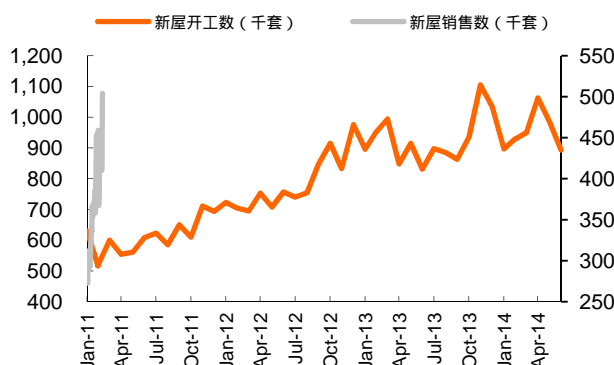


资料来源：Wind、平安证券研究所

美国房地产的回暖和耐用消费品的投资增大将带动玻纤行业回暖。一般来讲，经济危机后期，发达经济体将进入耐用品的库存回补阶段，库存回补将急需补充大量的玻纤产品。2009~2010 年，美国

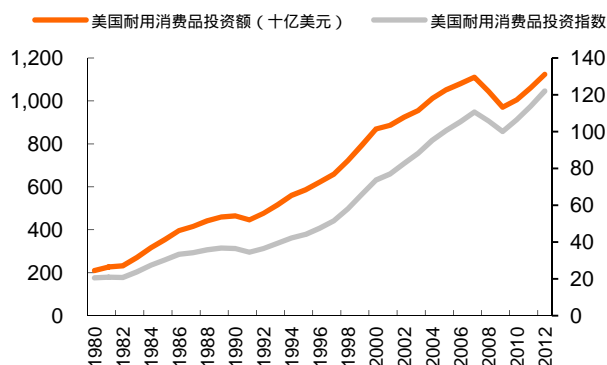
玻璃纤维生产企业一直在消化库存，目前库存积压已消化完毕，进入补库存阶段，美国玻纤类耐用消费品库存回补将带动现有玻璃纤维生产和销售回暖。

图表24 美国房地产行业回暖



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表25 美国耐用消费品投资重回增长

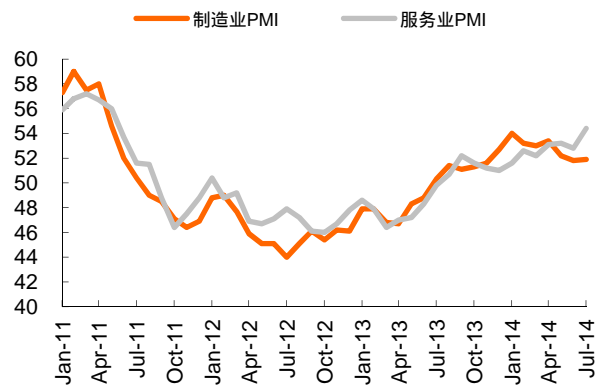


资料来源：Wind、平安证券研究所

■ 欧盟走出泥潭，奠定了欧洲地区玻纤需求增长的基础

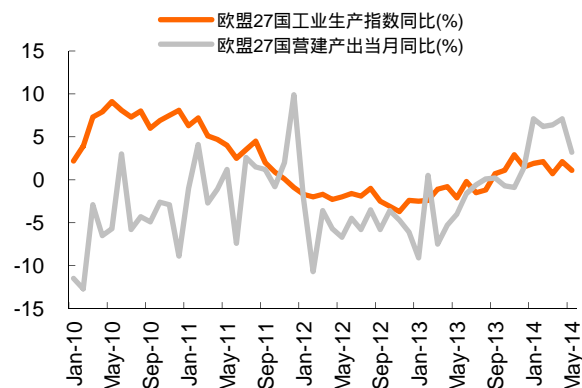
2012年，欧洲债务危机让国际社会忧心忡忡，全球经济明显受到拖累。2013年以来，欧元区PMI缓慢从低谷攀升，2013年7月突破50%临界点；欧盟27国工业生产指数、营建产出也在2013年底恢复了增长。近期，德国维持继续强劲增长的态势，法国服务业重回扩张的轨道。欧盟经济的持续好转为欧洲地区玻纤需求的增长奠定了基础，对全球玻纤行业复苏有积极意义。

图表26 欧元区PMI走出低谷



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表27 欧盟27国工业生产指数、营建产出同比恢复增长

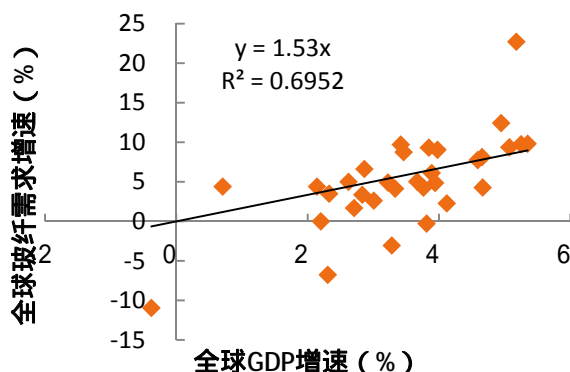


资料来源：Wind、平安证券研究所

■ 2014~2019年全球玻纤需求的复合增速在6%左右

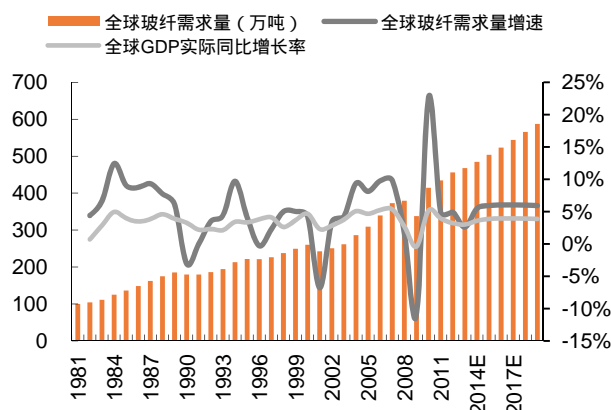
由于下游分布广泛，玻纤需求和GDP的相关性很强。然而，玻纤的需求不仅来自于GDP驱动，还来自于其对其它材料的替代效应，所以玻纤的增速往往高于GDP的增速。我们用1981~2013年的历史数据对全球GDP增速和玻纤需求增速进行了无常数项回归，结果显示玻纤需求的增速约是同期GDP增速的1.53倍。根据国际货币基金组织对宏观经济的最新预测，我们预计2014~2019年全球玻纤需求的复合增速在6%左右。

图表28 玻纤需求量增速约是同期GDP增速的1.53倍



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表29 全球玻纤需求量及预测



资料来源：OC、国际货币基金组织、平安证券研究所

### 3.2 国内市场：风电和交通领域增长强劲

#### ■ 国外反倾销力度增大，玻纤发展关键在内需

2009年以来，国外对国内玻纤产品反倾销力度加大。欧洲和印度对国内玻纤产品连续发起了多起反倾销，玻纤反倾销税未来可能会提升至30%，美国也可能发起对国内玻纤产品的反倾销调查。反倾销增加了我国玻纤产品进入海外市场的壁垒，因此，我国玻纤行业的发展关键在于内需的增长。

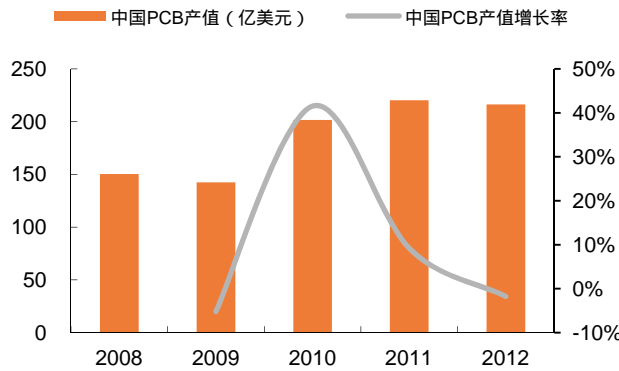
图表30 2009年以来我国玻纤企业遭遇的反倾销

提出地区	立案公告	涉案产品	终裁
欧盟	2009.12.1	70191100-短切纤维 70191200-无捻粗纱 70191910-其它玻纤 70193100-玻璃纤维席	2011.3.15 终裁，自3月17日起对除纺织纱外的涉案产品征收13.8%，为期5年税率
印度	2010.1.8	玻璃纤维无捻粗纱 玻璃纤维短切原丝 短切原丝毡	2011.1.6 终裁，对重庆、巨石、泰山分别征收7.46%、18.67%和20.89%，其余40.91%
土耳其	2010.1.22	70191100-短切纤维 70191200-无捻粗纱 70191900-其它玻纤 70193100-玻璃纤维席 70199099-未列名玻纤制品	2010.12.31 终裁，对重庆征收20.2%，其它23.75%，为期5年税率
欧盟	2010.5.20	70194000-粗纱机织物 70195100-窄幅机织物 70195900-其它玻纤机织物 70199099-未列名玻纤制品	2011.8.9 终裁，产品只涉及70195100和70195900，即日起对涉案企业产品分别征收48.4%-62.9%为期5年税率
印度	2010.12.20	玻璃纤维土工格栅	2011年12月19日终裁，对原产于或自中国进口的涉案产品征收0.55美元/平方米的反倾销税
欧盟	2011.7.28	70193900-其它玻纤网垫板等 70194000-粗纱机织物 70199099-未列名玻纤制品	调查历时7月，以无税结案

资料来源：OC、国际货币基金组织、平安证券研究所

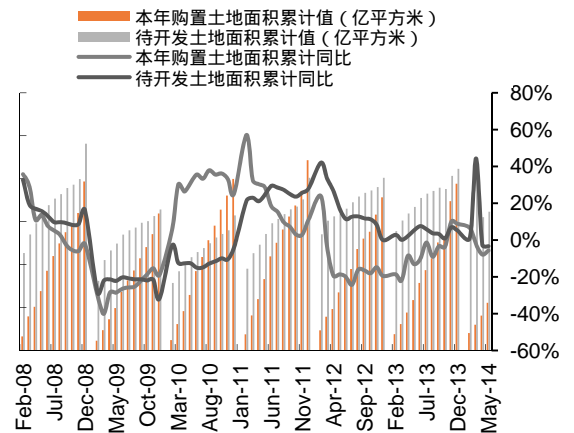
当前国内玻璃纤维下游行业正处于经济复苏后的反弹期。其中,电子玻纤已经度过峰值,增长较小;传统建筑、工业等领域将继续保持近年来的较稳增长;相对来说,玻纤需求的最大增长看点在风电和交通领域。

图表31 电子玻纤已经度过峰值



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表32 房地产平稳发展



资料来源: Wind、平安证券研究所

■ 风电领域: 预计 2014-2017 年玻纤累计新增需求 80 万吨

目前,风机机组正朝着大型化发展,叶片长度越来越长,捕获的风能越来越多。随着叶片逐渐变大,风轮直径已突破 120m,最长的叶片已做到 61.5m,大型叶片对材料的重量、强度和刚度提出了更加苛刻的要求。玻璃钢叶片材料因为重量轻、比强度高、可设计性强、价格比较便宜等因素,成为大中型风机叶片材料的首选,是目前风机叶片主流。

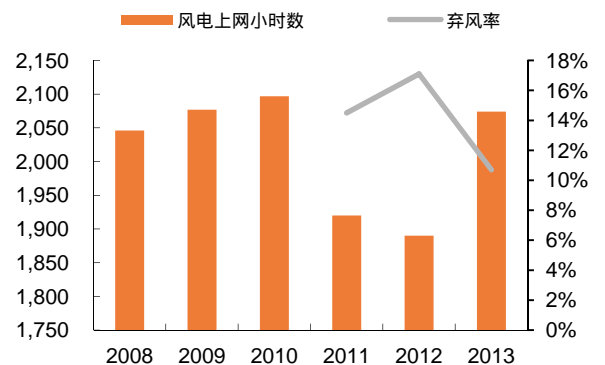
中国风电行业经历了大起大落后,产业重回理性发展轨道。2003~2008年,风电行业高速扩张,经历每年翻番的高速增长之后,2010年起,在产能过剩、低价竞争、海外“双反”打击的背景下风电新增装机容量增速持续下降,行业经营状况持续恶化。这阶段的风电实际运行中也出现了许多问题,如弃风限电、并网等。2013年以来,在政策驱动下,随着弃风限电、并网问题的逐步缓解,中国风电行业出现了回暖态势,2013年中国新增风电装机 16.09GW,同比增长 24%,扭转了 2011 年和 2012 年负增长的局面。

图表33 2013年促进风电行业整合的政策频出



资料来源: 中电联、平安证券研究所

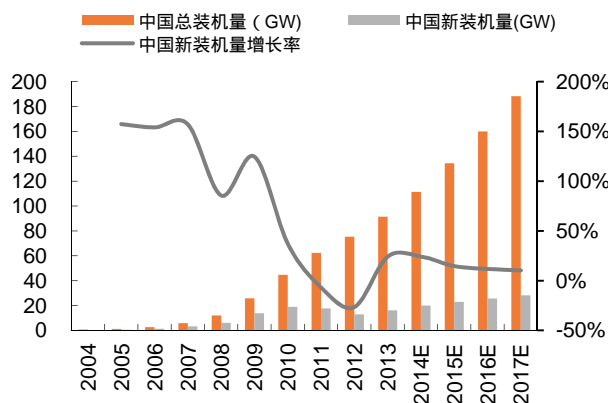
图表34 2013年风电弃风限电问题好转



资料来源: 中电联、平安证券研究所

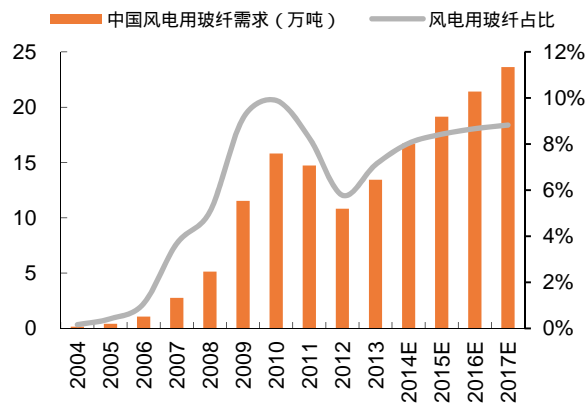
我们认为此次风电行业的转暖是长期趋势：2013年以来，国家出台了一系列更加务实和有针对性的政策，政策驱动下弃风限电、并网问题逐步缓解，行业得以整合，风电行业发展进入良性通道，新增装机容量恢复增长，未来2-3年景气度确定。预计2014年风电新增装机容量在20GW左右，未来5年的平均增速也有望维持10%~15%的水平。新增装机的增长将带动风电用玻纤的增长，预计未来5年复合增速在15%左右，2014~2017年玻纤累计新增需求80万吨左右。

图表35 2013年中国风电新装机增速出现反弹



资料来源：中国风能协会、平安证券研究所

图表36 中国风电用玻纤需求预测



资料来源：中国风能协会、平安证券研究所

■ 交通领域：汽车、高铁领域玻纤需求增长强势

节能减排，汽车玻纤大有可为

在能源和环境的压力下，加强节能减排、实现低碳发展是汽车发展的重要课题。近年来，中国中央和地方各部门关于汽车节能减排的政策频出，政府对此决心坚定。对于降低油耗，最有效的方式之一就是减重。汽车整车重量降低10%，燃油效率可提高6-8%；汽车重量每减少100kg，油耗可降低0.3-0.6L/100km，CO<sub>2</sub>排放可减少5g/km。

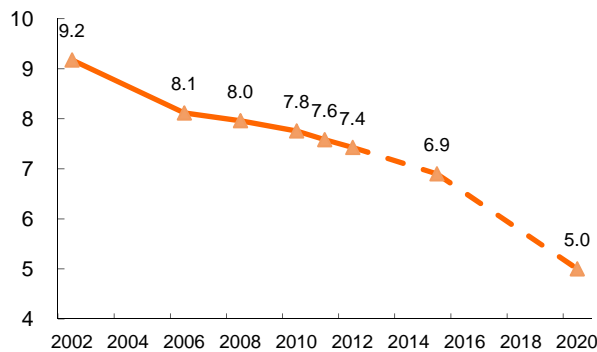
图表37 近年中央汽车节能减排政策

时间	部门	政策	解读
2012年6月	国务院	《节能与新能源汽车产业发展规划(2012~2020年)》	到2015年，当年生产的乘用车平均燃料消耗量降至6.9升/百公里。到2020年，当年生产的乘用车平均燃料消耗量降至5.0升/百公里。
2013年2月	国务院	《关于加强内燃机工业节能减排的意见》	明确了内燃机节能减排的发展方向。汽油机直喷燃油系统、增压器，柴油机电控高压燃油喷射系统、高效增压中冷系统、排气后处理系统以及电子控制技术将得到普及。
2014年4月	工信部	2014年第27号公告	2015年1月1日起国三柴油车产品将不得销售，也就是说，全国范围内销售的柴油车都必须实施国四排放标准。
2014年5月	国务院	《2014-2015年节能减排低碳发展行动方案》	2014-2015年，单位GDP能耗、化学需氧量、二氧化硫、氮氧化物、氮氧化物排放量分别逐年下降3.9%、2%、2%、2%、5%以上，单位GDP二氧化碳排放量两年分别下降4%、3.5%以上。

资料来源：Wind、平安证券研究所

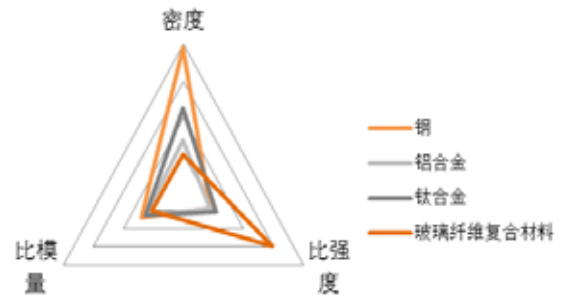


图表38 中国汽车平均燃料消耗量 (L/Km)



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表39 几种汽车材料的性能对比

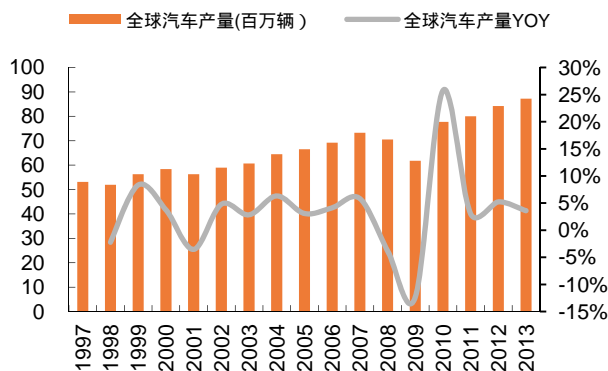


资料来源：中国玻璃纤维网、平安证券研究所

汽车减重的最主要措施之一就是用其它轻型复合材料替代金属材料。玻纤是受节能减排政策影响最广泛、最深远的新材料之一。玻璃纤维热塑性复合材料是一种以热塑性树脂为基体、以玻璃纤维毡为增强骨架的复合材料，具有轻质、节能的特点，由其制成的汽车车身、构架、车体外覆盖件、轨道交通车门、车窗、座椅等具有质量轻、强度高、隔音效果好等特点，是理想的金属替代材料。

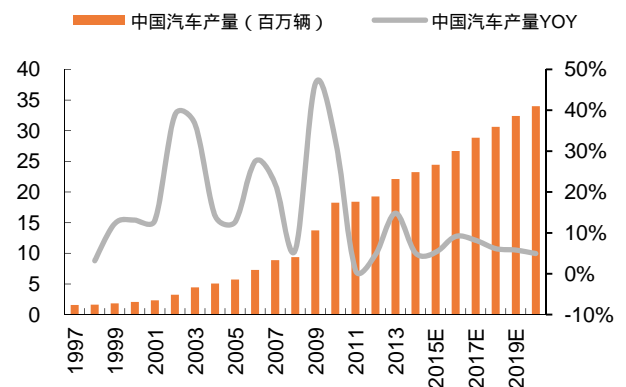
目前，玻纤在中国汽车领域的应用相比西方国家还有较大差距：欧美轿车用玻璃纤维增强热塑性塑料为 40~50 公斤/辆，而国内轿车用量为 16~20 公斤/辆；西欧汽车工业每年消耗玻纤基复合材料达 20 万吨，我国约为 15~20 万吨。玻纤中国汽车市场还有较大发展空间。我们预计未来 5 年内每辆汽车玻纤需求的复合增速为 10%左右，加之目前世界汽车产能向中国转移，中国汽车产量增速远高于全球水平，预计汽车领域玻纤需求增速在 15%~18%。

图表40 全球汽车产量及增速



资料来源：中国汽车协会、平安证券研究所

图表41 中国汽车产量及增速



资料来源：中国汽车协会、平安证券研究所

### 高铁建设高峰期至，大幅拉动玻纤需求

铁路行业中正在越来越多的使用复合材料，复合材料在帮助制造商降低成本的同时还能提高列车性能。随着中国高铁列车的快速发展和高铁建设的全面推进，玻纤在交通运输领域应用前景向好。

玻纤用于高铁行业的领域主要有移动设备和固定设施。高铁时速在 250~350 千米，因此高铁的移动设备必须实现轻量化，而这有赖于大量采用高分子材料及复合材料。在轨道设施中玻纤常用于制备电缆槽、电缆架、枕木等，由玻纤复合材料制备的各种电器箱、防噪板也已有较多应用。

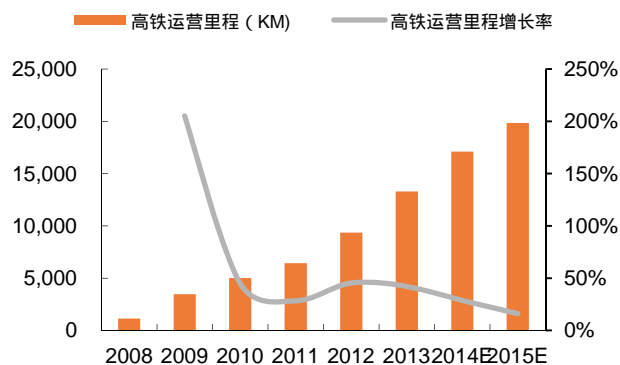
截至 2012 年，我国共建成高速铁路 9356 公里，位居世界首位。我国高速铁路网以四纵四横为骨干支架，辅以客运支线，全部建成后，将连接所有省会及 50 万人口以上的大城市，覆盖全国 90% 以上人口，大大缩短城市间时空距离。按铁道部规划，未来五年内我国将迎来高速铁路线路建设的高峰，高铁投资额将保持在每年 7000 亿元左右，共计 3.5 万亿元左右。中国高铁建设的快速发展势必会带动其上游材料需求的增长，高铁用玻纤增长趋势确定，预计未来五年复合增速在 10% 左右。

图表42 2020年中国高铁路网



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表43 中国高铁运营里程

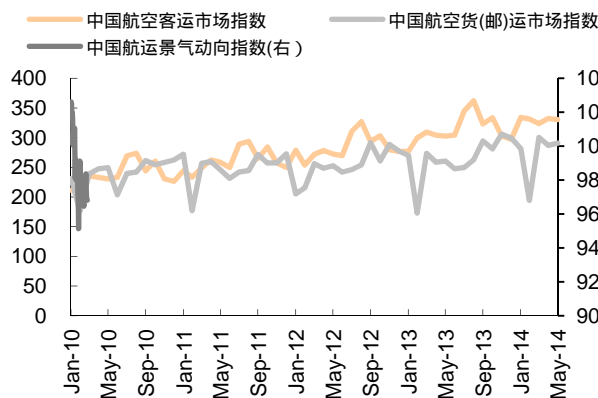


资料来源：Wind、平安证券研究所

**预计交通领域增速 10%~15%**

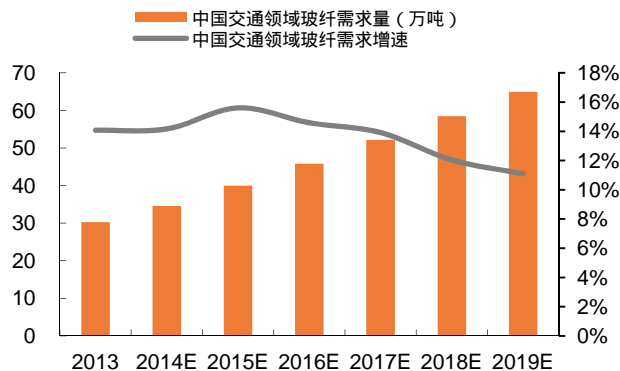
交通领域需求中汽车和高铁外的其他领域（如航空航天、船艇建造）处于平稳发展，交通领域玻纤需求主要由汽车和高铁带动。未来如果玻纤在汽车和高铁领域顺利发展，预计交通领域玻纤需求复合增速有望达到 10~15%。

图表44 航空航天、船艇建造发展平稳



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表45 中国交通领域玻纤需求预测

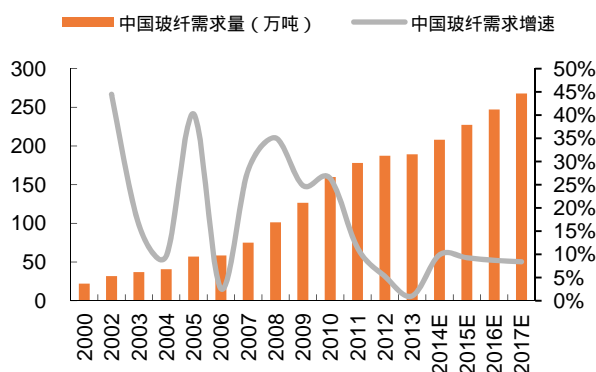


资料来源：Wind、平安证券研究所

■ **未来五年国内玻纤需求的复合增速在 8~10%**

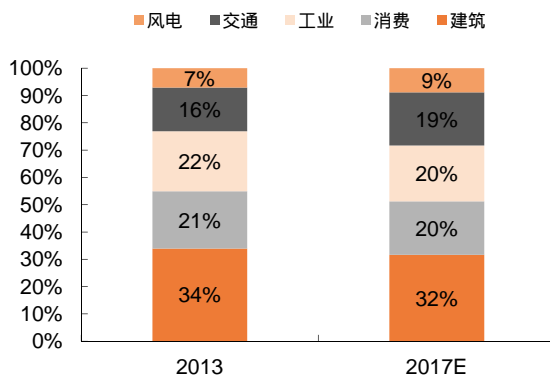
我们预计未来五年国内玻纤需求的复合增速在 8~10%，需求增长的动力主要来自于风电、交通引领的结构性增长。预计 2017 年风电领域需求占比将达到 9% 左右，交通领域需求占比将达到 19% 左右。

**图表46 未来五年国内玻纤需求的复合增速在8~10%**



资料来源：Wind、平安证券研究所

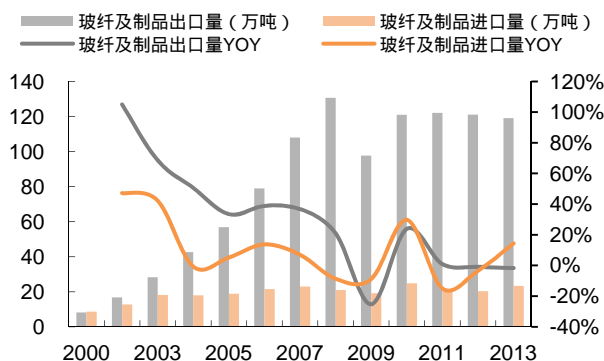
**图表47 风电、交通领域玻纤需求占比提升**



资料来源：Wind、平安证券研究所

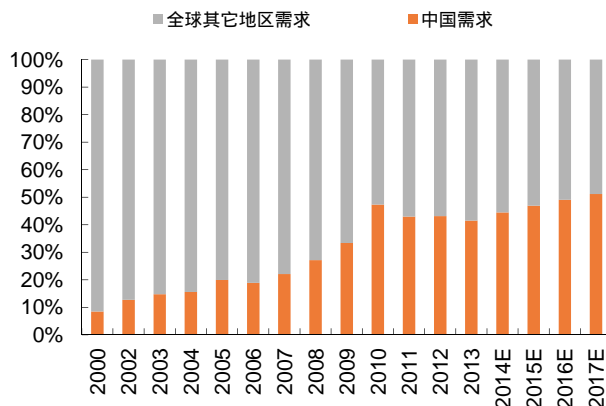
随着玻纤下游行业（如化学工业、电子电气）产能向中国转移，国内玻纤需求增速相对全球更快，未来5年复合增速高于全球2~4个百分点。2011年以来，在海外对国内玻纤产品反垄断的背景下，国内玻纤及制品出口放缓；但内部需求强劲带动了进口加速。预计2017年国内玻纤需求占全球需求的比例将由2013年的40%提升至49%。内需的快速增长将提升玻纤的内部消化能力，利好国内玻纤生产企业。

**图表48 国内玻纤及制品进口加速，出口放缓**



资料来源：Wind、平安证券研究所

**图表49 中国占全球需求比例不断提升**



资料来源：Wind、平安证券研究所

## 四、玻纤行业供给高度集中，未来产能增速放缓

### 4.1 玻纤产能向中国转移，行业集中度高

#### ■ 原材料和人力成本优势决定全球玻纤产业向中国转移

玻纤行业发展之初，产能集中分布在欧美技术比较发达的地区，随着国内玻纤企业的崛起，凭借廉价的原材料和劳动力优势，玻纤产能逐步向中国转移。

从全球产业转移的历史来看，国际产业经济向中国的转移趋势是：先将劳动密集型的产业转移到中国，再将劳动密集型加资金密集型的产业转移到中国。玻纤制造业的资金和劳动密集型特征正是中

国的比较优势。中国因为较低的人力成本和世界第一的外商直接投资，而比发达国家更具有比较优势。

**图表50 中国玻璃纤维生产的比较优势**

玻纤生产的特点	中国资源禀赋
建设池窑的初始投资大，回收期长	资金成本低，FDI 世界第一，资金充沛
池窑为连续不间断生产，员工三班倒	人力成本低廉，极具成本优势
主要原料为叶腊石	中国叶腊石储量占全球 30%
较高的研发和技术能力	掌握先进技术，自主研发浸润剂，形成国际竞争力

资料来源：公司公告、平安证券研究所

在玻璃纤维的成本构成中，原材料占 38%左右，能源动力占 35%左右，劳动力成本和设备折旧费合计约占 20%。全球已查明的叶腊石储量约 2 亿吨，主要分布于日本、中国和韩国。我国叶腊石储量 5500 万吨，主要集中在我国的福建、浙江等东南沿海一带。目前，我国年消费量为 100 万吨，完全可以满足国内多家玻纤生产厂家的需求。此外，大多数上游企业同玻纤生产商存在股权关系，议价能力较弱，矿石成本涨幅有限。

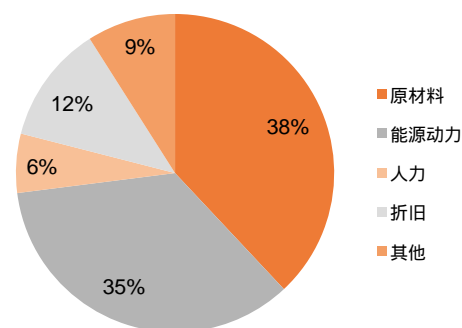
依靠人工成本和主要原材料产地的优势，巨石集团的玻纤单位成本仅为 0.32 万元/吨，重庆复合材料公司为 0.46 万元/吨，中国厂商的玻纤制造成本远低于国外厂商。国内企业凭借低成本可以维持 25~30%左右的毛利率水平，而国外厂商如法国圣戈班的玻纤业务只有 10%左右的毛利率水平。

**图表51 玻纤的成本分解**

成分	含税	不含税	吨耗
叶腊石、硼石等	500~1000		吨耗叶腊石 1.3t
化工原料	300-500		
白金损耗	296		吨耗白金 1g
<b>原材料小计</b>	<b>1348</b>	<b>1152</b>	
电	536.8		吨耗电 880 度
天然气	363		吨耗 150 立方米
重油	100~200		
氧气	165~396		吨耗氧气 330 升
<b>能源小计</b>		<b>1304</b>	
包装及其他		125	
人力		350	
制造费用		225	
<b>合计</b>		<b>3157</b>	

资料来源：Wind、平安证券研究所

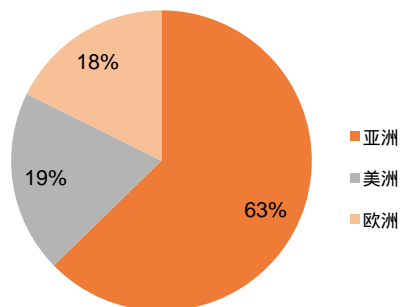
**图表52 主要原材料在成本中的占比**



资料来源：公司公告、平安证券研究所

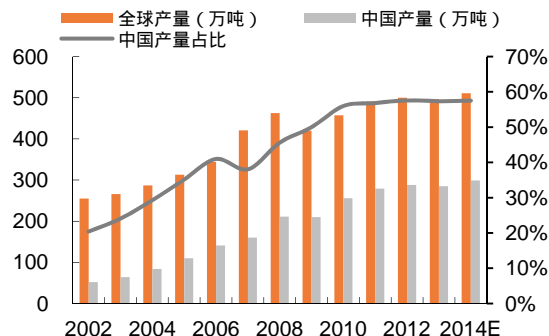
经过近 10 年的高速发展，我国玻纤产业不仅规模跃居世界第一，而且产品质量得到迅速提升。目前国内玻纤产量约占全球玻纤产量的 60%。随着玻纤产能向中国转移，全球玻纤形成了目前美国、欧洲、亚洲三足鼎立的竞争共存局面。目前，亚洲的玻纤产能约占全球玻纤产能的 2/3。

图表53 2012年全球玻纤产能分布



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表54 国内玻纤产量全球占比逐步提高



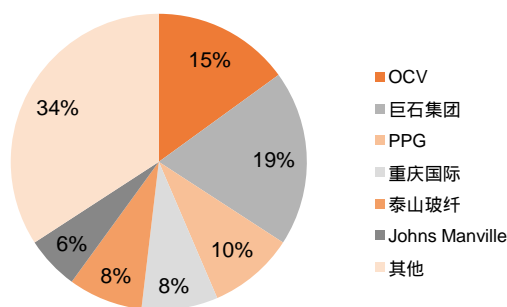
资料来源：JEC、平安证券研究所

■ 全球玻纤供给呈寡头垄断

全球玻纤行业一直是寡头垄断格局。2005年之前，由美国欧文斯科宁、PPG和法国圣戈班占据60%以上的份额。近10年来，中国企业快速崛起超越了Saint-Gobain和Johns Manville等国际老牌企业。目前，全球有六大玻纤供应商：巨石集团、欧文斯科宁、重庆国际、PPG、泰山玻纤和Johns Manville，六大厂商产能占到全球的约70%。

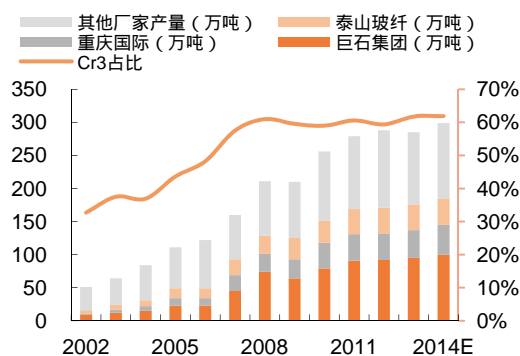
国内玻纤供给分布也呈高度集中状态。行业中的浙江巨石、重庆国际、山东泰山三大龙头企业，总产量占到国内全行业总产量的62%，成为我国重要的玻纤工业基地，跻身为国际市场上最具实力的竞争者，从而改变了我国玻纤工业众多小型玻纤厂占主导地位的局面，完成我国玻纤工业结构的一大转变。

图表55 全球玻纤供给集中度很高



资料来源：JEC、平安证券研究所

图表56 国内玻纤供给三巨头垄断



资料来源：JEC、平安证券研究所

4.2 产能扩张有限，冷修压缩实际产能，全球玻纤供给增速放缓

■ 全球新增产能集中在中国，增量有限

自2011年下半年以来，国际国内市场形势持续低迷，企业库存增加，产品价格下滑，行业产能过剩局面快速显现，经过两年持续亏损之后，全球新增产能有限。2014年，国外玻纤厂商基本没有扩产

计划，国内玻纤三大巨头巨石集团、重庆国际和泰山玻纤以冷修技改为主，新增产能有限，九鼎新材、四川威玻、台嘉等规模较小厂商均有扩产计划，总扩张产能为 20 万吨左右。

图表57 2014年国内新增产能统计

公司	项目	进展情况
九鼎新材	年产 5 万吨高性能 HME 玻纤池窑拉丝生产线项目	项目处于建设过程中，预计 2014 年下半年投产
	年产 2 万吨高性能玻纤池窑拉丝生产线项目	已完工，14 年 4 月份点火投产
台嘉	1.6 亿平方米微电子用玻璃纤维布生产项目	14 年 7 月份开始试生产
山西长治永瑞玻纤	年产 8 万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线项目	12 年 11 月奠基，14 年 6 月份点火投产
泰山玻纤	年产 16 万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线二期 8 万吨项目	14 年 3 月份通过初步设计评审

资料来源：Wind、平安证券研究所

■ 行业准入门槛提高，落后产能淘汰步伐加快

2010 年国务院出台《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》确定新材料为我国七大战略性新兴产业之一。在 2011 年发改委制定的《产业结构调整指导目录（2011 年本）》中，明确提出无碱池窑技术为鼓励类，坩埚生产工艺为淘汰类。2011 年初，《玻璃纤维行业“十二五”发展规划》正式启动，确定了行业的战略性任务：全行业进行结构大调整，深化制品加工，强化自主创新能力，实施走出去战略。2011 年底在《建材工业“十二五”发展规划》的蓝图中，玻璃纤维首次与水泥、平板玻璃、建筑卫生陶瓷、新型墙体材料一同，成为建材产业的五大产业之一，成为转型升级的重点行业。2012 年 10 月，《玻璃纤维行业准入条件（2012 年修订）》正式实施。11 月，《玻璃纤维行业准入公告管理暂行办法》正式颁布。各类政策法规支持将引导我国玻纤行业走向成熟发展阶段。

图表58 我国玻纤行业主要产业政策



资料来源：Wind、平安证券研究所

2011 年以来，玻纤行业产能过剩明显，国家工信部 2012 年颁布实施了新的《玻璃纤维行业准入条件》，从生产企业布局、工艺与装备、能源消耗、环境保护和产品质量等五个方面提出了准入条件。这一方面将会在未来几年大量淘汰代铂炉和陶土坩埚等落后工艺的产能，全行业落后产能有 30 万吨左右；另一方面将迫使中小企业加大技术改造投入。2014 年 1 月 7 日，巨石集团、泰山玻纤、重庆国际、江苏九鼎、四川玻纤等 30 家符合准入条件的玻纤企业进入第一批公示名单。

图表59 玻璃纤维行业准入门槛提高

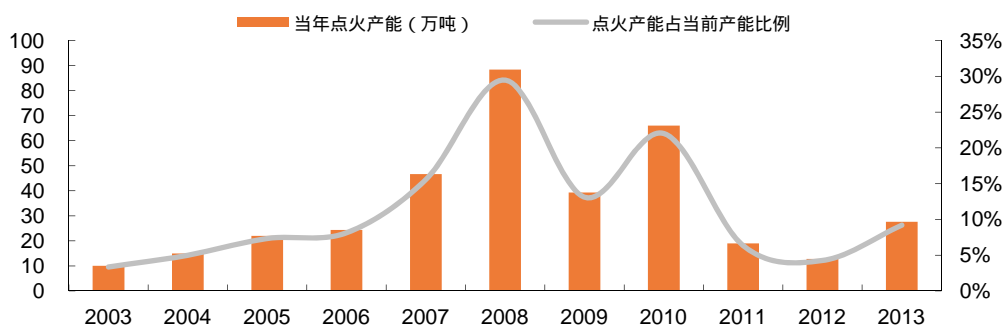
工艺与装备	新建无碱玻璃纤维池窑法粗纱拉丝生产线（单丝直径>9微米）单窑规模应达到 50000 吨/年及以上
	新建细纱拉丝生产线（单丝直径 9 微米）单窑规模应达到 30000 吨/年及以上
	严禁新建和扩建中碱玻璃纤维池窑法拉丝生产线和无碱、中碱代铂坩埚拉丝生产线
	新建玻璃纤维池窑法拉丝生产线要采用纯氧燃烧、电助熔、物流自动化、废气余热利用等先进工艺和装备
	新建玻璃纤维代铂坩埚法拉丝生产线要采用分拉或大卷装先进工艺和装备
	禁止新建、扩建无碱及中碱玻璃球生产线
能源消耗	新建或改扩建玻璃纤维池窑法拉丝生产线单位综合能耗粗纱 0.55 吨标煤/吨纱，单丝直径 4 至 9 微米的细纱 0.75 吨标煤/吨纱
	新建高性能或特种玻璃纤维代铂坩埚法拉丝生产线单位综合能耗 0.37 吨标煤/吨纱（不含玻璃球生产环节能耗）
	玻璃球窑必须采用先进的窑炉熔制工艺和保温节能技术，无碱玻璃球窑单位综合能耗 0.4 吨标煤/吨球。中碱玻璃球窑单位综合能耗 0.3 吨标煤/吨球
环境保护	玻璃纤维生产企业大气污染物排放必须符合其所在地相关环境标准的要求；生产中浸润剂废液、冷却水须经回收处理后综合利用；生产加工过程产生的废丝均应采取回收利用，不得采用填埋方式进行消纳

资料来源：Wind、平安证券研究所

■ 冷修压缩 2013~2016 年玻纤实际产能

玻纤行业是周期性行业中产能过剩较明显的行业。今年行业供给端产能进入冷修高峰期，行业供给呈现相对收缩之势。2013 年底我国玻纤产能约为 340 万吨，2014 年新增产能大概为 18 万吨。我国现阶段玻纤产能主要集中在 2005-2008 年投产，当年点火产能分别为 22 万吨、24.4 万吨、46.7 万吨、88.4 万吨。玻纤池窑因为其耐火砖寿命一般在 8 年左右，到期后必须停窑冷修，冷修期大约 3~5 个月的时间。2005 年至 2008 年是玻纤产能密集投产的时段，2014 年开始将集中进入冷修期，预计 2014-2016 年因冷修减少的产能约为 10.2 万吨、19.5 万吨、36.8 万吨。未来三年，冷修引起的产能减少将呈扩大趋势。国外池窑也有冷修计划，规模在 15-20 万吨，很多是在 2014 年下半年进行。

图表60 点火产能集中在2005-2008年



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表61 我国主要玻纤企业检修计划

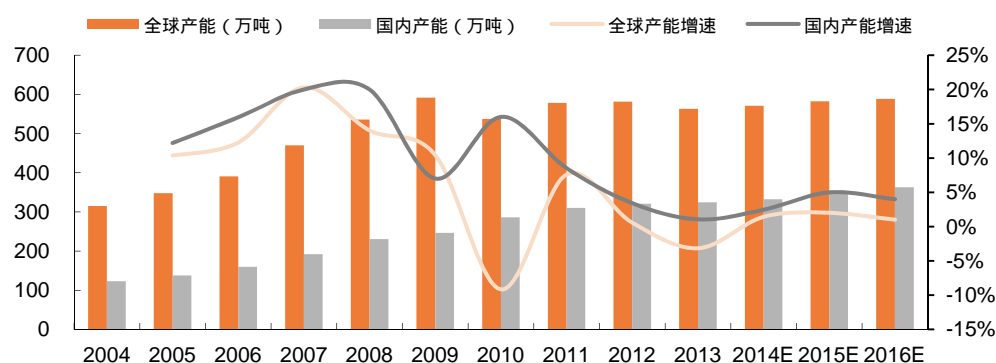
	项目名称	项目进度	项目收益情况
巨石集团	桐乡基地年产 6 万吨无碱池窑拉丝生产线窑炉冷修技改	2012 年 11 月开工, 2013 年 3 月完工	完工
	巨石集团成都有限公司年产 6 万吨中碱玻纤池窑拉丝生产线改造	2013 年 3 月开工, 2014 上半年完工	完工
	巨石集团成都有限公司年产 5 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线技术改造项目	2013 年 8 月开工, 2013 年 12 月点火试运行	完工
	巨石集团有限公司年产 12 万吨无碱池窑拉丝生产线节能技改项目	2013 年底开展前期准备工作, 2014 年 7 月完工	完工
	巨石集团有限公司年产 12 万吨池窑拉丝生产线节能技改项目	计划于 2014 年 5 月开始建设, 预计 2014 年 10 月完成	建设中
云天化	珠海富华复合材料有限公司的股权收购及年产 30,000 吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线技术改造项目	项目进度 63.10%	整个行业上下游企业均开工率不足, 盈利能力受到影响, 公司为有效防范风险, 主动停止项目建设

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

### ■ 全球玻纤供给增速放缓

全球玻纤产能经历上一轮 2007~2009 年的扩产高峰, 从 2012 年开始增速逐步减缓, 全球玻纤 2013 年产能约为 560 万吨, 同比减少 3%, 供给略有收缩。未来全球新增产能主要集中在国内, 考虑到新增产能有限、淘汰落后产能以及冷修压缩未来的实际产能, 预计全球玻纤产能的增速继续放缓, 增速在 0~3% 之间; 其中, 国内产能增速预计在 3~6% 之间。

图表62 玻纤未来产能增速放缓



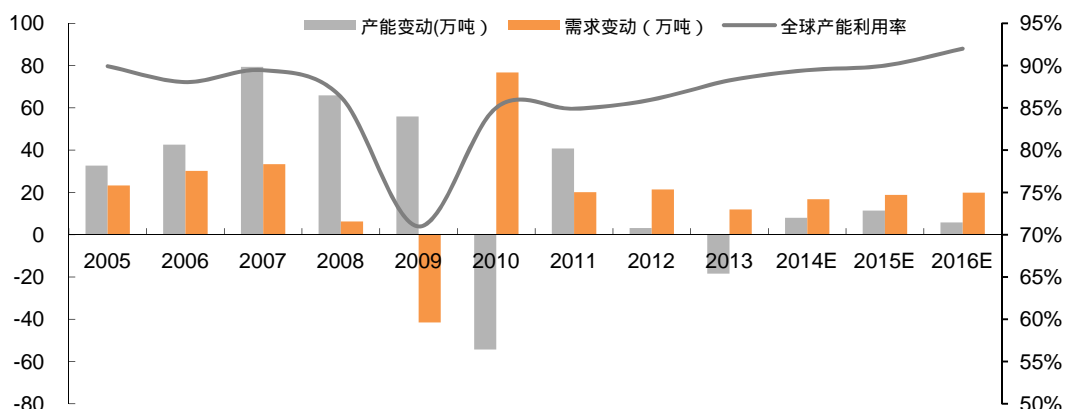
资料来源: Wind、平安证券研究所

## 五、供需偏紧，价格上涨，玻纤行业复苏趋势确认

综合供给和需求来看, 全球玻纤供给持续收缩, 需求确定增长, 预计 2015 年全球玻纤产能利用率将突破 90%, 行业复苏趋势确认。此外, 由于新增产能较少, 各大厂之间协同性增强, 此次复苏周期相对较长。2014 年以来国内玻纤处于去库存阶段, 各生厂商陆续提价, 2014 年年初至今部分玻纤产品价格最高上涨了 10% 左右, 但目前价格仍位于玻纤历史平均水平以下, 长期来看, 供需偏紧趋势下价格仍有上涨空间。

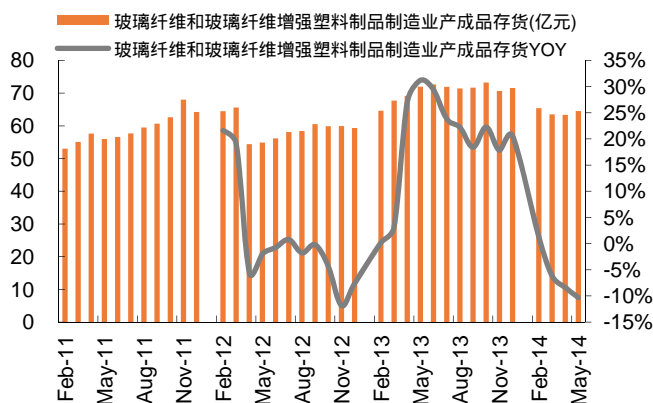


图表63 全球玻纤供需趋紧，开工率紧缩



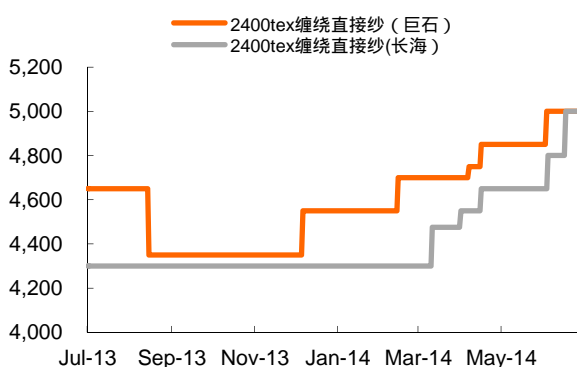
资料来源：Bloomberg、平安证券研究所

图表64 2014年以来玻纤处于去库存阶段



资料来源：Bloomberg、平安证券研究所

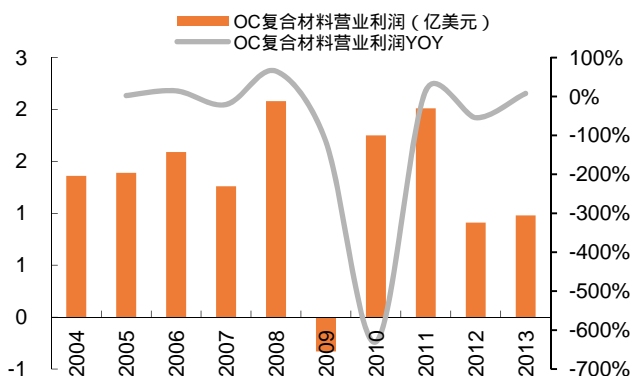
图表65 2014年以来玻纤价格持续上涨



资料来源：卓创资讯、平安证券研究所

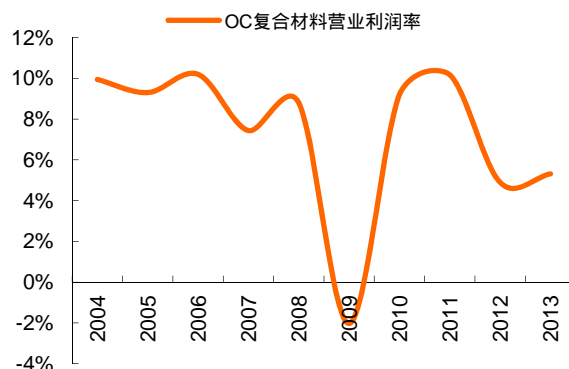
行业的复苏在国际玻纤巨头欧文斯科宁（OC）2013年的复合材料业绩中也得到了体现。经历了两年的持续下跌后，OC复合材料营业利润率在2013年重回正增长，同比提高0.42个百分点。在营业利润率的推动下，2013年OC复合材料实现营业利润0.98亿美元，同比增长7.69%。

图表66 2013年OC复合材料营业利润同比增长7.69%



资料来源：Bloomberg、平安证券研究所

图表67 2013年OC复合材料营业利润率同比提高0.42个百分点



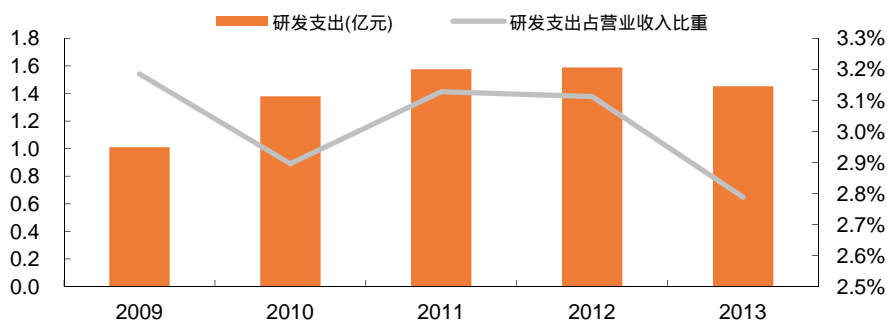
资料来源：Bloomberg、平安证券研究所

## 六、公司经营分析

### 6.1 支持研发，持续开发新产品

公司注重研发投入，2013年公司研发支出为1.45亿元，在营业收入中占比2.79%，与2012年相比略有下降。公司技术中心已被国家有关部委联合认定为国家级企业技术中心，拥有一批具有自主知识产权并达到世界一流水平的核心技术，公司自主研发的高性能玻璃纤维配方E6以及Vipro系列产品，在行业内处于领先地位。截至2013年底，公司有效专利累计291件，其中发明专利35件。

图表68 研发支出占营业收入的比重维持在2.7~3.2%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表69 公司已经或正在开发的新产品

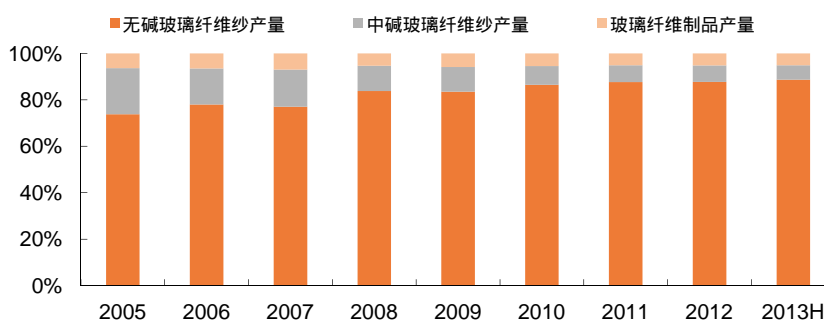
复合纤维	公司的复合纤维项目已完成了产品鉴定和验收，产品进入批量稳定生产阶段并得到了国外行业代表性客户的认可。公司成为继 Twintex 之后，全球第二家具有独立知识产权并实现大规模生产复合纤维的制造商。
高性能风电用纱	为适应风电市场发展，公司短期内开发出了适用于该领域的高性能风电用纱，并通过了西门子公司公司的疲劳测试认证，大批量投放市场。
石油高压管用纱	2013 年，公司新推出的石油高压管用纱产品凭借在工艺性能、1200 小时长期测试等方面的优异表现，通过了世界著名高压管道生产商 Ameron 的全面认证，正式进军世界高端管道领域。
环氧管道短切用纱	专门为希望管道开发环氧管道短切用纱，通过浸润剂体系的创新，在力学性能上，较之前的通用型体系有 15% 以上的提升。性能已经得到希望管道的全面认可。此外，该产品还可以用于风能织物表面用纱，已经通过西门子客户认可并实现批量供应。
CFRT 工艺用纱	CFRT 作为一种新型的复合材料成型工艺，发展前景广阔，公司专门针对这个应用开发了新产品。该产品分散性、耐磨性好，品质均得到了国内代表性客户的认可，并开始批量采购。

资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 6.2 调整产品结构，降低中碱玻纤纱比重

公司主要生产无碱玻璃纤维纱、中碱玻璃纤维纱和玻璃纤维制品等三大类共近 300 种规格产品。无碱玻璃纤维纱是巨石集团最主要的产品，所占比重持续提升；近年来中碱玻璃纤维纱的产量在逐步降低，公司在主动调整产品结构，降低中碱玻璃纤维纱的比重；公司通过生产延伸和深加工，进入毡、布等玻璃纤维制品领域，玻纤制品所占比重基本保持稳定。

图表70 中碱玻璃纤维纱的产量占比逐渐缩小



资料来源：Bloomberg、平安证券研究所

## 6.3 销售布局全球，生产走向海外

在全球经济一体化进程加快，国际竞争日趋激烈的背景下，公司提出“先建市场、后建工厂”的全球化发展战略。加大开发南美、北非、俄罗斯及澳洲等新兴市场的力度；通过设立海外公司或授权独家代理，稳定管道、造船、卫浴等传统行业市场份额，进一步拓展风能、汽车等市场；适时筹备境外生产线的建设，提升产品竞争力，分散贸易壁垒风险，增加收益。

### ■ 建立全球营销网络

公司目前国内销售的主要方式是直接销售为主，少量的代理为辅。巨石集团在国内市场的销售主要通过巨石集团本部国内销售公司直接与客户沟通销售的方式开展业务来往，国内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）以面向不同地域中的各个专业化市场。

公司的国外销售主要是销售子公司、经销商、直销三种方式相结合。公司目前在海外的销售子公司已达 16 家，即：巨石香港、巨石南非、巨石韩国、巨石印度、巨石意大利、巨石加拿大、巨石新加坡、巨石法国、巨石西班牙、南非华夏实业、里程香港、巨石日本、巨石香港复合材料和巨石美国等。这 16 家公司遍布亚洲、美洲、欧洲、非洲，在公司国际化营销网络的建设过程中扮演了重要的角色。公司在德国等地拥有独家经销商。未来几年公司还将考虑在中东、土耳其、澳大利亚等国家和地区设立贸易型公司，使销售网络不断完善。

图表71 公司的全球营销网络



资料来源：公司网站、平安证券研究所

#### ■ 建设海外生产基地

针对国际贸易保护主义抬头，公司遭遇国际贸易摩擦的风险加大，以及国内劳动力、税收等成本优势减弱，原材料、能源紧缺的矛盾逐渐凸显的不利形势，公司加快产业布局国际化的步伐，积极实施海外生产基地的建设。首先，这是彻底解决贸易保护主义的最好办法；其次，在国内各种资源日益短缺的情况下，海外生产基地能够充分利用国外丰富的能源和资源优势；再次，公司还可以享受国外低税收、主要工业国家双边贸易免税等优惠政策。

图表72 中国玻纤海外生产基地布局

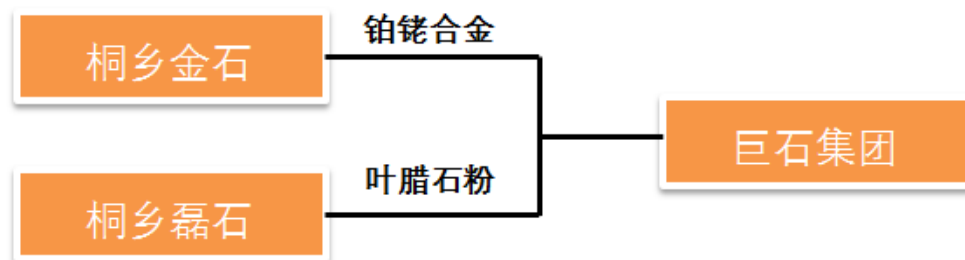
项目	备注
巨石埃及玻璃纤维股份有限公司玻纤市场建设年产 8 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线项目	2012 年 1 月开工，2013 年 11 月点火试运行
巨石美国玻璃纤维有限公司建设年产 10 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线	目前处于前期准备阶段，尚未正式开工

资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 6.4 收购兼并，完善公司产业链

公司于 2013 年 8 月收购桐乡金石贵金属设备有限公司和桐乡磊石微粉有限公司为全资子公司。桐乡金石主要生产、销售制造玻纤纱所用的专用铂铑设备，同时，桐乡金石回收废旧金属漏板和池窑托砖，提炼、回收其中的铂铑合金；桐乡磊石主要经营叶腊石粉的生产与销售。主要产品为叶腊石高铝粉和低铝粉，产品全部供应巨石集团桐乡生产基地。此次收购为公司持续发展提供关键设备技术保障、资源保障。

图表73 桐乡金石和桐乡磊石为公司提供原材料



资料来源：公司公告、平安证券研究所

铂金漏板是玻璃纤维生产的关键设备之一。目前，全球主要玻纤企业均采取自主设计、自主加工的方式进行漏板加工。公司收购桐乡金石后，可借助桐乡金石在漏板加工技术、规模、装备等方面的领先优势，为玻纤产品的连续生产提供保障，形成原料、生产、装备的完整产业链，并保证漏板设计和加工的核心技术不被泄露。

叶腊石是公司生产玻纤最主要的原料，桐乡磊石系全球最大的专业生产玻纤专用叶腊石粉的公司，拥有先进的工艺装备、完善的公司管理，以及大规模生产的能力。公司收购桐乡磊石在保证降低叶腊石粉生产成本、保证品质、确保供货及时的同时，可确保叶腊石的粉料配方专有技术不被泄露。桐乡磊石也将针对公司的需求，专业研发特殊规格的叶腊石粉品种，对公司新产品的研发具有重要的支持和推动作用，使公司有效掌控叶腊石资源，为公司可持续发展提供资源保障。

## 6.5 公司 EPS 的价格弹性大，尽享玻纤景气上行

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，我们对公司 2015 年的 EPS 和玻纤价格及销量的变动进行了敏感性分析：

图表74 EPS对玻纤销量/价格的敏感性分析（2015年）（销量：万吨；价格：元/吨）

销量/价格	5700	5800	5900	6000	6100	6200	6300	6400	6500
81	0.34	0.40	0.46	0.52	0.58	0.63	0.69	0.75	0.81
86	0.38	0.44	0.50	0.57	0.63	0.69	0.75	0.81	0.87
91	0.42	0.48	0.55	0.61	0.68	0.74	0.81	0.88	0.94
96	0.45	0.52	0.59	0.66	0.73	0.80	0.87	0.94	1.01
101	0.49	0.56	0.64	0.71	0.78	0.86	0.93	1.00	1.07
106	0.53	0.61	0.68	0.76	0.84	0.91	0.99	1.06	1.14
111	0.57	0.65	0.73	0.81	0.89	0.97	1.05	1.13	1.21
116	0.61	0.69	0.77	0.86	0.94	1.02	1.11	1.19	1.27
121	0.64	0.73	0.82	0.90	0.99	1.08	1.16	1.25	1.34

资料来源：平安证券研究所

固定销量为 101 万吨，我们对 EPS 和公司玻纤价格做弹性分析，得出 EPS 的价格弹性为 5.65，也就是说，公司 EPS 的变动是玻纤价格变动的 5.65 倍，玻纤价格的上升是撬动公司盈利的强力杠杆，公司可尽享行业景气。

图表75 假设销量为101万吨时的弹性分析（2015年）

玻纤价格（元/吨）	价格波动	EPS	EPS 变动	弹性
5700	-6.56%	0.49	-37.08%	5.65
5800	-4.92%	0.56	-27.81%	5.65
5900	-3.28%	0.64	-18.54%	5.65
6000	-1.64%	0.71	-9.27%	5.65
6100	0.00%	0.78	0.00%	0.00
6200	1.64%	0.86	9.27%	5.65
6300	3.28%	0.93	18.54%	5.65
6400	4.92%	1.00	27.81%	5.65
6500	6.56%	1.07	37.08%	5.65

资料来源：平安证券研究所

## 七、盈利预测与投资评级

玻纤行业全球新增供给有限，冷修集中到期影响实际产能，国外需求逐步复苏，国内需求受益下游风电与交通领域回暖恢复快速增长，目前玻纤行业开工率超过 90%，企业库存快速下降，行业步入提价周期，中国玻纤坐拥规模与原材料成本优势，尽享玻纤行业景气，玻纤价格每提升 100 元/吨，增厚公司 EPS 为 0.08 元。

### 核心假设：

- 1、叶腊石、天然气价格维持目前水平；
- 2、公司主要产品玻纤及制品2014~2016年销量、营业收入、毛利率相关假设见图表76；
- 3、公司2014~2016年所得税率维持24%左右水平；
- 4、公司三项费率与最近3年平均水平相当；

基于上述假设，我们预测公司 2014~2016 年摊薄后 EPS 分别 0.51 元、0.78 元、0.97 元，8 月 1 日收盘价对动态 PE 分别为 17.4、11.3 和 9.1 倍左右。公司作为玻纤行业全球领军企业，技术、规模、成本优势显著，受益供需改善，玻纤行业步入长周期景气上行通道，未来持续提价可能性较大，公司盈利向上弹性空间巨大，业绩与估值存在向上“戴维斯双击”可能，我们首次给予公司“推荐”投资评级。

图表76 公司主要产品未来三年盈利预测假设

产品	盈利假设	2014	2015	2016
玻纤及制品	销量（万吨）	90	101	103
	单吨售价（元）	5850	6100	6300
	单吨成本（元）	3900	4000	4050
	营业收入（万元）	526500	616100	648900
	毛利率	33.33%	34.43%	35.71%

资料来源：平安证券研究所

图表77 公司主要产品未来三年盈利预测假设

产品	盈利假设	2014	2015	2016
玻纤及制品	销量(万吨)	90	101	103
	单吨售价(元)	5850	6100	6300
	单吨成本(元)	3900	4000	4050
	营业收入(万元)	526500	616100	648900
	毛利率	33.33%	34.43%	35.71%

资料来源：平安证券研究所

## 八、风险提示

- 1、上游原材料价格大幅波动风险；
- 2、国内外宏观经济增速大幅下滑风险；
- 3、海外市场拓展进度低于预期风险。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
流动资产	6432	6518	8145	9714	
现金	2061	2061	2612	3893	
应收账款	1478	1463	1942	2064	
其他应收款	97	112	131	139	
预付账款	288	306	351	364	
存货	1627	1733	1988	2062	
其他流动资产	880	844	1121	1192	
非流动资产	12798	12046	11219	10360	
长期投资	76	85	83	82	
固定资产	9591	9905	9596	8975	
无形资产	397	441	485	529	
其他非流动资产	2733	1616	1055	773	
资产总计	19230	18565	19364	20074	
流动负债	9298	8462	8476	8526	
短期借款	5850	5154	4800	4800	
应付账款	773	645	942	977	
其他流动负债	2675	2663	2734	2749	
非流动负债	6144	5923	6143	6143	
长期借款	4674	4674	4674	4674	
其他非流动负债	1470	1249	1469	1469	
负债合计	15442	14386	14619	14669	
少数股东权益	83	103	134	173	
股本	873	873	873	873	
资本公积	1239	1239	1239	1239	
留存收益	1658	1998	2537	3160	
归属母公司股东权益	3705	4076	4611	5232	
负债和股东权益	19230	18565	19364	20074	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
经营活动现金流	1426	1686	1460	2087	
净利润	334	465	714	884	
折旧摊销	723	826	892	925	
财务费用	659	670	613	583	
投资损失	-68	-68	-68	-68	
营运资金变动	-270	-172	-687	-235	
其他经营现金流	48	-36	-4	-2	
投资活动现金流	-1507	-11	-0	-2	
资本支出	1315	0	0	0	
长期投资	53	9	-2	-1	
其他投资现金流	-139	-2	-2	-2	
筹资活动现金流	271	-1675	-908	-806	
短期借款	400	-696	-354	0	
长期借款	735	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-121	0	0	0	
其他筹资现金流	-743	-979	-554	-806	
现金净增加额	59	-0	551	1280	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
营业收入	5210	5626	6595	7009	
营业成本	3575	3796	4355	4518	
营业税金及附加	48	53	62	66	
营业费用	173	169	198	210	
管理费用	505	523	613	652	
财务费用	659	670	613	583	
资产减值损失	19	10	19	19	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	68	68	68	68	
营业利润	298	473	803	1029	
营业外收入	149	149	149	149	
营业外支出	5	5	5	5	
利润总额	443	617	948	1174	
所得税	109	152	234	289	
净利润	334	465	714	884	
少数股东损益	14	20	31	38	
归属母公司净利润	319	445	683	846	
EBITDA	1680	1969	2308	2537	
EPS (元)	0.37	0.51	0.78	0.97	

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
成长能力					
营业收入(%)	2.09	8.00	17.21	6.29	
营业利润(%)	-1.42	58.76	69.83	28.18	
归属母公司股东权益(%)	16.39	39.43	53.49	23.89	
获利能力					
毛利率(%)	33.68	31.37	32.53	33.96	
净利率(%)	5.37	6.13	7.91	10.36	
ROE(%)	7.54	8.61	10.92	14.81	
ROIC(%)	5.60	5.09	6.31	7.89	
偿债能力					
资产负债率(%)	80.30	77.49	75.50	73.08	
净负债比率(%)	72.93	73.44	69.85	69.61	
流动比率	0.69	0.77	0.96	1.14	
速动比率	0.52	0.57	0.73	0.90	
营运能力					
总资产周转率	0.28	0.30	0.35	0.36	
应收账款周转率	3	4	4	3	
应付账款周转率	4.44	5.35	5.49	4.71	
每股指标(元)					
每股收益	0.37	0.51	0.78	0.97	
每股经营现金流	1.63	1.93	1.67	2.39	
每股净资产	4.25	4.67	5.28	6.00	
估值比率					
P/E	24.20	17.36	11.31	9.13	
P/B	2.08	1.89	1.67	1.48	
EV/EBITDA	11	9	8	7	



## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

# 中国平安 PINGAN

## 平安证券综合研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼

邮编：518048

传真：( 0755 ) 82449257

### 北京

北京市西城区金融大街 23 号平安大厦  
6 楼 601 楼

邮编：100031

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金  
融大厦 25 楼

邮编：200041

传真：021-33830395