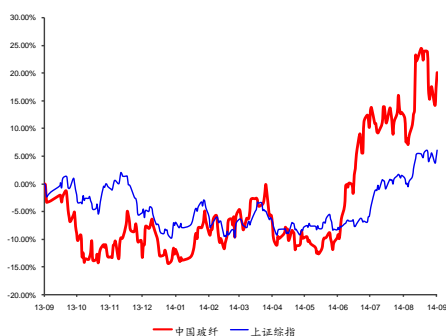


2014年9月30日

中国玻纤（600176.SH）深度报告

评级：强烈推荐
最近 52 周走势：

主要数据：
当前股价/元 9.78
总股本/百万股 873
流通股/百万股 873
PE/倍 23.1
报告作者：
分析师：皮斌
执业证书编号：S0590514040001
联系人：
马群星石亮
电话：0510-82833337
Email：maqx@glsc.com.cn
独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

- **产能高度集中的玻纤行业洗牌完成，进入产品提价循环周期。** 2013 年玻纤全球产量约 550 万吨，产能前六位厂家出货量占比 72.3%，呈现高度集中，且未来三年内并无规模化产能扩充。国内前三位厂家占国内产量 70% 以上，其中中国玻纤占比近 38%。
- **全球下游需求回暖景气，有力支持玻纤量价齐升。** 预测未来五年内，玻纤在复合材料市场中的总用量预计将以 6.9% 的复合年均增长率增长，到 2015 年玻纤市场将达到 70 亿美元。
- **上游原料价格稳定，供应链稳定可靠。** 关键原料叶蜡石处浙江和福建，属于战略资源，中国玻纤通过巨石集团参股和控股上游矿山，价格稳锁定，确保成本和供应链可靠。
- **高门槛壁垒阻挡潜在进入者。** 玻纤行业三重壁垒，技术工艺、资金投入和政策核准有效抵制了新的潜在进入者。
- **给予“强烈推荐”评级。** 预计 2014 全年盈利大幅度回升。经过测算，公司 2014-2016 年每股 EPS 为 0.62、0.90、1.03 元，给予 15 倍 PE，目标价格 13.5 元。不排除后期中国玻纤继续提高产品价格，进一步强化支持盈利。
- **风险因素：**（1）国内竞争，玻纤价格快速下降；（2）国内需求重度衰退；（3）海外反倾销。

单位: 百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
玻纤销售量 万吨		86	105	110	115
营业收入	5103.08	5209.64	6532.72	6981.44	7330.51
YOY (%)	1.28%	2.09%	25.40%	6.87%	5.00%
归属母公司股东净利润	274.18	319.13	543.16	784.25	894.35
YOY (%)	-6.20%	16.39%	70.20%	44.39%	14.04%
每股收益 (EPS)	0.314	0.366	0.622	0.899	1.025

目录

目录	2
图表目录	3
1、中国玻纤—全球第二大玻纤专业厂商	4
1.1 中国玻纤的股权结构	4
1.2 中国玻纤基本资料	5
1.3 营收收入和利润相对稳定	6
2、玻纤产业链	6
2.1 玻纤产品说明	6
2.1 玻纤生产工艺	8
2.3 玻纤下游应用广泛、需求空间大	10
2.4 玻纤上游原料	11
2.5 玻纤行业壁垒较高	12
2.6 玻纤行业全球竞争格局	13
3、玻纤行业迎来景气时光	14
3.1 下游需求好转	14
3.2 用户接受玻纤价格上涨	17
3.3 竞争对手退出或者无意价格战	18
3.4 新增产能有序	18
4、中国玻纤受益行业反转最为明显	19
5、盈利预测及估值	20
6、风险提示	21

图表目录

图表 1: 2014 年 9 月 1 日中国玻纤股权架构	4
图表 2: 中国玻纤主营收入来源	5
图表 3: 截止 2013 年巨石集团生产基地	5
图表 4: 截止 2013 年巨石集团办事处和分销渠道	5
图表 5: 中国玻纤营业收入和增速	6
图表 6: 中国玻纤净利润和增速	6
图表 7: 中国玻纤历年现金流量	6
图表 8: 中国玻纤三项费用占收入比	6
图表 9: 玻纤按照组成和性能分类	7
图表 10: 玻纤完整产业链	8
图表 11: 台湾玻纤拉丝工艺	9
图表 12: 国内玻纤产品种类及生产流程	9
图表 13: 玻纤应用领域	10
图表 14: 下游应用发展蓝图	11
图表 15: 全球玻纤 CR6 产能占比 68%	14
图表 16: 全球玻纤需求总量超 GDP	15
图表 17: 全球玻纤供需出现拐点	15
图表 18: 历年风电装机量增长	16
图表 19: 历年中国和全球汽车产量	16
图表 20: 2014 年玻纤及制品出口数量显著增长	16
图表 21: 巨石成都玻纤出厂价	17
图表 22: 重庆国际玻纤出厂价	17
图表 23: 化工材料行业反转判断	18
图表 24: 2012/2013 年玻纤厂家毛利比较	19
图表 25: 2400tex 缠绕直接纱成本结构	19
图表 26: 巨石单位产品能耗	20
图表 27: 中国玻纤盈利预测	21
图表 28: 行业公司估值比较	21

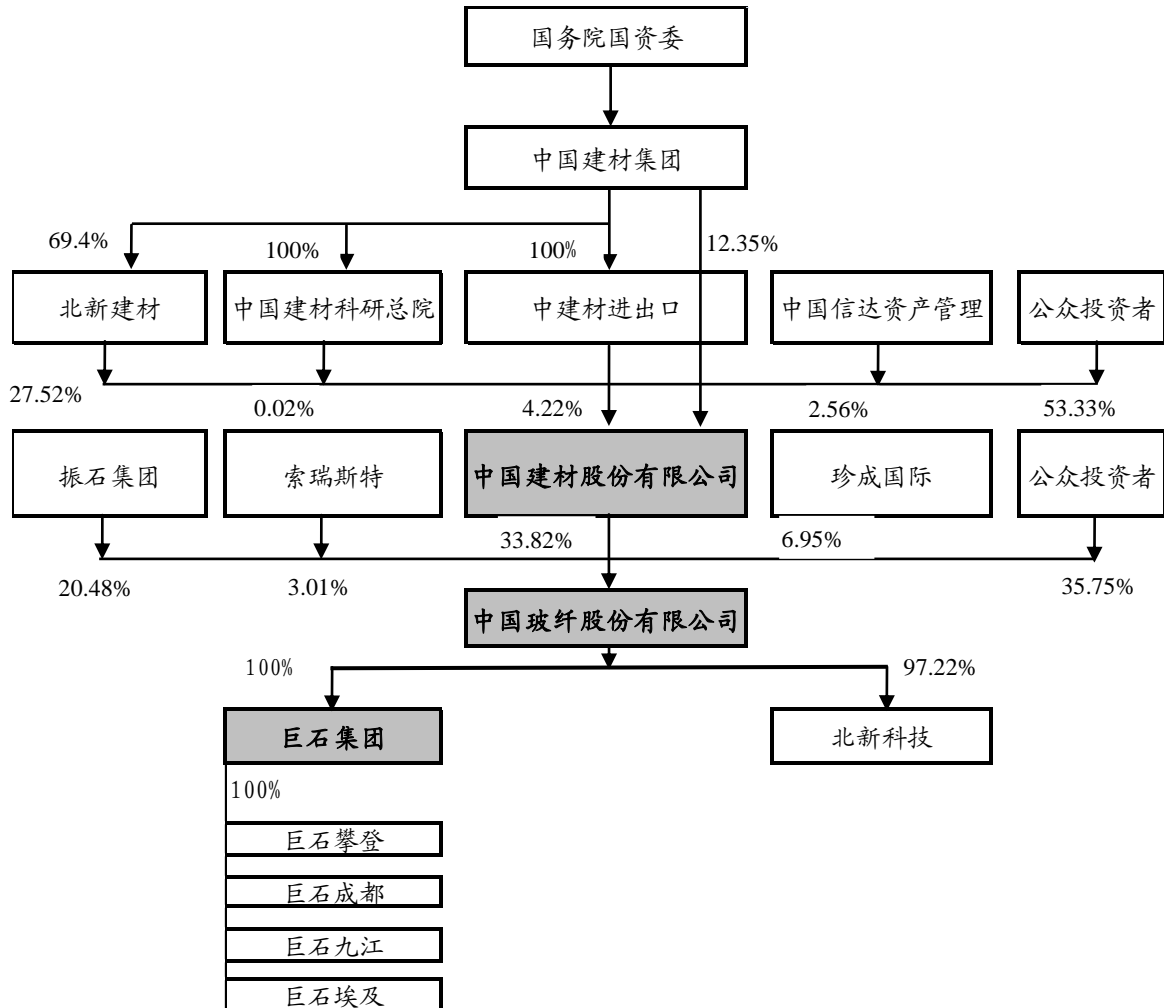
1、中国玻纤—全球第二大玻纤专业厂商

中国玻纤股份有限公司（以下简称“中国玻纤”），是中国建筑材料集团有限公司旗下专门从事玻璃纤维业务的核心企业。企业于1999年上市，截止2013年，已经发展成为产能全球第二，国内第一的玻纤生产企业。

1.1 中国玻纤的股权结构

中国玻纤实际控制人是中国建材集团，后者属于央企（控股股东是中国建材集团，实际控制人是国资委）。2011年8月，公司定向增发股份购买巨石集团有限公司49%股权，其中向中国建材集团定向发行36,227,582股，为公司控股股东。2014年7月，国务院国资委确认中国建筑材料集团成为发展混合所有制经济试点，董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理职权试点企业之一。

图表 1: 2014 年 9 月 1 日中国玻纤股权架构



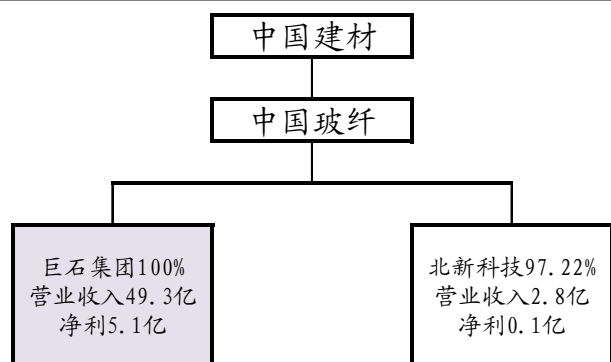
数据来源：公司公告国联证券研究所

1.2 中国玻纤基本资料

中国玻纤 95% 主营业务收入，97% 营业利润来自核心控股公司巨石集团，截止 2013 年末巨石集团为全球第二大玻纤专业厂商。

截止 2013 年，巨石集团拥有浙江桐乡、江西九江、四川成都三个大型生产基地，已建成玻璃纤维大型池窑拉丝生产线 13 条，玻纤纱名义年产能超过 94.5 万吨。巨石集团玻纤产品品种广泛、品类齐全，有 20 多个大类近 500 个规格品种，主要包括中碱和无碱玻璃纤维无捻粗纱、短切原丝、乳剂型及粉剂型短切毡、玻璃纤维无捻粗纱布等增强型玻纤产品。

图表 2: 中国玻纤主营收入来源



数据来源：公司年报国联证券研究所

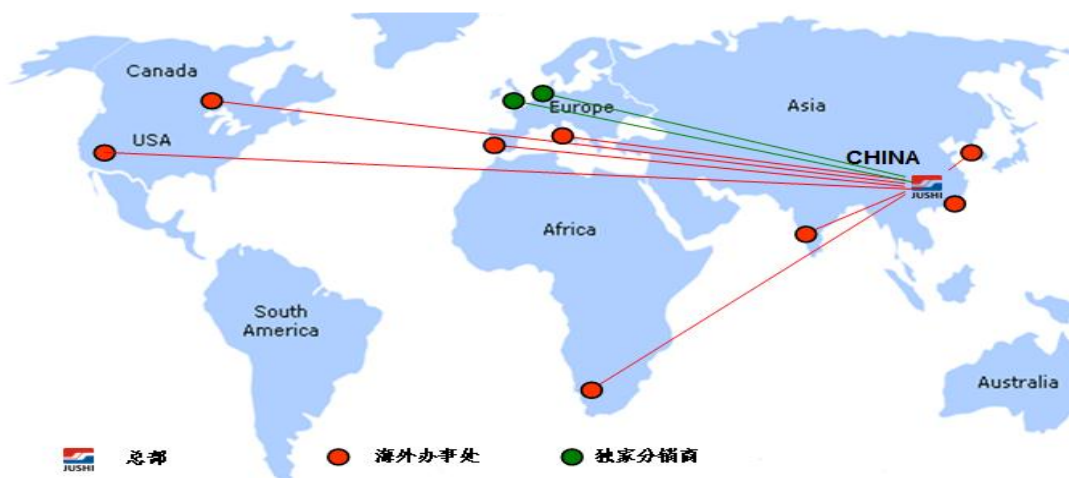
图表 3: 截止 2013 年巨石集团生产基地



数据来源：巨石集团介绍国联证券研究所

巨石集团设立了巨石南非、法国、意大利、加拿大、西班牙、印度、新加坡等 14 家生产和贸易型海外公司，已建立起布局合理的全球销售网络并与包括北美、中东、欧洲、东南亚、非洲在内的 80 多个国家和地区的客户建立了长期稳定的合作关系，客户中世界 500 强企业及行业龙头企业云集。

图表 4: 截止 2013 年巨石集团办事处和分销渠道

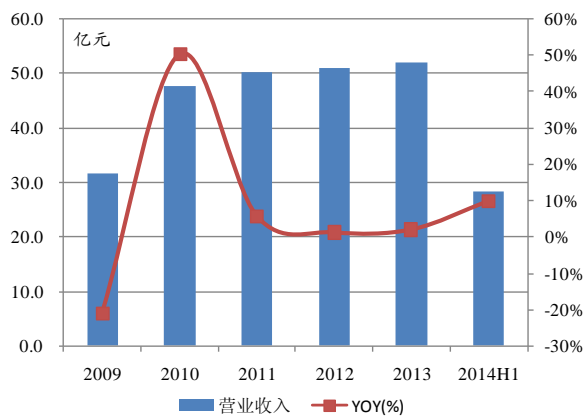


数据来源：巨石公司介绍国联证券研究所

1.3 营业收入和利润相对稳定

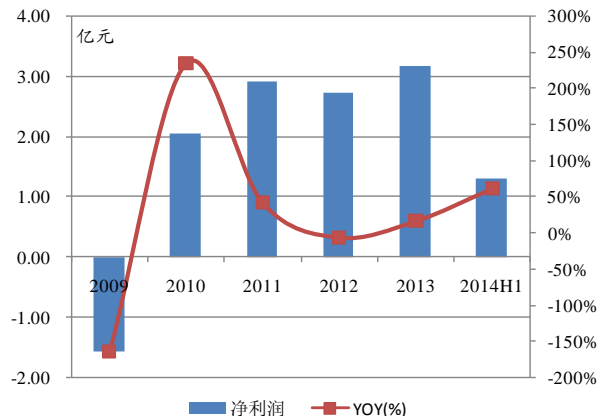
分析公司最近五年营业收入和利润表现，2009 年因受全球金融危机影响，遭受历史首次亏损，2010 和 2011 年快速恢复，2012 和 2013 收入小幅度波动，相对稳定。

图表 5: 中国玻纤营业收入和增速



数据来源: Wind 国联证券研究所

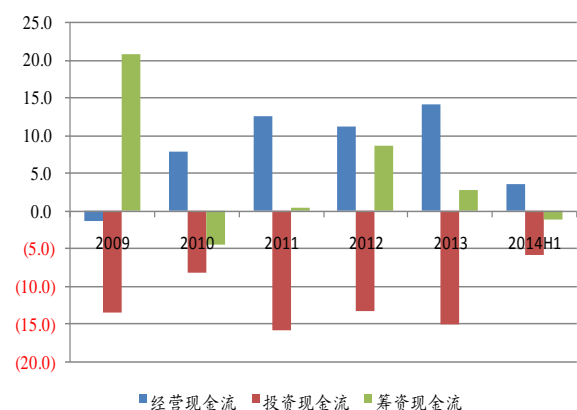
图表 6: 中国玻纤净利润和增速



数据来源: Wind 国联证券研究所

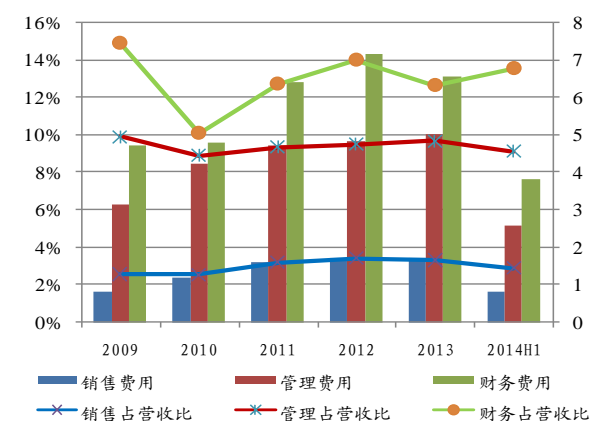
公司以往五年产能扩充，生产线改造活动比较活跃，投资现金流量一直保持在 5-20 亿，利用股权增发和企业债，加上自身经营现金流来维持财务平衡。因负债率 70% 以上，资金占用成本高，公司财务费用占营业收入比始终高于 10%，常年支出保持在 6 亿以上。预计 2014 年初公司埃及海外项目投产，届时一直保持稳定占比的管理和销售费用会有所上升。

图表 7: 中国玻纤历年现金流量



数据来源: Wind 国联证券研究所

图表 8: 中国玻纤三项费用占收入比



数据来源: Wind 国联证券研究所

2、玻纤产业链

2.1 玻纤产品说明

玻纤是一种人造无机纤维材料，其主要原料资源贮量大，容易低成本大规模

生产供给。它本身的表面积相当大，具有优越的比强度，还具有相当好的耐热性和物理化学稳定性，以及一定程度的功能可设计性，所以说它是不失为优良的功能材料和生态环境材料。可为营造节能、安全、舒适的居住环境出力。由于玻纤及其制品具有良好的防火、隔热、吸声、耐辐射、耐候、抗菌等特性，经过加工还有增强效果。

玻纤其主要成分为二氧化硅、氧化铝、氧化钙、氧化硼、氧化镁、氧化钠等，根据玻璃中碱含量的多少，可分为无碱玻璃纤维（氧化钠 0%~2%，属铝硼硅酸盐玻璃）、中碱玻璃纤维（氧化钠 8%~12%，属含硼或不含硼的钠钙硅酸盐玻璃）和高碱玻璃纤维（氧化钠 13%以上，属钠钙硅酸盐玻璃）。玻璃纤维按形态和长度，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、耐化学、高碱、中碱、高强度、高弹性模量和耐碱（抗碱）玻璃纤维等。产品种类主要分为五大类。

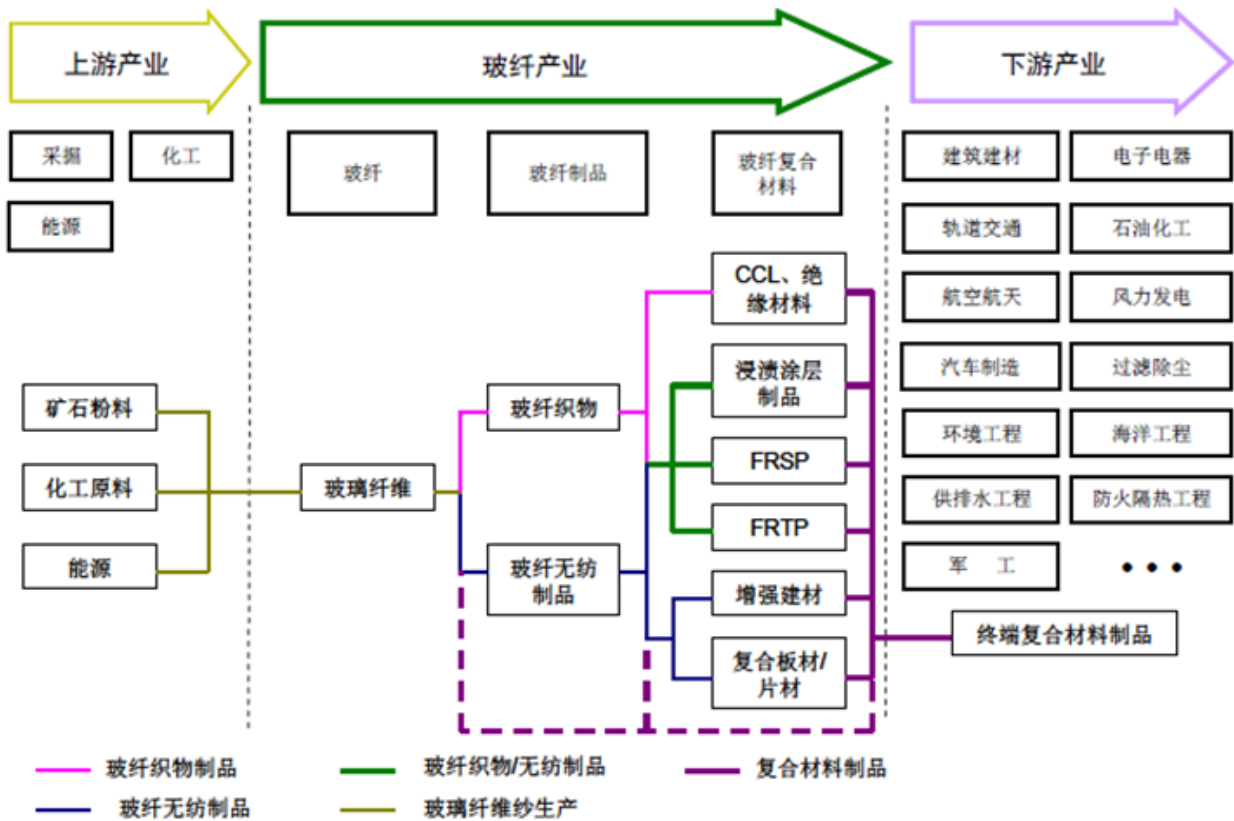
图表 9：玻纤按照组成和性能分类

玻纤归类	组成	性能	应用
E-玻纤（无碱）	Al-Ca-B-Si	高强，电绝缘性高，耐高温，不耐酸及强碱	玻璃钢增强材料，如风电叶片、管道和土工格栅等
C-玻纤（中碱）	Na-Ca-Si	高强，电绝缘性差，耐高温，耐酸	酸性过滤布及石油、化工管、罐等耐腐蚀场合
A-玻纤（高碱）	Na ₂ O-CaO-SiO ₂	强度低，耐酸性好，耐水性差	耐酸蓄电池隔板、电镀槽、酸雾过滤
S-玻纤（高强）	Al ₂ O ₃ -MgO-SiO ₂	拉伸强度比无碱玻纤高50%，但成本高5倍，疲劳极限高，电绝缘，耐高温	防弹衣、螺旋桨等军事领域
电子玻纤	主要SiO ₂ 、B ₂ O ₃	拉伸强度高，电绝缘性、尺寸稳定性、耐热和耐腐蚀性好	覆铜板等电子工业领域

数据来源：产业信息网国联证券研究所

以上优越性让玻纤获得了极大的广泛应用。玻纤产业已形成从玻纤、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，下游产业涉及建筑建材、电子电器、轨道交通、石油化工、汽车制造等传统工业领域及航空航天、风力发电、过滤除尘、环境工程、海洋工程等新兴领域。

图表 10: 玻纤完整产业链



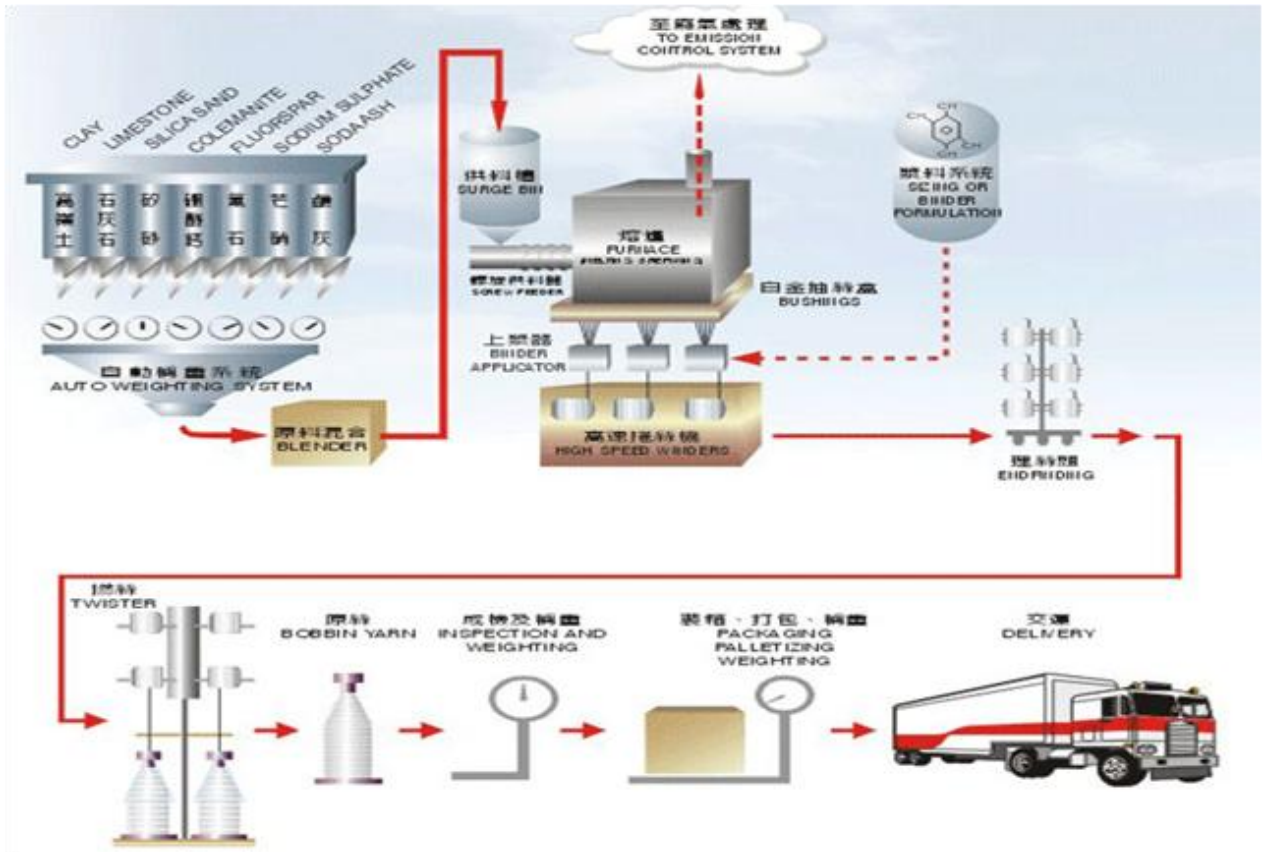
数据来源：长海股份招股书国联证券研究所

2.2 玻纤生产工艺

玻璃纤维生产工艺有两种：两次成型-坩埚拉丝法，一次成型-池窑拉丝法。坩埚拉丝法工艺繁多，先把玻璃原料高温熔制成玻璃球，然后将玻璃球二次熔化，高速拉丝制成玻璃纤维原丝。池窑拉丝生产玻纤技术是国际上比较先进的生产技术和工艺，该工艺简易，节能，生产效率高。池窑拉丝工艺流程是块状原料进厂，经过破碎粉碎、筛分成合格粉料，气力输送至大料仓。而后经称量、混合制成配合料，气力输送到窑头料仓，经螺旋投料机将配合料投入单元熔窑中熔化成玻璃液，熔好的玻璃液经单元熔窑熔化部流出后即进入主通路（或称澄清均化或调解通路）进行进一步澄清均化和温度调理，然后经过过渡通路（或称分配通路）和作业通路（或称成型通路），流至流液槽内，由多排多孔铂金楼板流出，形成纤维。再经冷却器冷却、单丝涂油器涂覆浸润剂后被高速旋转的拉丝机拉至卷绕成原丝饼或直接无捻粗纱纱筒。

对比坩埚拉丝工艺的浪费能源，单机产量低，产品质量差、生产成本低、不能满足各品种生产的要求，池窑拉丝法具有工艺简化，能耗降低、铂铑合金占用量小，玻璃熔质质量好，生产效率高、生产能力大、综合成本低及能满足各品种需要等一系列优越性。所以全世界 90% 以上产能已经采用池窑拉丝法，未来比例还会升高。

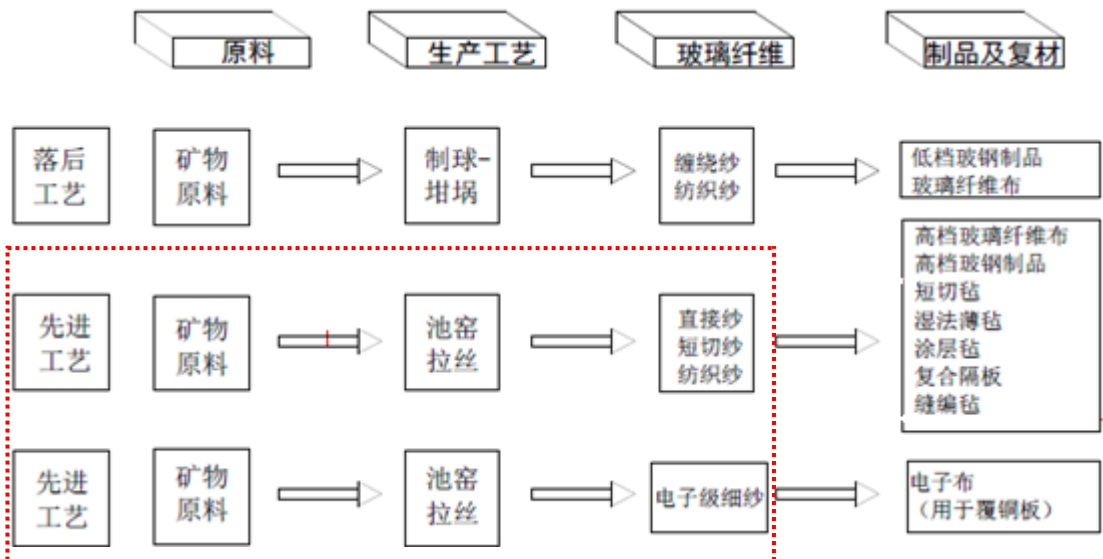
图表 11: 台湾玻纤拉丝工艺



数据来源：台湾富乔工业国联证券研究所

中国主要玻纤产品种类及生产工艺情况，红色虚线框架内为中国玻纤的产业聚焦点。

图表 12: 国内玻纤产品种类及生产流程



数据来源：长海股份招股书国联证券研究所

2.3 玻纤下游应用广泛、需求空间大

玻璃纤维作为最重要的复合材料增强基材，具有对传统材料非常好的替代性，随着市场经济的迅速发展，玻纤因其卓越特性，已经成为建筑、交通、电子、电气、化工、冶金、环境保护、国防等行业必不可少的原材料，发展空间巨大。在多个领域得到广泛应用，玻纤行业日益受到人们的重视，正逐渐成为一个朝阳产业。玻纤产品非常符合目前低碳经济的要求，随着低碳经济的流行，很多传统产品如汽车、航空、航天都在向轻型化发展，势必会减少密度大的金属材料的用量，加大玻纤复合材料的用量。玻纤下游可划分十大应用领域。

图表 13: 玻纤应用领域

潜力应用	五大应用领域	描述	传统应用	五大应用领域	描述
风能		作为无污染、可持续的能源之一。玻璃纤维具有优越的增强效果、重量轻等特点，是用于制造风能叶片和机罩的一种良好材料	消费品 商业设施		工业齿轮、工业用、民用气压缩、笔记本电脑、手机外壳、家用电器零部件
航空航天		玻纤具有玻纤复合材料所具有的重量轻，强度高，耐冲击及阻燃性好等特色能为航空航天领域提供了广泛的解决方案，包括小飞机机身、直升机外壳和旋翼桨叶、飞机次要结构部件、飞机发动机零件	汽车 复合材料		满足运输工具对质轻高强的要求，其在汽车领域的应用越来越广。包括保险杠、挡泥板、发动机盖板、卡车顶棚、汽车仪表盘、座椅、驾驶舱、装饰
游艇		玻璃纤维复合材料具有耐腐蚀性、重量轻、增强效果优越等特点，被广泛用于制造游艇船体、甲板等	基础设施		尺寸性好、增强性能优越，与钢铁、混凝土等材料相比重量轻、耐腐蚀等特点，使得玻璃纤维增强材料成为制造桥梁、码头、高速公路路面、栈桥、临水建筑、管道等的理想材料。
电子电气		运用主要是利用了玻纤的电绝缘性、耐腐蚀性等特点。各类电器罩壳电器原件与电部件等	化工化学		玻璃纤维复合材料巨头耐腐蚀性好、增强效果优越等特点，被广泛应用于化工领域，制造化工容器（如储罐）、防腐格栅等
运动休闲		玻纤制作复合材料具有重量轻、强度高、可设计自由度大、易加工成型、低摩擦系数、良好的耐疲劳性等特点，广泛制作体育器材	建筑		广泛用于制造多种建筑材料，如：增强混凝土、复合材料墙体、保温纱窗与装饰、FRP钢筋、卫浴、游泳池、顶棚、采光板、FRP瓦、门板、冷却塔等

数据来源：国联证券研究所整理

图表 14：下游应用发展蓝图

行业	2014-18年全球增长率	景气度	增长
风能叶片	10-30%	深蓝色	↑
航空航天、军事国防	5-10%	亮蓝色	
船艇	5-8%	浅蓝色	
电子电气	5-7%	淡蓝色	
运动休闲	5-7%	极淡蓝色	
消费品和商业设施	5-7%	极淡蓝色	
汽车	4-6%	淡青色	
基础设施	2-5%	黄色	
化工化学	2-4%	浅黄色	
建筑	2-3%	橙色	

数据来源：产业信息预测、国联证券研究所

预计未来玻纤除了获取上述行业的有机增长外，还能够凭借成本、轻质化、高强特性等综合优势在实际中加大创新应用，根据 OCV 对市场判断，2014-2018 年玻纤年需求增量为 6.9%，保守预测 2018 年全球总需求为 767 万吨。

预测中国的应用也恢复增长，2011 年末，工信部编制的《新材料产业“十二五”发展规划》预计到 2015 年，新材料产业规模将达到总产值 2 万亿元，年均增长超过 25%，同时将培育 20 个新材料销售收入超过 50 亿元的专业型骨干企业，建成若干主业突出、产业配套齐全、年产值超过 300 亿元的新材料产业基地和产业集群，从而进一步增强新材料对工业结构调整和升级换代的带动作用。

玻纤作为政府鼓励发展的高性能复合材料也将在国家政策规划的引导下进入发展的黄金期。无论是推进大飞机、高速列车、新能源汽车等重点工程，还是在发展新能源、节能环保、高端装备制造等战略性新兴产业领域，都需要具有优异性能的新型材料，高性能玻璃纤维产品在特种管罐、风力发电、造船等高端领域的应用，以及在城市管网升级、水利项目工程建设、海水淡化等领域的应用，都将带来整个玻纤行业的新增需求。

2.4 玻纤上游原料

生产玻璃纤维的主要上游原料分三部分：

第一部分：无机矿物材料

硼钙石、石英砂、氧化铝和叶蜡石、石灰石、白云石、硼酸、纯碱、芒硝、萤石磨碎玻璃纤维等，这部分中的硼钙石、叶蜡石、石英砂、萤石是制造玻纤的关键原料，属于战略资源，供应受制于上游矿藏资源，需要一定的战略布局，才

能保证价格的稳定和供应的可靠性。我国石英砂、硼钙石、叶腊石、石灰石等国内矿产资源非常丰富，如石英砂保有储量为 13.5 亿吨，叶腊石已探明储量 5,500 万吨，我国玻璃纤维行业的发展具备很大的资源优势

第二部分：化工树脂和乳液

各种牌号的环氧树脂、聚氨酯乳液、醋酸乙烯-乙烯共聚物、多元醇酸树脂、脲醛树脂、各类偶联剂和纤维素。这部分多数属于大宗化学品，预计供应价格稳中有降。

第三部分：化学品添加剂

这部分产品的品质稳定性比较关键，包括各类表面活性剂、催化剂、溶剂、润滑剂、润湿剂、粘结剂等，上游供应商包括全球著名厂商，执行长单，价格也比较稳定，预计维持不变。能源为煤、电、天然气，其中国内趋势为天然气价格稳中有涨，电力平稳，煤炭价格下调，处于五年低位，预计未来几年能源总体成本小幅上涨。

2.5 玻纤行业壁垒较高

玻纤行业属于技术、资金密集型行业具有较高的进入壁垒，行业三重壁垒，分别为技术壁垒、资金壁垒和政策壁垒。

(1) 技术壁垒玻纤行业是一个集玻璃熔制及成型、机械、高分子材料与工程、热工、化工、纺织、自动控制等工业技术以及流体力学理论、界面科学、晶体成核、结晶理论、聚合物理论等研究成果于一体的独立工业体系，是现代材料工业发展的重要成就之一，存在较高的技术壁垒。从玻纤生产技术来看：玻纤原本用于军工产品，改革开放初期，欧美等发达国家严禁向我国出口玻纤生产技术。我国通过自主研发，用了 15 年左右的时间，掌握了国际上最先进的玻纤池窑拉丝生产技术。作为核心技术之一的世界最先进的纯氧燃烧工艺技术目前仅为中国玻纤、重庆复合材料、泰山玻纤和长海股份等少数几家玻纤生产企业所掌握。

(2) 资金壁垒玻纤制品及玻纤复合材料的规模化生产存在较高的资金壁垒。实现玻纤制品及玻纤复合材料的规模生产要求企业投资中、大型机组；而高端玻纤制品对玻纤原丝性能的要求较高，企业要实现高端玻纤制品的规模化生产，需要配套相应的池窑拉丝生产线来实现高质量原丝供应。目前国内投资池窑拉丝生产线所需资金规模较大，每万吨玻纤纱的平均投资成本预计在 1.5 亿元左右，投资规模巨大。

(3) 政策壁垒进入玻纤行业存在一定的政策壁垒。《玻璃纤维行业准入公告管理暂行办法》于 2012 年 11 月 26 日正式出台实施。第一批准入公告管理企业评审工作于 2012 年 12 月在湖北宜昌正式启动。经企业申报、相关地方工业和信息化主管部门审核推荐，协会及行业专家复核，网上公示及实地核查，最后有 30

家企业进入玻璃纤维行业第一批准入公告管理名单，并于2014年5月12日以工信部第34号公告的形式正式公布。2013年，玻纤协会与工信部对45家玻纤企业进行了初审，并对30家符合准入条件的企业进行了公示，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，另一方面将迫使中小企业加大技术改造投入，预计到“十二五”末期，池窑拉丝生产线的产能将占据全国产能的95%。

所以综合来看，由于玻璃纤维行业具有集中度高的竞争格局，新进入企业很难通过技术转让获取玻纤生产的核心技术。作为替代性新兴产业，玻纤行业具有产品多样化、应用领域广、技术水平高等特点。玻纤行业横跨玻璃、纺织、高分子材料及自动化控制等4大工业技术领域，其生产工艺具有相当的复杂性。玻纤行业亦具有很强的技术专用性，每一种玻纤产品均有其特定生产技术，行业领先厂家往往需要数十年的技术、经验和应用积累。行业较高的进入壁垒和下游复合材料行业对玻纤品牌、品质、企业知名度的重视，使现有竞争格局得以维持，行业领军企业优势将变得更加明显。

2.6 玻纤行业全球竞争格局

2013年玻纤全球产能600万吨，实际产量550万吨，产量前六位分别为中国玻纤旗下的巨石集团（106.5万吨，2014年两条线改造增加产能4万吨）、OCV（130万吨）、重庆玻纤（54万吨）、PPG（40万吨）、泰山玻纤（45万吨）、Johns Manivel（34万吨，2014年5月捷克装置改造提升4万吨产能），产能占比68%，呈现高度集中，且未来三年内并无规模化产能扩充。国内三巨头占国内产量70%以上，维持高度垄断，且先进的池窑拉丝比重提升90%，进一步挤压坩埚和铂炉份额到10%以下，预计未来空间还会进一步压缩。

图表 15: 全球玻纤 CR6 产能占比 68%

全球厂家名称	产品线和应用范围	产能 万吨/年
OCV	玻纤纱、短切毡、 连续毡、湿法薄毡、建筑材料、玻纤复合材料	130
巨石集团	中、无碱玻璃纤维、电子纱	106.5
重庆国际复合	无碱玻璃纤维	54
泰山玻璃纤维	无碱玻璃纤维毡、 无捻粗纱、电子级纺织纱、复合毡、方格布、短切纤维、耐 碱纤维	45
PPG	涂料、玻璃、 玻纤纱、短切毡、其它玻纤制品、工业化工及特殊化工产品	40
Johns-Manville	无甲醛玻纤建筑隔热材料 、保温、防水材料、过滤材料、玻纤毡及玻纤增强材料	34
合计		409.5
占全球产能 600万吨（估计）比例		68.3%

数据来源：公司公告 国联证券研究所整理

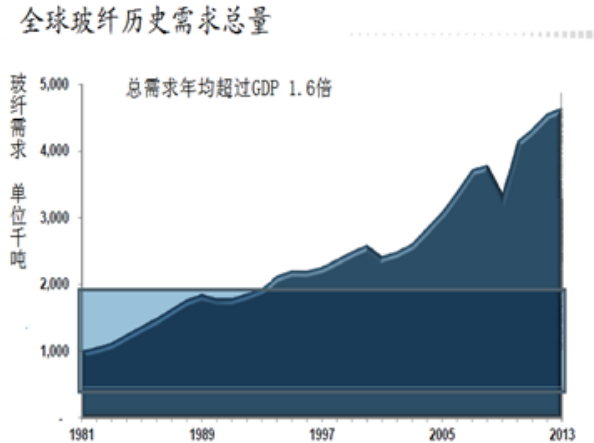
3、玻纤行业迎来景气时光

我们判断玻纤行业是否反转进入景气，主要论证条件有四个：下游应用总需求持续且超过供应 90%、用户接受玻纤价格上涨、国内竞争对手退出或者无意价格战、新增产能有序。

3.1 下游需求好转

根据全球专业研究机构 Lucintel 在其《2012-2017 全球玻璃纤维市场：趋势、预测和机遇分析》调研报告中预测，2012-2017 年间，玻纤在复合材料市场中的总用量预计将以 6.9% 的复合年均增长率增长，到 2015 年玻璃纤维市场将达到 70 亿美元。从 OCV 年报的预测，截止 2013 年底，全球玻纤需求开始迎来需求回暖，产过于求的局面极可能会打破。

图表 16: 全球玻纤需求总量超 GDP



数据来源: 2013 年 OCV 年报国联证券研究所

图表 17: 全球玻纤产需出现拐点



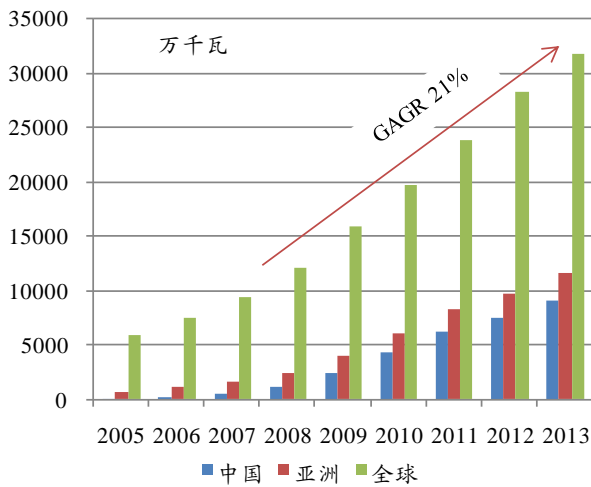
数据来源: 2013 年 OCV 年报国联证券研究所

2014 年一季度, 全球玻璃纤维市场呈现回暖之势, 其中国外市场需求回暖较为明显。反之, 国内市场受经济增速放缓影响, 加之制造业疲弱, 产能过剩压力大, 供需改善有限, 国内需求明显好转反映在 4 月份以后, 尤其是风能叶片、电子纤维纱和工程热塑性材料这块增长迅速。

风能国外需求复苏明显, 全球风能理事会发布报告称, 2014 年全球风电装机将增长 34%, 全球新增机量将达到 47.3GW。据全球风能理事会预测, 2015 年的全球风电新增装机将达到 51GW, 2016 年和 2017 年都将继续攀升, 分别新增 55.7GW 和 60.2GW。2014 年 3 月后, 国内风电叶片需求猛增, 原因是 2013 年下半年, 受信贷控制, 需求项目人为停工缓建, 2013 年末的雾霾又激发清洁能源项目热情, 国家层面支持, 5 月份海上风电补贴政策等暖风助力。国内市场受风电需求大增及出口增量带动, 风电叶片工厂满负荷生产, 对上游原料环氧树脂、不饱和树脂、玻纤、聚醚胺需求大增。

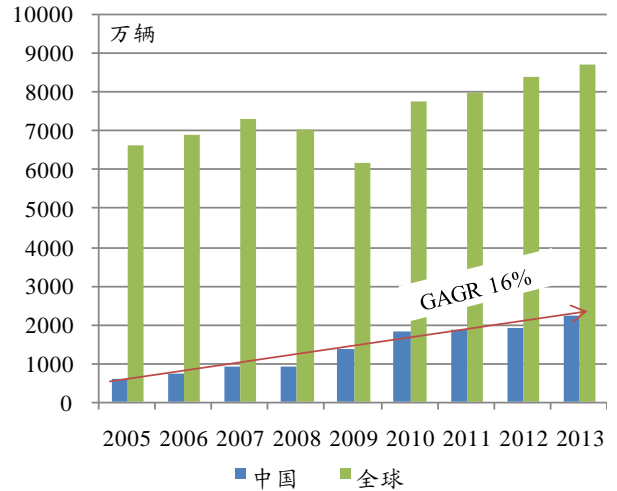
另一块汽车工程塑料, 国内从 2005 年以来保持年复合增长率 16%, 受益于国内外汽车产量增长, 加上轻量化工程塑料应用拓展, 汽车行业对玻纤需求保持近 10%的提升。

图表 18: 历年风电装机容量增长



数据来源: 风能协会国联证券研究所

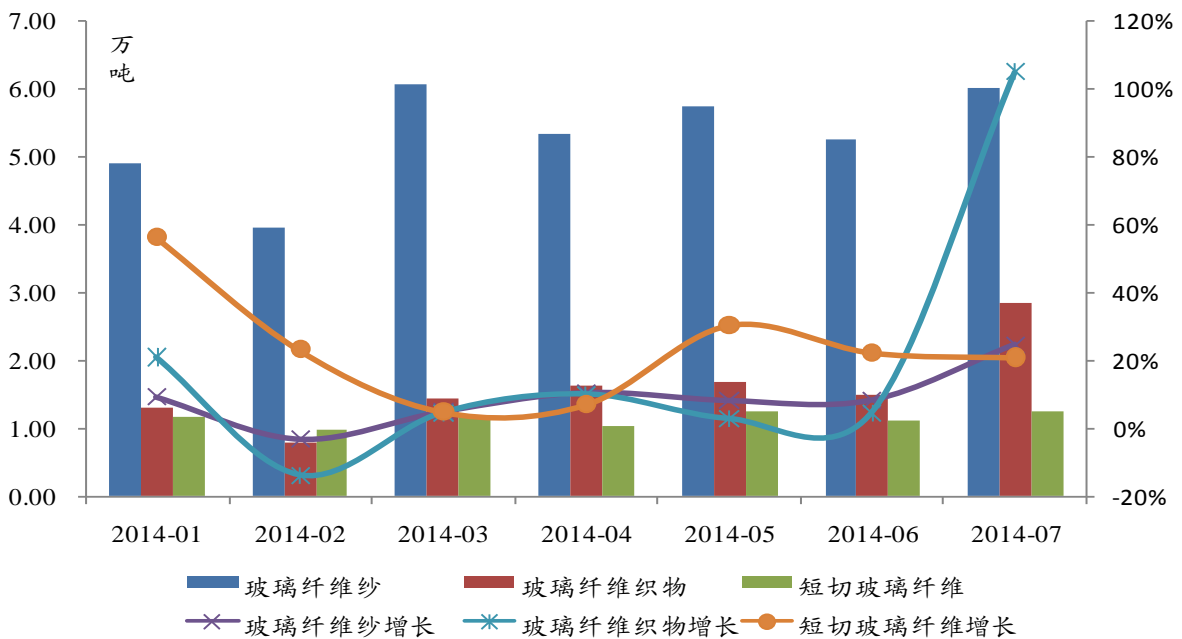
图表 19: 历年中国和全球汽车产量



数据来源: 国家统计局国联证券研究所

国外需求好转的另一个依据是我国玻纤产品出口增量增加。1-5 月份我国玻纤纱及制品累计出口 54.5 万吨, 同比去年增加 8.57%, 考虑到巨石埃及 8 万吨装置满产, 相当于中国对增长已经超过 10%了, 其中短切玻璃纤维纱出口增加明显, 同比增幅达 22.24%, 粗纱出口增加 6.88%。伴随着国外欧美经济环境好转, 中东地区基础设施建设加强, 来自石油储罐管道、工程塑料、建材的国外订单很多, 出口保持较好增量。国外需求呈现明显复苏迹象。无论国内大型企业还是中小型玻纤企业均表示其出口订单有不同幅度增加。

图表 20: 2014 年玻纤及制品出口数量显著增长



数据来源: 国家统计局国联证券研究所整理

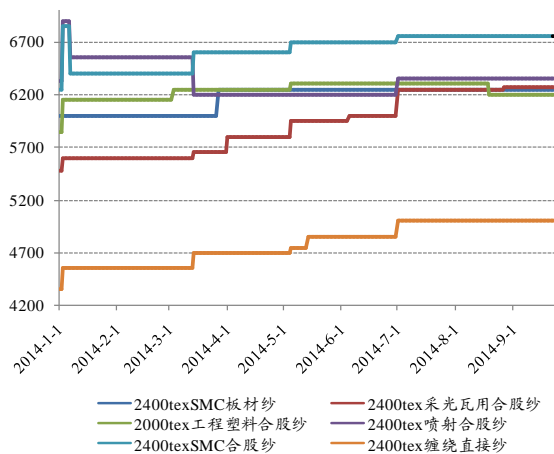
3.2 用户接受玻纤价格上涨

这个是影响中国玻纤业绩中最为敏感环节，均价每提升 100 元/吨，相当于增厚业绩 0.1 元/股。2014 年中旬，公司宣布旗下玻纤产品价格上涨 6%，7 月 1 日实施，考虑国内商业以客户至上的文化，公司对既签合同订单按照合约履行，新订单也需要给予战略客户一定缓冲期，8 月份后才大部分遵照新价格，效益尚未充分体现在三季度。从重庆国际和泰山玻纤市场对客户通知看，涨价比较坚决，这也有利于巨石后期顺利推涨价格。对于市场预测 10 月份价格再度提涨，我们认为还具备一定的不确定性，需要市场再确认。从库存结构看，目前，各企业库存处于历史低位，这个有利于产销平衡。

从涨价后出货情况看，巨石等企业 7 月份提价后，除月初销量一般，8 月出货非常理想，业者普遍预计本月产销将处于平衡状态。部分业者认为此态势如能继续维持，后期仍不乏继续提价可能，乐观者认为年内还将有一至两次提价机会。以行业惯例看，如果出货态势能继续维持，预计届时提价可能将在 9、10 月份，考虑到四季度粗纱将进入传统淡季，风电也开始转淡季，涨价取决于下游制品提价，如果制品能够传递，则玻纤价格有望继续上涨。

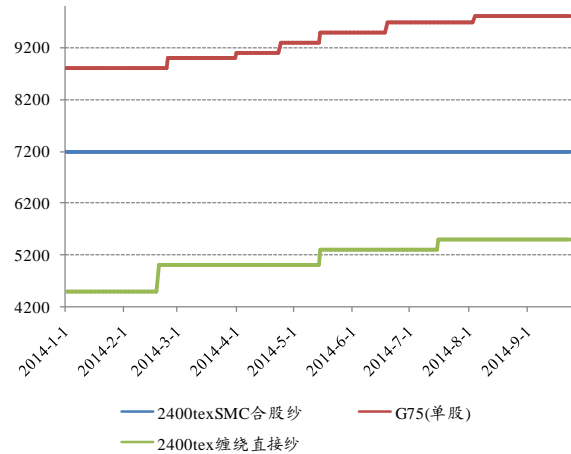
分析年初以来玻纤价格走势，中低端规格的 2400tex 缠绕直接纱和 2400tex 采光瓦用合股纱提升幅度最为明显，涨幅 600-800 元/吨，2400tex 喷射合股纱和工程塑料合股纱等高端的幅度偏小，涨幅 200-400 元/吨。类似走势也反映在国内第二大玻纤企业重庆国际的对外销售价格上，这个和产品结构有关，本身中高端产品毛利比较好，玻纤厂家有足够意愿维持这个优质市场客户群。

图表 21: 巨石成都玻纤出厂价



数据来源：卓创资讯国联证券研究所

图表 22: 重庆国际玻纤出厂价



数据来源：卓创资讯国联证券研究所

从市场接受价格程度可以看出，占据巨石低端主要品种的无碱 2400tex 价格一直在提升，目前稳定保持在 5000 元/吨以上，恢复到较好的盈利水平。

3.3 竞争对手退出或者无意价格战

2012年下半年玻纤开始的价格战，持续到2014年4月份，玻纤行业中除了巨石集团和少数二线厂家能够实现微利外，80%以上亏损，按照云天化2013年年报重庆复合材料净亏损约2亿元，泰山玻纤纯玻纤部分的业务同样亏损。国际巨头OCV和PPG的报表显示，玻纤对外销售业务回报率，EBITA低于10%，行业龙头OCV更是仅仅为5%，所以采取的措施是减缓产能，收缩扩张，对价格的提升和盈利改善要求更为迫切。

相反从中国玻纤2013年年报公告看，公司落实产品销售差异化，通过两方面来实施，一方面是加强开发创新，增加短切纤维、E6、Vipro高性能玻璃纤维的产量比重，另一方面通过调整产品结构和出口来提高产品售价，比如降低传统规格产品，提高中高端产品供给，主要体现在加大给风电、汽车工程塑料、高性能复合材料、电子玻璃纤维的供应比例。

3.4 新增产能有序

预计截止2014年，全球前六家巨头均无新增产能，新产线主要为国内二线江西大华、九鼎新材和山东玻纤，分别为大华2014年1月6万吨，预计九鼎新材8月5万吨，山东玻纤8月3万吨，其中四川威玻在去年扩充了8万吨产能，已着手计划五期的5万吨产能。从产能供应看，山东玻纤、九鼎新材新池窑点火时间尚未完全确定，另外到期池窑线冷修时间亦不明确。预计中短期国内市场产能供应将较为稳定。

未来远期计划中，除了巨石集团在美国计划10万吨，埃及可能计划二期增扩8万吨，以及重庆复合材料巴林阿巴桑合作投资20万吨，巴西原OCV4万吨改造扩产设想，尚无巨头宣布新的投资计划。对应全球每年30-40万吨冷修计划，不存在产能无序的扩张。考虑通常建设周期为2年，意味着截止2015年底，国内产能整体呈现供应偏紧，结构性产品缺货的局面。

依据以上分析，综合来看四个条件满足程度如下：

图表 23: 化工材料行业反转判断

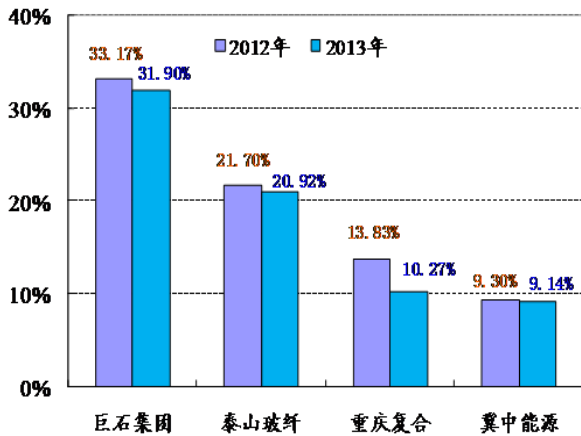
判断依据	条件一	条件二	条件三	条件四
描述	需求>产能90%	用户能消化接受价格	竞争对手无意价格战	新产能有序
条件说明	大型化工设施每年大修保养，系统定期维护，产能多数缺弹性，90%实际已经是满额排产	产品价格为用户成本体系中占比不高或者不敏感，价格上涨可以消化并转嫁给下游	特征是投资回报率持续恶化，行业洗牌弱势产能退出，剩余玩家迫切改善盈利	建设周期大于1年，新计划产能和需求匹配
目前状态 五星表示100%符合	★★★★	★★★	★★★★★	★★★★

数据来源：国联证券研究所

4、中国玻纤受益行业反转最为明显

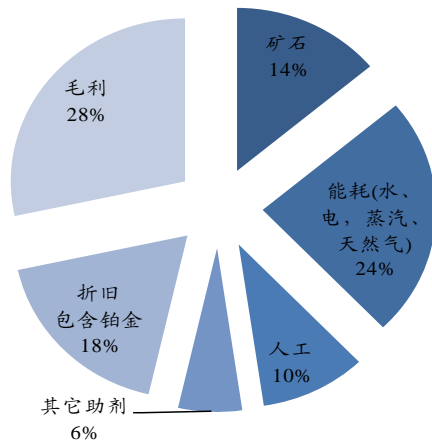
从全球玻纤生产制造企业看，比较各自所处区域、产能规模、工艺技术、原料获得、客户群、政策受惠、管理机制等综合要素，中国玻纤比较优势明显，横向比较国内重庆复合材料、泰山玻纤和冀中能源毛利率。

图表 24: 2012/2013 年玻纤厂家毛利比较



数据来源：上市公司公告国联证券研究所

图表 25: 2400tex 缠绕直接纱成本结构



数据来源：国联证券研究所

比较国内四大玻纤厂家中，巨石集团产品售价相对较低，主要覆盖市场集中于中端及以下产品。从 2013 年财务年报测算，不含税均价为 5581 元/吨（估算 86 万吨实际销售），低于泰山玻纤 6303 元/吨（估算 40 万吨实际销售），低于重庆复合 6460 元/吨（估算 50 万吨实际销售），毛利率能大幅度超越同行，主要优势在于以下五点。

首先是产能规模带来的成本优势。巨石产能超过 100 万吨，单条线 16/14/12/10 万吨，比较行业普遍 10 万吨以下的生产线来计算，巨石公用设施成本、劳动力工时占用成本上明显占优等。

第二是来自于原材料成本更容易优化。除了关键的无机矿物料，绝大部分市场上多家供应来源在竞争，巨石集团的庞大且稳定的年需求，每年通过集中谈判、多家竞标议价、进口替代、工艺改良、废品综合利用，可以攫取比同行更有利的价格。而关键的原料叶腊石、硼钙石、萤石、石英砂等靠近浙江福建产地，又通过参股控股上游矿山和矿石粉生产协议以有竞争力价格供应，原料就近运输直接节约了运费，在物流成本持续上涨局面下，光矿石粉 60 万吨就带来惊人的成本节约。

第三是工艺技术。巨石凭借大型池窑建设、大漏板加工、纯氧燃烧等核心技术方面处于领先地位，从其发布的能效成果报告，吨产品比国内平均能耗低 0.3 吨煤炭消耗。按照百万吨产能，等同于年少消耗 30 万吨煤炭，相当于上亿元的节约。

图表 26: 巨石单位产品能耗

规格	巨石	国外平均水平	国内平均水平
单位产品能耗/吨煤	0.50	0.60	0.80

数据来源: 2013 年巨石社会责任报告国联证券研究

根据巨石集团公告披露, 其采用石灰石替代硼钙石的技术, 可以大幅度降低高价硼钙石的消耗, 赢得原材料的成本优势。

第四是物流成本。国内运输依赖汽车运送, 对比多数竞争对手集中布局生产设施, 巨石九江和重庆各 15 万吨产能, 分别可以给华南和西南市场供应, 按照每千公里吨产品运费 550 元, 相当于近上亿元的物流竞争优势, 同样效益可观。

第五是管理机制带来的效率。巨石集团本身脱胎于民营企业, 保留了高效务实的经营理念, 同时又有国企的政策资源红利, 根据央企试点改革, 巨石作为中国建材核心子公司, 发展混合制, 落实高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理职权试点, 有望更进一步提升经营效率。

玻纤作为中国玻纤最主要产品, 当行业转入景气, 产品价格上涨, 中国玻纤将最为受益, 按照年销售 100 万吨测算, 平均单价每上调 200 元, 每股收益将提高 0.2 元/股, 而其它同行中材科技和长海股份建立上下游一体化, 玻纤相当部分自用加工成制品, 当制品价格相对稳定时, 受益程度远远小于中国玻纤。

5、盈利预测及估值

根据前述分析, 我们假设中国玻纤今年产能利用率 90%, 对应 92 万吨产量, 加上清理顺销 2013 年遗留库存中的 1/3, 即 13 万吨, 预计 2014 年销售量为 105 万吨。考虑 2015 年中国玻纤为一套装置冷修, 全球产能总体因 50 万吨冷修而处于偏紧状态, 预测中国玻纤 2015 年 110 万吨销量, 2015 年 115 万吨。由于供需矛盾有利于玻纤厂家, 改善售价。原材料变动成本项目中的关键点是天然气, 其价格随着国外进口理顺, 经过 2013 年 7 月份的提价后, 预计稳定。所以总体看我们预测中国玻纤主营毛利率会持续改善, 恢复程度接近于 2011 年景气年份, 保持在 35% 左右。三项费用中管理和销售费用则会有较大幅度增加, 主要是员工工资增加, 巨石开拓海外业务, 研发新产品和推广应用所致。预计财务成本则随着资金面缓和, 实际贷款利率下调, 估算稳中有降。

预测公司 2014-2016 年每股 EPS 为 0.66、0.95、1.11 元, 给予 15 倍 PE, 目标价格 13.8 元。不排除后期中国玻纤继续提高产品价格, 进一步强化支持盈利。

图表 27: 中国玻纤盈利预测

单位:百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	5038.39	5103.08	5209.64	6532.72	6981.44	7330.51
YOY(%)	5.74%	1.28%	2.09%	25.40%	6.87%	5.00%
归属母公司股东净利润	292.29	274.18	319.13	543.16	784.25	894.35
YOY(%)	41.92%	-6.20%	16.39%	70.20%	44.39%	14.04%
每股收益 (EPS)	0.335	0.314	0.366	0.622	0.899	1.025
销售毛利率	35.89%	33.68%	31.37%	35.56%	37.55%	36.98%
净资产收益率 (ROE)	8.48%	7.54%	8.61%	13.09%	16.38%	16.21%
市盈率 (P/E)	28.81	30.71	26.39	15.50	10.74	9.42
销售费用	160.69	174.63	173.20	217.18	232.10	243.70
管理费用	472.28	485.66	505.13	718.60	754.00	747.71
财务费用	642.98	717.29	659.06	626.81	537.30	494.38

数据来源: 国联证券研究所

图表 28: 行业公司估值比较

代码	简称	最新价	总市值(亿)	P/E			
				TTM	2014E	2015E	2016E
600176	中国玻纤	9.65	84.21	22.83	15.50	10.74	9.42
300196	长海股份	18.45	35.42	28.30	22.24	15.77	11.67
000786	北新建材	18.82	108.24	10.68	9.50	8.01	6.86
002398	建研集团	16.69	44.00	20.07	16.77	13.22	10.58
002080	中材科技	13.95	55.80	60.89	41.95	33.21	22.59
002271	东方雨虹	26.83	111.83	22.79	19.76	14.43	11.05

数据来源: Wind 国联证券研究所

6、风险提示

1. 风险一: 国内二线厂家扩产。一旦行业盈利好转, 不排除国内 5 万吨~20 万吨产能的现有二线厂家玻纤产能在看到未来 2 年内的暴利节点后会疯狂扩张, 或者具有一定资金实力的玻纤衍生制品厂家看到上游利润较好而强势介入玻纤制造, 形成产业链一体化, 行业无法维持持续健康发展又回归价格竞争。

2. 风险二: 需求下滑。国内制造业、房地产和基建大幅度转弱, 造成对玻纤需求量下滑。行业争先清货, 量价齐跌。

3. 风险三: 国外反倾销。巨石 47% 销售额来自出口, 约 40 万吨产品销售到国外, 其中美国、欧洲和印度属于重要战略市场。虽然 2014 年初埃及装置启用, 但数量为 8 万吨, 可以部分消除欧洲市场风险, 在巨石美国产能投放之前, 反倾销带来的高税率风险始终存在。

盈利预测表

财务数据 单位:百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	5038.39	5103.08	5209.64	6532.72	6981.44	7330.51	营业收入	5038.39	5103.08	5209.64	6532.72	6981.44	7330.51
增长率 (%)	5.74%	1.28%	2.09%	25.40%	6.87%	5.00%	减: 营业成本	3230.12	3384.62	3575.22	4210.00	4359.74	4619.74
归属母公司股东净利润	292.29	274.18	319.13	543.16	784.25	894.35	营业税金及附加	43.90	50.14	47.87	60.03	64.15	67.36
增长率 (%)	41.92%	-6.20%	16.39%	70.20%	44.39%	14.04%	营业费用	160.69	174.63	173.20	217.18	232.10	243.70
每股收益 (EPS)	0.335	0.314	0.366	0.622	0.899	1.025	管理费用	472.28	485.66	505.13	718.60	754.00	747.71
每股股利 (DPS)	0.000	0.092	0.095	0.115	0.166	0.189	财务费用	642.98	717.29	659.06	626.81	537.30	494.38
每股经营现金流	1.473	1.321	1.643	2.995	2.768	3.317	资产减值损失	21.75	9.85	19.26	33.00	31.00	31.00
销售毛利率	35.89%	33.68%	31.37%	35.56%	37.55%	36.98%	加: 投资收益	22.90	21.22	67.93	0.00	0.00	0.00
销售净利率	9.03%	5.56%	6.40%	8.69%	11.74%	12.75%	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净资产收益率 (ROE)	8.48%	7.54%	8.61%	13.09%	16.38%	16.21%	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投入资本回报率 (ROIC)	9.15%	6.15%	6.74%	6.98%	8.93%	9.43%	营业利润	489.56	302.11	297.83	667.10	1003.14	1126.61
市盈率 (P/E)	28.81	30.71	26.39	15.50	10.74	9.42	加: 其他非经营损益	61.34	70.33	144.94	90.00	90.00	120.00
市净率 (P/B)	2.44	2.31	2.27	2.03	1.76	1.53	利润总额	550.90	372.44	442.78	757.10	1093.14	1246.61
股息率 (分红/股价)	0.000	0.010	0.010	0.012	0.017	0.020	减: 所得税	95.69	88.86	109.16	189.28	273.29	311.65
收益率							净利润	455.21	283.58	333.62	567.83	819.86	934.96
毛利率	35.89%	33.68%	31.37%	35.56%	37.55%	36.98%	减: 少数股东损益	162.91	9.39	14.49	24.66	35.61	40.61
三费/销售收入	25.32%	27.00%	25.67%	23.92%	21.82%	20.27%	归属母公司股东净利润	292.29	274.18	319.13	543.16	784.25	894.35
EBIT/销售收入	23.40%	20.88%	21.00%	20.88%	23.05%	23.44%	资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
EBITDA/销售收入	39.04%	35.09%	34.89%	43.31%	44.86%	44.15%	货币资金	1337.93	1986.04	1875.37	65.33	69.81	73.31
销售净利率	9.03%	5.56%	6.40%	8.69%	11.74%	12.75%	应收和预付款项	1861.28	2493.23	2743.81	2781.75	3109.52	3080.48
资产获利率							存货	1514.29	1691.15	1627.04	2137.32	1760.93	2369.80
ROE	8.48%	7.54%	8.61%	13.09%	16.38%	16.21%	其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROA	7.46%	5.81%	5.75%	8.10%	9.85%	10.13%	长期股权投资	98.97	91.81	76.29	76.29	76.29	76.29
ROIC	9.15%	6.15%	6.74%	6.98%	8.93%	9.43%	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率							固定资产和在建工程	10627.11	11274.54	11818.16	10943.76	10544.36	10644.96
销售收入增长率	5.74%	1.28%	2.09%	25.40%	6.87%	5.00%	无形资产和开发支出	350.25	802.40	869.89	820.39	770.89	721.40
EBIT 增长率	19.51%	-9.62%	2.67%	24.67%	17.98%	6.80%	其他非流动资产	12.69	10.88	9.59	4.80	0.00	0.00
EBITDA 增长率	-1.68%	-8.96%	1.49%	55.69%	10.68%	3.34%	资产总计	15802.52	18350.05	19020.14	16829.63	16331.81	16966.23
净利润增长率	2.78%	-37.70%	17.65%	70.20%	44.39%	14.04%	短期借款	5838.51	5450.13	5850.00	2635.65	1917.66	1173.08
总资产增长率	1.71%	16.12%	3.65%	-11.52%	-2.96%	3.88%	应付和预收款项	782.17	1189.80	1105.67	1661.89	1206.87	1815.91
股东权益增长率	142.46%	5.49%	1.85%	11.96%	15.42%	15.23%	长期借款	4161.85	5129.15	5865.11	5865.11	5865.11	5865.11
经营营运资本增长率	202.96%	-50.41%	70.11%	0.46%	35.81%	-1.65%	其他负债	1529.51	2768.08	2411.08	2411.08	2411.08	2411.08
资本结构							负债合计	12312.04	14537.16	15231.85	12573.72	11400.72	11265.18
资产负债率	77.91%	79.22%	80.08%	74.71%	69.81%	66.40%	股本	581.75	872.63	872.63	872.63	872.63	872.63
投资资本/总资产	77.22%	67.89%	71.92%	75.80%	77.85%	75.09%	资本公积	1650.53	1359.65	1238.63	1238.63	1238.63	1238.63
带息债务/总负债	81.22%	72.77%	76.91%	67.61%	68.27%	62.48%	留存收益	1216.33	1405.55	1593.84	2036.80	2676.38	3405.73
流动比率	0.60	0.68	0.68	0.77	0.93	1.07	归属母公司股东权益	3448.61	3637.83	3705.10	4148.06	4787.63	5516.99
速动比率	0.40	0.50	0.51	0.44	0.60	0.61	少数股东权益	41.86	175.06	83.19	107.85	143.46	184.07
股利支付率	0.00%	29.28%	26.06%	18.45%	18.45%	18.45%	股东权益合计	3490.48	3812.89	3788.29	4255.91	4931.09	5701.06
收益留存率	100.00%	70.72%	73.94%	81.55%	81.55%	81.55%	负债和股东权益合计	15802.52	18350.05	19020.14	16829.63	16331.81	16966.23
资产管理效率							现金流量表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
总资产周转率	0.32	0.28	0.27	0.39	0.43	0.43	经营性现金净流量	1285.72	1153.09	1433.76	2613.70	2415.45	2894.87
固定资产周转率	0.50	0.52	0.54	0.63	0.74	0.92	投资性现金净流量	-1590.18	-1330.94	-1507.42	-502.50	-1032.50	-1510.00
应收账款周转率	2.94	2.44	2.21	2.65	2.60	2.69	筹资性现金净流量	40.63	878.46	270.87	-3921.25	-1378.46	-1381.38
存货周转率	2.13	2.00	2.20	1.97	2.48	1.95	现金流量净额	-270.24	695.91	67.01	-1810.05	4.49	3.49

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司研究所

广东省深圳市福田区福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责条款:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。