

中国巨石 (600176.SH)

不一样的中国玻纤

■**玻纤行业处于景气上行周期**：玻纤作为新型环保材料，具备应用领域延伸的“需求创造”特性，随着近几年玻纤价格的下跌，用玻纤复合材料去替代其他材料已经具备一定的经济性，玻纤行业有望进入新一轮的景气周期。目前来看，玻纤行业迎来天时、地利、人和的发展机遇：供需状况改观；我国具备玻纤生产优势及快于全球平均的增长速度；行业集中度高，龙头企业具备一定的价格话语权。

■**20年，成就玻纤江湖传奇**：公司目前共拥有浙江桐乡、江西九江、四川成都、埃及四个大型玻璃纤维生产基地，占全国玻纤市场份额的比例将近40%，全球玻纤市场份额的比例超过20%。公司自身具备技术、管理优势，生产成本竞争优势明显，且近年来成本呈现下降趋势，龙头地位难以撼动。2010年起，公司开始布局海外，以外供外的国际化战略是公司新一轮大发展的起点。

■**中国巨石，不止是玻纤**：公司控股股东为中国建材股份有限公司，隶属国资委，持股比例33.82%。我们认为公司未来在职业经理人制度、引入战略投资者、产业整合等方面，仍然具备国企改革空间。同时，公司由中国玻纤改名中国巨石，预计有望向下游产业链延伸，利用国企改革契机，进入新一轮产业布局。

■**投资建议**：买入-A 投资评级，6 个月目标价 33 元。不考虑摊薄，我们预计公司 2015 年-2017 年净利润增速分别为 112%、32%、19%，对应 EPS1.15、1.52、1.81 元，成长性突出；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 33 元。

■**风险提示**：国企改革低于预期、玻纤提价低于预期

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	5,209.6	6,268.2	7,521.8	8,650.1	9,947.6
净利润	319.1	474.5	1,006.2	1,324.3	1,577.4
每股收益(元)	0.37	0.54	1.15	1.52	1.81
每股净资产(元)	4.25	4.61	5.56	6.62	7.88

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	70.7	47.5	22.4	17.0	14.3
市净率(倍)	6.1	5.6	4.7	3.9	3.3
净利润率	6.1%	7.6%	13.4%	15.3%	15.9%
净资产收益率	8.8%	11.6%	20.8%	22.9%	22.8%
股息收益率	0.4%	0.6%	1.4%	1.8%	2.1%
ROIC	5.2%	7.6%	9.4%	12.5%	12.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

玻璃 III

投资评级

买入-A

首次评级

6 个月目标价

33.00 元

股价 (2015-05-21)

25.85 元

交易数据

总市值 (百万元)	22,557.47
流通市值 (百万元)	22,557.47
总股本 (百万股)	872.63
流通股本 (百万股)	872.63
12 个月价格区间	7.06/27.28 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-3.31	27.95	117.56
绝对收益	1.49	65.39	244.21

孙明新

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515010001
sunmx@essence.com.cn
010-66581752

相关报告

中国玻纤：二季度盈利依然低迷：中国玻纤 2009 年中报点评	2009-08-20
中国玻纤：经济下滑致最坏时刻到来：中国玻纤 2009 年一季报点评	2009-04-26
中国玻纤：需求不振致盈利能力快速下滑：中国玻纤 2008 年年报点评	2009-02-10

目录

1、玻纤行业处于景气上行周期	3
1.1 环保材料，具备应用领域延伸的“需求创造”特性.....	3
1.2 迎天时、地利、人和.....	5
1.2.1 天时：需求回暖，新增供给受到约束.....	5
1.2.2 地利：我国是玻纤生产第一大国，未来国内需求增长较快.....	8
1.2.3 人和：行业集中度高，中国巨石具备一定的价格话语权.....	9
2、20年，成就玻纤江湖传奇	9
2.1 管理出色，低成本成为公司制胜法宝.....	10
2.2 以外供外，傲视群雄.....	11
3、中国巨石，不止是玻纤	12
3.1 国企改革仍具空间.....	12
3.2 产业链延伸值得期待.....	14
4、盈利预测与投资评级	14

表目录

表 1：热塑性、热固性产品性质及应用.....	3
表 2：玻纤纱主要应用领域.....	4
表 3：玻纤行业主要准入条件.....	6
表 4：我国发展玻纤产业的优势.....	8
表 5：国内外玻纤产量（万吨）.....	8
表 6：世界玻纤巨头产能规模.....	9
表 7：公司主要关联交易客户.....	14

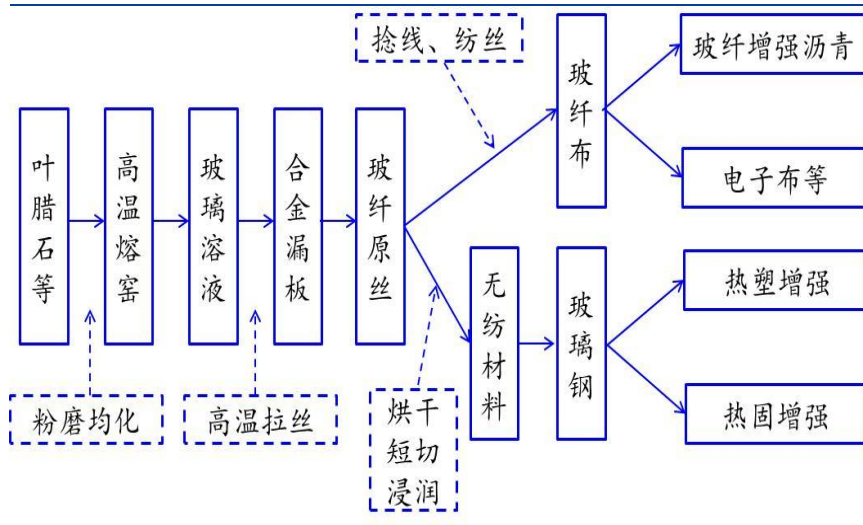
1、玻纤行业处于景气上行周期

1.1 环保材料，具备应用领域延伸的“需求创造”特性

(1) 玻纤行业基础信息介绍

玻璃纤维是一种性能优异的无机非金属材料，以玻璃球或叶腊石为原料经高温溶制、拉丝、络纱等工艺形成，用途可分为四大类：增强热固性塑料用玻纤增强材料、增强热塑性玻纤增强材料、增强沥青用玻璃纤维增强材料及玻纤纺织材料。生产工艺可分为坩埚法拉丝工艺及池窑拉丝工艺（一次成型工艺），其中坩埚法工艺已经被逐步淘汰，池窑拉丝工艺的优点在于温度控制合理、节约能耗，生产工艺稳定，易实现大规模工业化生产，劳动生产率提升。

图 1：玻纤拉丝工艺及产业链



数据来源：安信证券研究中心整理

根据塑料接受热后形态性能表现，可以把玻纤分为热固性和热塑性产品。其中，热固性产品以传统应用领域为主，目前应用占比较高，稳定性高。热塑性产品可反复使用，需求增速较快。

表 1：热塑性、热固性产品性质及应用

分类	性质	基体材料举例	特点	应用
热固性	通过化学结合一次成型，不能反复使用	玻纤、碳纤等和不饱和聚酯、环氧、BMI 树脂结合	应用占75%，耐高温、耐磨、绝缘、抗蠕变	汽车、高低压电器
热塑性	通过物理状态成型，可反复使用	玻纤、碳纤和聚乙醚酮、酚醛和聚醚亚胺树脂结合	耐冲击、断裂韧性高，但低强度、耐热性差	汽车、土木建筑、船舶、电器

数据来源：国内玻璃纤维行业研究报告、安信证券研究中心

(2) 环保材料的“需求创造”特性

作为新型无机非金属材料，玻璃纤维具有耐热性高、电绝缘性高、耐化学介质性能高、拉伸强度高、比重轻、延伸小、吸湿低等优点，是一种良好的金属替代材料，广泛应用于电力电气、交通运输、土木建筑、工业设备、汽车、造船、医疗以及航空航天、风力发电等产业，通常作为复合材料中的增强材料，电绝缘材料和绝热保温材料，电路板等，且下游应用不断拓展。随着近几年玻纤价格的下跌，用玻纤复合材料去替代其他材

料已经具备经济性，再加上玻纤良好的环保性能，玻纤行业有望进入新一轮的景气周期。目前，玻纤消费的增长空间主要来源于对钢材、铝材、木材等传统材料的替代。船舶汽车等用玻纤取代部分钢材可使重量减轻、能耗降低，基建中用玻纤取代部分钢材可起到抗腐蚀的作用。

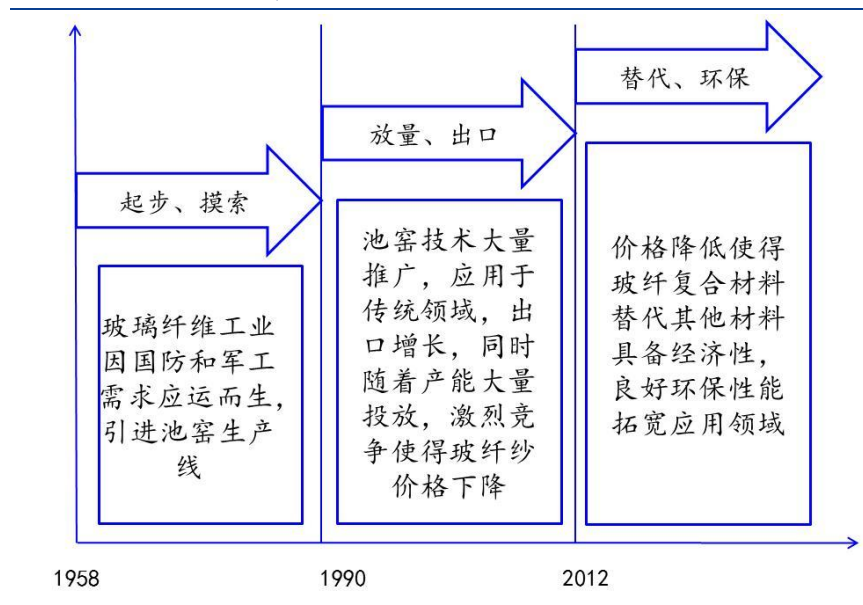
表 2：玻纤纱主要应用领域

应用领域	主要优点	下游具体应用
石油化工	防腐材料、耐酸、碱、油、有机溶剂和毒物	管道、储罐、液化气罐
交通运输	比强度高、制造工艺简单	轿车、公共汽车、油罐车、座椅、游艇
电气工业	电绝缘性能好	工业和家用电器，印刷电路板和电子仪器外壳
建筑材料	比强度高、隔水、热、音	柱梁、围栏、波彩瓦、装饰板、厨房
机械工业	低成本、长寿命	飞机结构、风机叶片、枪械部件

数据来源：公开资料、安信证券研究中心整理

我国玻纤行业起步于 20 世纪 50 年代，通过引进国外先进技术及产能的快速投放，已成为玻纤第一产能大国。2008 年后，随着金融危机爆发，国内玻纤需求的增速快于全球玻纤需求增速。进入 2013 年下半年之后，热塑性环保产品增速较快，尤其体现在风电、汽车轻量化领域，我们认为风电、汽车轻量化是玻纤环保应用的开端，未来在给排水管道、海水淡化、油气输送等领域将具备广阔空间，将是我国下一轮玻纤行业发展的引擎。

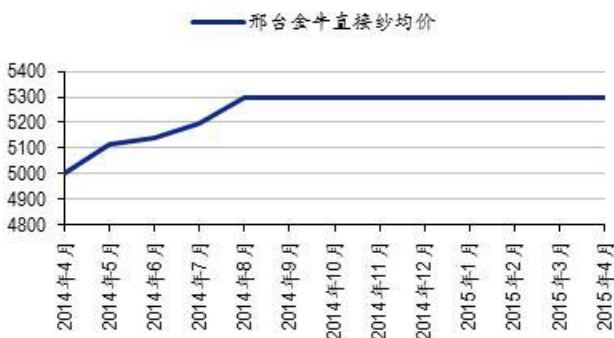
图 2：环保为我国玻纤行业提供更广阔的市场空间



数据来源：安信证券研究中心整理

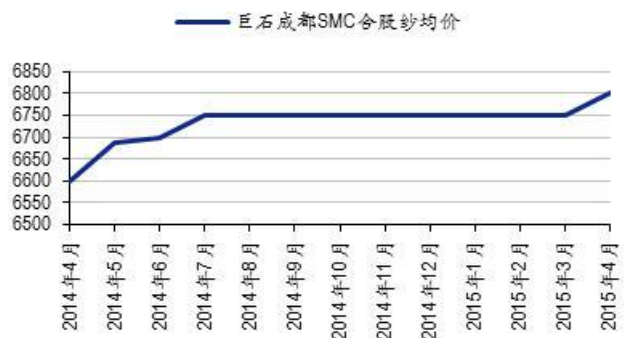
2013 年下半年以来，随着国内外供需环境的转好，玻纤行业景气向上，玻纤及玻纤制品陆续迎来提价：2014 年 7 月 1 日，巨石集团、威玻新材料公司对玻纤纱提价 6%，9 月末巨石集团对国外客户提价 6%，2015 年 1 月 1 日，玻纤纱再次迎来提价，巨石集团根据客户和产品的不同，涨价时间有所差异，价格进入二季度以来仍处于上涨态势。

图 3: 直接纱价格



数据来源: 卓创资讯、安信证券研究中心

图 4: SMC 合股纱价格



数据来源: 卓创资讯、安信证券研究中心

我们认为当前时点下,我国玻纤行业迎来天时、地利、人和的发展机遇,产业供需、国内玻纤产业竞争力以及产业集中度等多方面实现共振,而这一过程预计可以持续 3-5 年时间。

1.2 迎天时、地利、人和

1.2.1 天时: 需求回暖, 新增供给受到约束

玻纤行业具有周期性,价格由供需决定,直接影响到企业盈利,需求受到下游建筑、交通、新能源、电子等行业的综合影响,且行业具备重资产特性,供给取决于大的玻纤企业的投产进度。自 2013 年下半年以来,玻纤行业供需环境转好,玻纤价格持续上升,带动企业盈利的恢复。

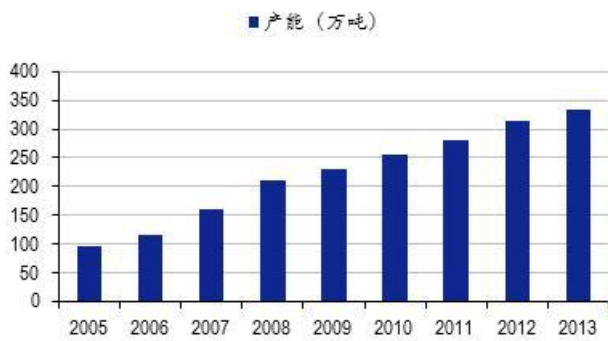
(1) 供给端看,新增供应压力较小,我国玻纤池窑陆续进入冷修期缓解供应压力。历史上看,2007、2008 年池窑大量投产,需求的不景气使得玻纤行业迎来了 2009-2013 年的连续 5 年低迷,主要玻纤厂商持续亏损,这使得主要的玻纤生产企业在投建新产能方面变得相对理性。玻纤池窑初期投资巨大,每吨玻纤纱投资额约为 1.2-1.4 亿元,回收期一般要 7 年左右,行业很难诞生新的进入者。玻纤生产只有靠扩大规模,才能取得经济效益,龙头企业具备竞争优势。如,巨石集团投资新建一条 10 万吨/年的粗砂生产线,需要 10 亿元;重庆国际(CPIC)新建一条 3 万吨/年的电子细纱生产线,需投资 6 亿元以上。

同时,由于池窑运转周期为 7-8 年,7-8 年后必须要进行冷修,预计 2013 年以后池窑企业陆续进入冷修高峰(一般来说冷修期为三至六个月),可持续至 2016 年。池窑冷修也能从一定程度上限制玻纤纱供给。

全球范围来看,国外主要玻纤生产厂家投产可能性较小,巨石集团有国外投产计划。预计玻纤行业整体供给增速约为 1%。

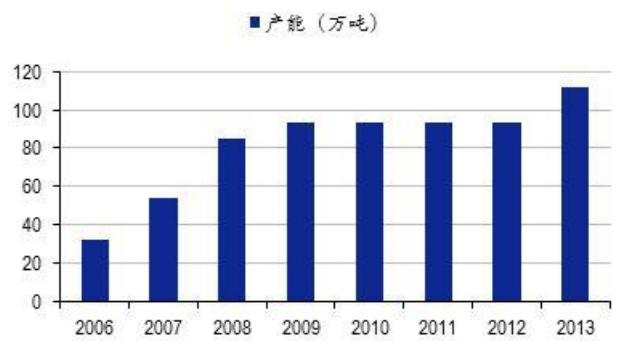
另一方面,我国自 2005 年以来对于玻纤新建生产线出台了一系列的准入条件,在产能规模、环保、耗能等方面做了严格的规定,这进一步提高了进入玻纤行业的门槛。

图 5: 我国玻纤纱产能投放进度



数据来源: 公开资料、安信证券研究中心

图 6: 巨石集团产能投放进度



数据来源: 中国玻纤公告、安信证券研究中心

表 3: 玻纤行业主要准入条件

时间	文件名	制定部门	批文号	主要内容
2005 年	《产业结构调整指导目录 (2005 年本)》	发改委	发改委会令 第 40 号	1、鼓励类: 新型节能环保墙体材料、绝热隔音材料、防水材料 and 建筑密封材料, 3 万吨/年及以上无碱池窑法玻璃球技术 and 高性能玻纤及制品。 2、限制类: 中碱玻璃球生产线、铂金坩埚法玻璃球法玻纤生产线。 3、淘汰类: 陶土坩埚玻纤拉丝生产工艺与装备。
2007 年	《玻璃纤维行业准入条件》	发改委、国土资源部、质检总局、环保总局、银监会和电监会	发改委 2007 年第 3 号	1、禁止在城市建成区和城市非工业规划区新建生产企业。 2、新建池窑法玻璃球生产线规模 ≥ 3 万吨/年; 禁止新建无碱、中碱玻璃球生产线, 改扩建无碱、中碱玻璃球单窑生产线规模 ≥ 2 万吨/年。 3、立即淘汰陶土坩埚法玻纤生产工艺与装备, 禁止生产和销售高碱玻纤制品。 4、新建池窑法玻璃球生产线单位能耗 ≤ 1 吨标煤/吨原丝。 5、新建玻纤制品加工企业年销售收入 ≥ 2 千万元/年。
2007 年	《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南 (2007 年度)》	发改委、科技部、商务部、知识产权局	2007 年第 6 号	无碱玻璃纤维; 低成本、高性能、特种用途的玻璃纤维及其制品; 无碱低密度 E-玻璃纤维
2012 年	《玻璃纤维行业准入条件 (2012 年修订)》	工信部、发改委、国土资源部、环境保护部、质检总局、银监会和电监会	工信部 2012 年第 46 号	1、原则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。 2、新建无碱池窑法粗纱玻璃球生产线 (直径 > 9 微米) ≥ 5 万吨/年, 新建细纱玻璃球生产线 (直径 ≤ 9 微米) ≥ 3 万吨/年。 3、新建高性能或特种玻纤生产线, 其生产规模池窑法单窑 ≥ 2 万吨/年, 代铂坩埚法 ≥ 2000 吨/年且直径 ≤ 7 微米, 改扩建特种成分的玻璃球窑单窑生产线 ≥ 5000 吨/年。 4、严禁新建和扩建中碱池窑法玻璃球生产线、无碱和中碱代铂坩埚法玻璃球生产线。 5、新建或改扩建池窑法玻璃球生产线单位综合能耗粗纱 ≤ 0.55 吨标煤/吨纱, 细纱 ≤ 0.75 吨标煤/吨纱, 新建高性能或特种代铂坩埚法玻璃球生产线单位综合能耗 ≤ 0.37 吨标煤/吨纱。 6、新建玻纤制品加工企业规模年销售收入 ≥ 4 千万元/年。
2012 年	《玻璃纤维行业准入公告管理暂行办法》	工信部产业政策司	工信部产业 (2012) 528 号文	准入条件: 符合《玻璃纤维行业准入条件 (2012 年修订)》中生产企业布局、工艺与装备、能源消耗、环境保护、产品质量等条款。
2012 年	《工业转型升级投资指南》	工信部	国发 (2011) 47 号文	玻璃纤维池窑纯氧燃烧、电助熔等节能新技术的应用, 节能环保窑炉、多孔拉丝和漏板分拉, 玻璃纤维三废治理等技术的推广应用。

数据来源: 公开资料、安信证券研究中心整理

除了资金壁垒与准入条件之外, 玻纤生产的壁垒还体现在时间积累和浸润剂技术。

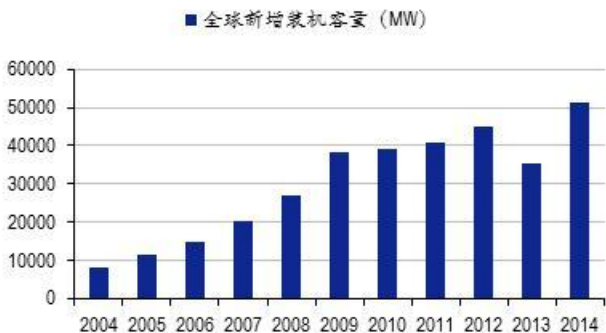
高温拉丝技术要求较长时间的技术积累经验，才能生产出稳定均匀的玻纤原丝。这形成了新加入者的技术障碍。国内主要的三大玻纤厂商，都有至少10年以上的技术积累经验。

浸润剂原材料及配方技术是体现各类玻纤制品（包括纱、布、毡）内在质量的最关键技术。要使玻纤具有理想的物理、力学、化学、电学及耐老化等应用性能，在很大程度上取决于浸润剂的涂覆工序。在高速控制直径极细的玻纤过程中，如果没有涂覆浸润剂，玻纤原丝会因磨损严重造成断丝、飞丝，致使拉丝作业无法进行，更无法将数百根甚至数千根表面光滑又分散的、性脆易折断的单丝，加工成某种使用产品。

同时，浸润剂能有效改变玻纤某些缺陷和表面性质，使玻纤及制品得到更广泛应用。对各种不同玻纤材料的成型工艺，必须有专用的浸润剂与之配套，赋予玻纤制品各种加工工艺，玻纤增强树脂、增强水泥、增强橡胶等制品所必须的技术性能。国外各大玻纤公司把浸润技术视为核心机密和主要竞争力，一般有上百种浸润剂配方。这在客观上要求玻纤企业具有较强的研发能力。

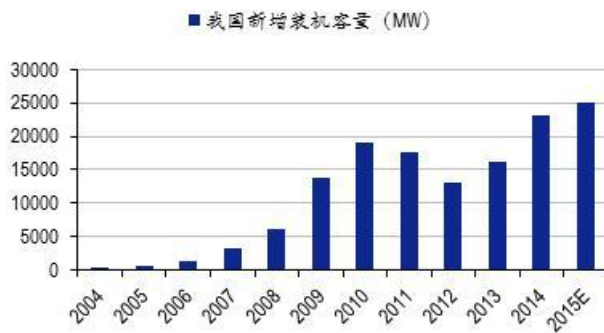
(2) 需求端看，风电及汽车轻量化是主要增长领域，其他环保领域有望获得延伸。2014年起风电行业增长迅速，欧洲市场呈现稳健增长形势，美国市场强力回暖，国内装机容量建设步伐加快，风电叶片出现供不应求局面，叶片价格相较年初上涨了10%。每增长1MW风电，叶片及机罩等FRP件用玻纤近8吨。除了新增装机容量带来的叶片需求外，还有存量更替需求。风机叶片在2007年、2008年迅速增长，使用期只有十年左右，目前基本已经接近更换期，通过将旧的叶片进行更换（比如将1.5 MW换成2.5 MW）带来的需求将会比较可观。我们预计2015年国内新增风电装机容量25000MW以上，超过2014年水平。

图 7：全球新增风电装机容量



数据来源：产业信息网、安信证券研究中心

图 8：我国新增风电装机容量



数据来源：中国风能协会、安信证券研究中心

热塑性复合材料容易回收利用，因其绿色环保特性在复合材料应用总量中的比例呈逐年增长趋势，尤其体现在汽车轻量化及航空航天方面。传统车用材料基本为钢材，因其密度高、重量重，从而也增加了汽车油耗，而使用玻璃纤维制作的汽车复合材料，相较于传统材料而言，密度更小、重量更轻，是一种良好的钢材替代材料。目前来看，发达国家每辆汽车用塑料超过100公斤，复合材料使用量平均约达70公斤。交通领域是复合材料的最大用户之一。而我国每辆汽车平均复合材料用量才10公斤左右，玻纤复合材料在交通领域应用较少，足见其市场潜力。我国在汽车轻量化方面的目标是车体重量下降10%，油耗下降5%，预计至2020年汽车轻量化新增60万吨玻纤需求。

除了新型应用领域外，从公司草根层面了解到，传统热固性产品也出现了回暖趋势。

图 9：全球玻纤行业下游需求占比



数据来源：OC、安信证券研究中心

图 10：我国玻纤行业下游需求占比



数据来源：产业信息网、安信证券研究中心

1.2.2 地利：我国是玻纤生产第一大国，未来国内需求增长较快

从全球产业转移的历史来看，国际产业经济向中国转移的趋势是，先将劳动密集型的产业（如纺织业）转移到中国，再将劳动密集型加资本密集型的产业（如造船业）转移到中国。玻璃纤维制造业的资本和劳动密集型特征正是中国的比较优势所在。中国因为较低的人力成本和世界第一的外商直接投资，相对发达国家具有比较优势。同时，我国在玻纤生产技术方面已经达到了国际水准，技术、人力、资金优势使得中国成为玻纤生产第一大国，具备全球范围内的竞争优势。

表 4：我国发展玻纤产业的劣势

玻纤生产的特点	中国资源禀赋
建设池窑初始投资大，回收期长	FDI 世界第一，资金充沛，资金成本低
池窑保持高温不断生成，需较多人工三班倒	人力成本低廉，极具优势，但呈较快上升趋势，加大了行业经营风险
主要原料为叶腊石、石英砂	中国叶腊石储量占全球 30%，位于全球前列，石英砂储量也比较丰富
较高的研发和技术水平	已掌握较为先进生产技术，并自主研发浸润剂，研发和技术需要提高

数据来源：安信证券研究中心整理

从 2001 年到 2014 年的 14 年时间，全球玻璃纤维产量飞速增长，总产量从 210 万吨增长至 578 万吨，年均复合增长率为 8.10%；而同期我国玻璃纤维产量从 21.50 万吨增长到 308 万吨，年均复合增长率更是高达 22.72%。

作为新型环保材料，我国玻纤应用还是以传统热固性产品为主，随着国家环保政策的趋严，未来在交通、新能源等领域具备较大成长空间，因此，我们预计未来玻纤市场的增量主要来自国内市场，国内玻纤需求增速快于全球水平。

表 5：国内外玻纤产量（万吨）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
中国大陆	95	116	160	211	205	256	279	288	285	308
其他地区	255	250	240	240	240	215.5	209	142	265	270
全球合计	350	366	400	451	445	471.5	488	430	550	578

中国占比	0.27	0.32	0.4	0.47	0.46	0.54	0.57	0.67	0.52	0.53
------	------	------	-----	------	------	------	------	------	------	------

数据来源：中国玻纤工业协会、安信证券研究中心

1.2.3 人和：行业集中度高，中国巨石具备一定的价格话语权

玻纤生产的规模优势决定了玻纤企业集中度高，是一个寡头垄断的市场，截止到 2013 年末，全球前六大玻纤企业市占率达到 75%，国内三大家玻纤企业（中国巨石、泰山玻纤、重庆国际）市占率自呈现上升趋势，目前达到 70%以上的水平。

由于玻纤企业的盈利情况取决于玻纤纱价格，在供需基本平衡的大背景下，龙头企业具备一定的价格话语权。由于新增产能的大量投放，除了中国巨石之外，我国主要玻纤企业都出现了不同程度的亏损，合作意识增强。目前来看，在玻纤纱连续提价之后，泰山玻纤 2014 年末已经实现了扭亏，重庆国际仍处于盈亏平衡线，玻纤价格具备进一步向上的弹性。

图 11：全球前六大玻纤企业市占率 75%



数据来源：安信证券研究中心整理

图 12：国内三大家玻纤企业市占率 70%以上



数据来源：安信证券研究中心整理

2、20 年，成就玻纤江湖传奇

公司目前共拥有浙江桐乡、江西九江、四川成都、埃及四个大型玻璃纤维生产基地，占全国玻纤市场份额的比例将近 40%，全球玻纤市场份额的比例超过 20%。

表 6：世界玻纤巨头产能规模

公司	产能 (万吨)
中国巨石	110
OCV	106
PPG	70
重庆玻纤	60
泰山玻纤	41
JM	30

数据来源：OC、中国玻纤行业简报、安信证券研究中心

纵观巨石集团的地域布局历史，可以看到公司在全国扩张及海外拓展方面的稳健布局及卓越发展。公司起家于桐乡，2004 年，桐乡本部实施整厂搬迁，成立了年产 60 万吨的玻纤工业基地。2002 年，巨石集团九江有限公司成立，发展至今，已经成为江西省的明星企业，为巨石占据中部市场打下基础。2004 年，巨石集团成都有限公司成立并开始了迅速发展。2007 年，巨石集团在成都再投资 60 亿元建设年产 50 万吨玻纤新材料生产基地。2010 年，公司开始布局海外，埃及年产 8 万吨玻纤生产线 2014 年正式投产，未来有望成立美国生产基地。

图 13: 中国巨石生产基地建设情况



数据来源: 公司资料、安信证券研究中心整理

2.1 管理出色, 成本优势明显

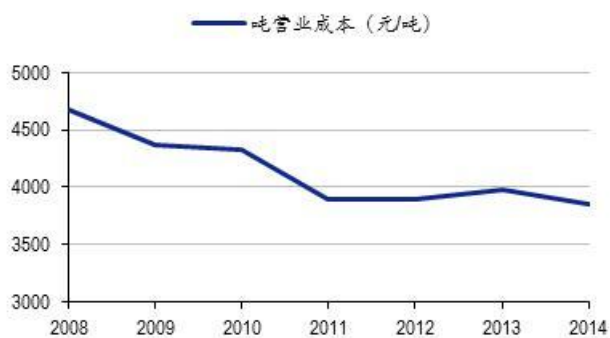
玻纤生产是一个资金密集、技术密集型的产业, 需要多年的技术积累及沉淀, 公司在 20 多年的发展过程中积累了先进的浸润剂技术, 具备配方优势以及系统性的技改优势, 成本低于竞争对手, 同时, 玻纤生产具备规模效应, 公司凭借全球第一的产能优势在成本方面竞争优势明显。另一方面, 公司近年来在上游收购矿山资源, 进一步降低生产成本。

2012 年 6 月, 公司公告拟以现金方式收购 Assure Glory Holdings Limited 持有的桐乡金石贵金属有限公司 75% 的股权及桐乡磊石微粉有限公司 75% 的股权。2013 年 8 月, 公司收购两家公司的剩余股权。其中桐乡磊石公司主要生产销售叶腊石微粉, 产品主要供应巨石集团桐乡生产基地, 设计生产能力年产叶腊石微粉 70 万吨。

2012 年, 公司收购湖北红嘉高岭土矿业有限公司。通过股权转让方式, 主要负责高岭土、泥炭及其他非金属矿产品 (不含煤炭)、耐火材料加工、销售, 持股比例 60%。湖北巨都高岭土矿业有限公司, 主要负责高岭土、石英砂、萤石、石灰石、泥炭及其他非金属矿产品加工、销售, 持股比例 45%。建始巨宏矿业有限公司, 主要负责高岭土及其他非金属矿产品购销, 持股比例 35%。

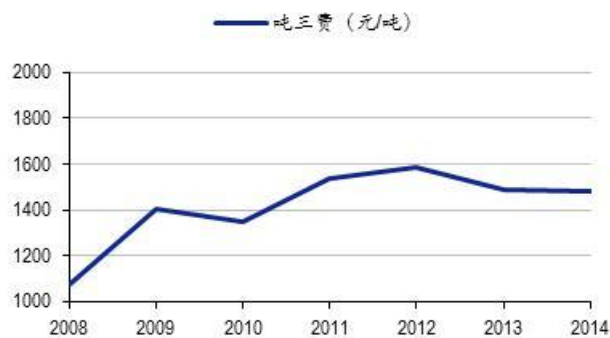
从近年来的情况来看, 随着技改、规模扩张、增强管理等渠道, 公司玻纤生产吨成本呈现下降趋势。

图 14: 公司吨营业成本情况



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心估算

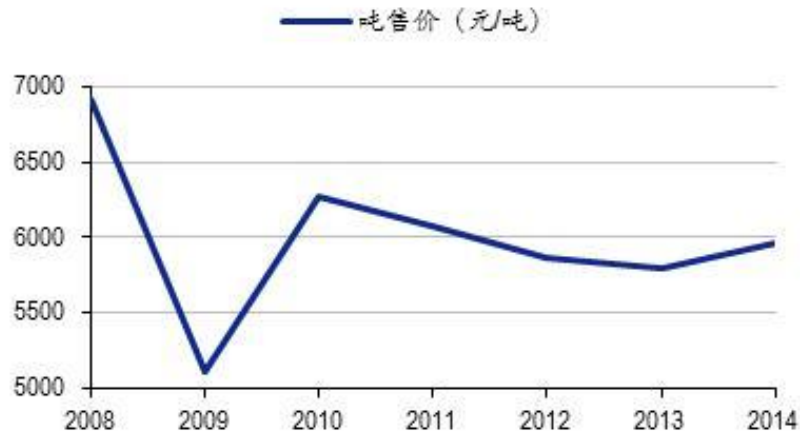
图 15: 公司吨三费情况



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心估算

目前来看，公司销售玻纤价格已经达到近三年高点，但是还未达到 2007 年高点。我们认为在公司生产成本降低速度快于竞争对手的背景下，加上玻纤供求关系改善，2007 年的盈利水平不是公司的一个标准，而是可以逾越的高点，公司业绩具备继续上涨弹性。

图 16：中国巨石吨销售价格

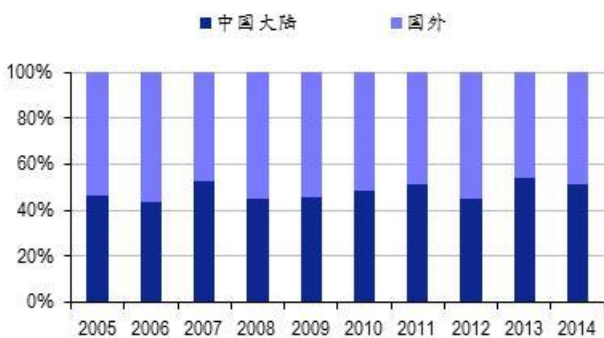


数据来源：安信证券研究中心估算

2.2 以外供外，傲视群雄

经济危机之前，中国巨石销售以出口为主，海外销售收入占比 50%以上，由于经济危机的影响，公司把业务重点转移至国内，自 2014 年以来，国外市场逐步回暖，中国巨石 2014 年营收增速海外快于国内。我们预计未来国内玻纤需求增速快于国外，中国巨石销售比例维持在 6:4 的合理水平。

图 17：海外收入占比



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 18：海外收入增速



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

2010 年，公司开始海外布局，2012 年开工建设埃及 8 万吨生产线池窑，为埃及一期项目，2013 年 11 月点火试运行，于 2013 年 12 月开始试车生产，已于 2014 年 4 月正式投产。2014 年 4 月 23 日开始，窑炉 4 条作业通路全部开始生产，达到设计产能年产 8 万吨。产品已销往欧洲、土耳其、中东、埃及本土等客户，客户通过前期测试后，反应良好，已开始全面增量订货。

2015 年 1 月 10 日，公司公告建设巨石埃及玻璃纤维股份有限公司（以下简称“巨石埃及公司”）建设年产 8 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线项目。项目计划于 2015 年 1 季度

开工建设，2016 年 1 季度完成。目前该项目正在积极推动，主要针对欧盟地区的销售，对公司现有市场不会造成冲击。未来，巨石埃及公司将根据市场的变化，分步实施再投资 3 亿美元，打造一个年产 20 万吨的非洲唯一的世界级大型玻璃纤维生产基地，以满足周边地区日益增长和多样化的产品需求。

埃及工厂的建立，一方面有利于规避反倾销反补贴政策，实现公司以外供外布局，另一方面，相对提升了公司在国内的产能。

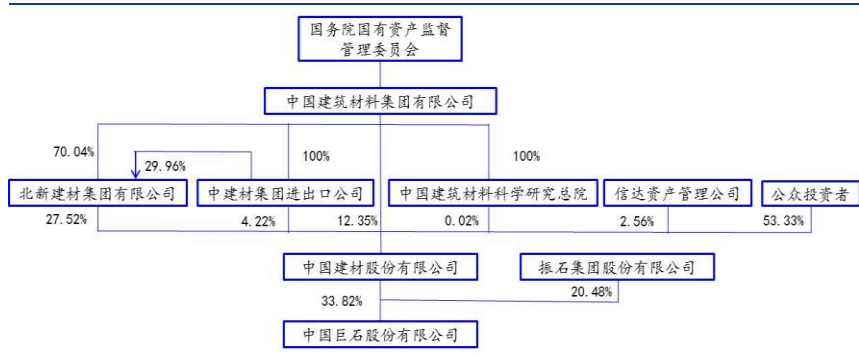
2012 年 10 月，公司公告称拟在美国南卡罗莱纳州设立巨石美国并建设年产 10 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线，后处于筹备状态，2015 年 1 月 10 日，公司再次公告拟在美国南卡罗来纳州设立全资子公司巨石美国南卡玻璃纤维股份有限公司并建设年产 8 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线项目，目前仍处于筹备状态。

3、中国巨石，不止是玻纤

3.1 国企改革仍具空间

巨石集团控股股东为中国建材股份有限公司，隶属国资委，持股比例 33.82%。

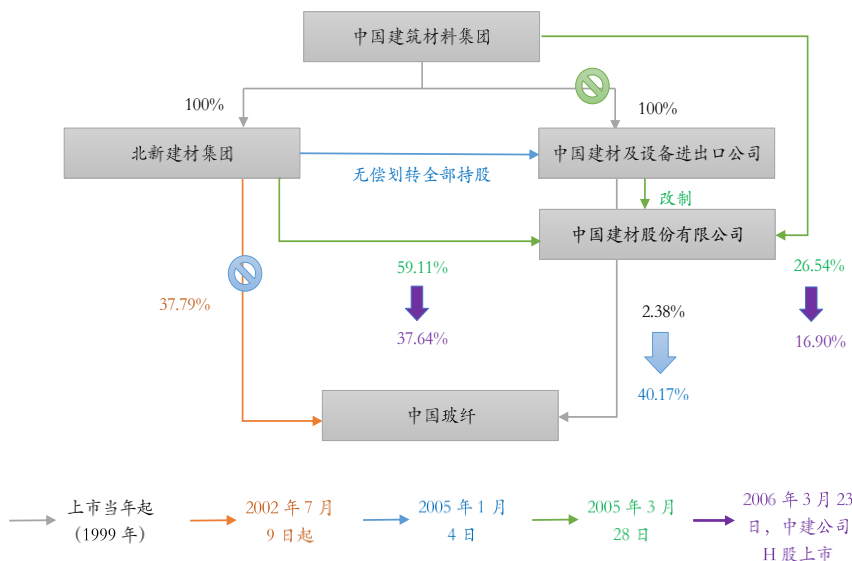
图 19：中国巨石股权结构



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

历史上看，2006 年，中国玻纤完成股权分置改革，控股股东中国建材持股下降了 4.02%，至 36.15%；2011 年持股变动，主要股东（中国建材、振石集团、珍成国际、索瑞斯特）通过定向增发，向上市公司注入巨石集团资产，定增完成后，巨石集团成为全资子公司，中国建材持股下降 3.36%，至 32.79%。2014 年中国建材、振石集团、珍成国际、索瑞斯特需以其分别持有的部分股份向 2013 年其他股东进行补偿。由于中国建材、振石集团在重大资产重组前已分别持有中国玻纤股票，在向其他股东赠送需补偿的股份时，获得了来自珍成国际和索瑞斯特的股份，因此，中建材持股提高 1.03%，至 33.82%。

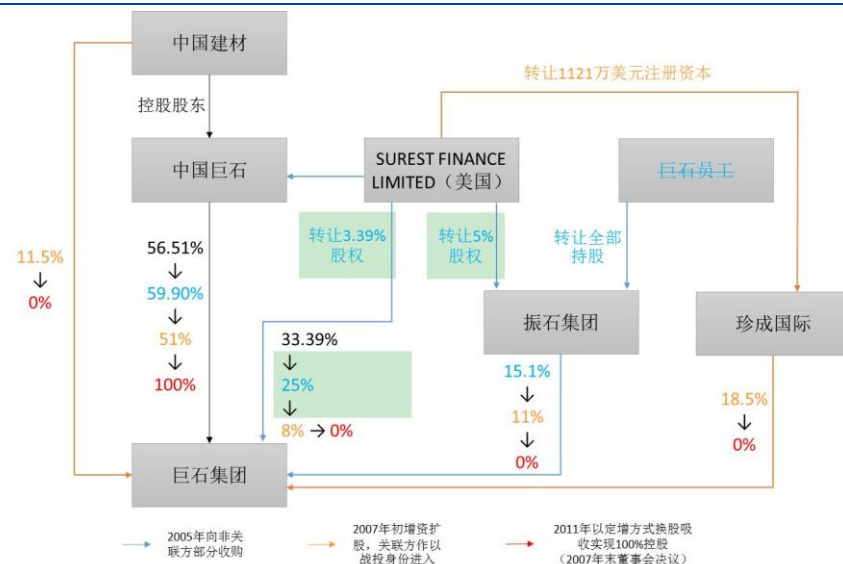
图 20: 中国建材对公司持股比例变化



数据来源：安信证券研究中心整理

对于巨石集团，中国巨石也经历了全资控股到非全资控股再到全资控股的过程：中国化建上市之初，巨石集团经营性资产整体进入上市公司，成为 100% 全资子公司。2001 年，由股东振石集团（当时持股 22.6%）提案将巨石集团由全资子公司变为中外合资，中国化建持股 56.51%，SUREST FINANCE LIMITED（美国）持股 33.39%，员工持股 10.10%。2011 年，以定增方式收购巨石集团全部股权。

图 21: 公司收购巨石集团历程



数据来源：安信证券研究中心整理

2015 年 5 月 7 日，公司公告定向增发预案，发行数量不超过 24,295.43 万股，发行价格不低于 20.58 元/股，募集资金总额不超过 50.00 亿元，用于埃及二期、三期项目及国内技改项目，我们预计募投项目完成后，公司产能进一步扩大，预计技改能够带来生产成本的进一步降低。

虽然中国建材对公司持股比例低于 50%，但我们认为未来在职业经理人制度、引入战略投资者、产业整合等方面，公司仍然具备国企改革空间。

3.2 产业链延伸值得期待

中国巨石（600176.SH）原名中国化建，2004 年末改名中国玻纤，至今已成为全球玻纤巨头，2015 年 3 月改名中国巨石，进入新一轮发展周期，未来业务范围有望以玻纤行业为出发点进行产业链延伸，打造新型材料集团。

从中国建材旗下非上市企业来看，与公司业务具备相关性的公司涉足风电、玻璃无纺布等业务领域，不排除未来注入上市公司的可能性。

表 7：公司主要关联交易客户

关联交易客户	主要规模	涉足业务领域
连云港中复连众复合材料集团有限公司	截至 2014 年 6 月末，中复连众集团公司总资产 439,598 万元，总负债 230,317 万元，所有者权益 209,281 万元(其中，酒泉和沈阳子公司注册资本分别为 5000 万元;截至 2014 年 6	风电
中复连众（酒泉）复合材料有限公司	月末，中复新水源总资产 36,853.63 万元，总负债 19,283.67 万元，所有者权益 1,759.96	
中复连众（沈阳）复合材料有限公司	万元，资产负债率 52.33%。	
中复新水源科技有限公司	公司总投资 1938.50 万美元，注册资本	玻璃无纺布
常州中新天马玻璃纤维制品有限公司	1188.50 万美元	

数据来源：公司公告、安信证券研究中心整理

同时，我们认为公司下游涉及到新型环保领域，未来在向下游产业链延伸方面也存在巨大机遇。

4、盈利预测与投资评级

不考虑定增摊薄，我们预计公司 2015 年-2017 年净利润增速分别为 112%、32%、19%，对应 EPS1.15、1.52、1.81 元，成长性突出，目前估值偏低；同时，我们认为未来在资产注入、国企改革方面公司存在空间，首次给予公司买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 33 元。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年05月22日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	5,209.6	6,268.2	7,521.8	8,650.1	9,947.6	成长性					
减:营业成本	3,575.2	4,050.3	4,588.3	5,103.5	5,869.1	营业收入增长率	2.1%	20.3%	20.0%	15.0%	15.0%
营业税费	47.9	47.4	67.7	74.3	83.4	营业利润增长率	-1.4%	98.1%	111.1%	33.0%	20.4%
销售费用	173.2	201.4	255.7	294.1	338.2	净利润增长率	16.4%	48.7%	112.0%	31.6%	19.1%
管理费用	505.1	570.7	710.0	814.2	927.0	EBITDA 增长率	-3.7%	28.4%	21.7%	20.3%	13.8%
财务费用	659.1	781.8	647.4	698.1	725.4	EBIT 增长率	-6.1%	43.4%	38.0%	24.4%	15.5%
资产减值损失	19.3	21.8	17.0	19.3	19.4	NOPLAT 增长率	-7.1%	48.6%	37.8%	24.4%	15.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	2.0%	10.8%	-6.2%	17.0%	3.2%
投资和汇兑收益	67.9	-4.7	10.0	10.0	10.0	净资产增长率	-0.6%	8.1%	20.9%	19.3%	19.0%
营业利润	297.8	590.1	1,245.7	1,656.5	1,995.2	利润率					
加:营业外净收支	144.9	15.9	77.0	79.3	57.4	毛利率	31.4%	35.4%	39.0%	41.0%	41.0%
利润总额	442.8	606.0	1,322.7	1,735.8	2,052.6	营业利润率	5.7%	9.4%	16.6%	19.2%	20.1%
减:所得税	109.2	132.6	291.0	381.9	451.6	净利润率	6.1%	7.6%	13.4%	15.3%	15.9%
净利润	319.1	474.5	1,006.2	1,324.3	1,577.4	EBITDA/营业收入	32.2%	34.4%	34.8%	36.5%	36.1%
						EBIT/营业收入	18.4%	21.9%	25.2%	27.2%	27.3%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	674	624	575	500	442
货币资金	2,061.1	1,209.1	1,680.1	1,628.5	1,914.1	流动营业资本周转天数	130	119	102	122	137
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	440	352	291	305	306
应收帐款	1,575.8	1,840.6	1,920.3	2,885.3	2,641.1	应收帐款周转天数	109	98	90	100	100
应收票据	880.0	1,171.0	929.4	1,654.3	1,347.0	存货周转天数	115	81	61	65	71
预付帐款	288.0	206.5	373.1	318.1	432.9	总资产周转天数	1,304	1,107	932	862	815
存货	1,627.0	1,186.3	1,362.7	1,756.1	2,156.6	投资资本周转天数	968	856	727	664	633
其他流动资产	-	197.2	65.7	87.6	116.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	8.8%	11.6%	20.8%	22.9%	22.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.7%	2.4%	5.3%	6.2%	6.9%
长期股权投资	76.3	71.4	71.4	71.4	71.4	ROIC	5.2%	7.6%	9.4%	12.5%	12.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	9,591.5	12,123.4	11,911.6	12,129.3	12,276.4	销售费用率	3.3%	3.2%	3.4%	3.4%	3.4%
在建工程	2,226.7	395.7	395.7	395.7	1,395.7	管理费用率	9.7%	9.1%	9.4%	9.4%	9.3%
无形资产	397.4	407.8	391.4	375.1	358.7	财务费用率	12.7%	12.5%	8.6%	8.1%	7.3%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	25.7%	24.8%	21.4%	20.9%	20.0%
资产总额	19,230.0	19,325.1	19,608.9	21,807.3	23,216.3	偿债能力					
短期债务	5,850.0	6,070.4	6,073.0	6,705.0	7,064.0	资产负债率	80.3%	78.8%	74.8%	72.9%	69.7%
应付帐款	887.9	763.3	1,388.9	985.9	1,639.7	负债权益比	407.6%	372.0%	296.3%	269.5%	230.5%
应付票据	90.0	0.2	145.7	28.1	144.3	流动比率	0.69	0.56	0.61	0.77	0.72
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.52	0.45	0.48	0.61	0.54
长期借款	4,674.1	2,393.5	2,350.0	3,143.0	2,108.0	利息保障倍数	1.45	1.75	2.92	3.37	3.75
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	15,441.7	15,231.2	14,660.4	15,905.5	16,191.3	DPS(元)	0.11	0.17	0.35	0.46	0.55
少数股东权益	83.2	73.5	99.0	128.7	152.3	分红比率	30.1%	30.3%	30.3%	30.3%	30.3%
股本	872.6	872.6	872.6	872.6	872.6	股息收益率	0.4%	0.6%	1.4%	1.8%	2.1%
留存收益	2,896.9	3,275.3	3,976.9	4,900.5	6,000.1						
股东权益	3,788.3	4,093.9	4,948.5	5,901.8	7,025.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.37	0.54	1.15	1.52	1.81
净利润	333.6	473.4	1,006.2	1,324.3	1,577.4	BVPS(元)	4.25	4.61	5.56	6.62	7.88
加:折旧和摊销	723.5	784.3	728.2	798.7	869.2	PE(X)	70.7	47.5	22.4	17.0	14.3
资产减值准备	19.3	21.8	-	-	-	PB(X)	6.1	5.6	4.7	3.9	3.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	80.8	-33.5	36.7	71.0	30.5
财务费用	684.3	771.3	647.4	698.1	725.4	P/S	4.3	3.6	3.0	2.6	2.3
投资损失	-67.9	4.7	-10.0	-10.0	-10.0	EV/EBITDA	10.2	11.7	12.4	10.8	9.3
少数股东损益	14.5	-1.2	25.5	29.7	23.6	CAGR(%)	59.5%	50.1%	53.8%	59.5%	50.1%
营运资金的变动	334.2	-1,144.8	756.4	-2,298.2	573.2	PEG	1.2	0.9	0.4	0.3	0.3
经营活动产生现金流量	1,425.8	1,663.2	3,153.7	542.5	3,758.8	ROIC/WACC	0.7	1.0	1.2	1.6	1.6
投资活动产生现金流量	-1,507.4	-1,464.6	-490.0	-990.0	-1,990.0	REP	1.8	1.6	1.8	1.2	1.2
融资活动产生现金流量	270.9	-1,004.3	-2,192.8	395.9	-1,483.2						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

孙明新声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

