

# 中国巨石 (600176.SH) 其它非金属行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

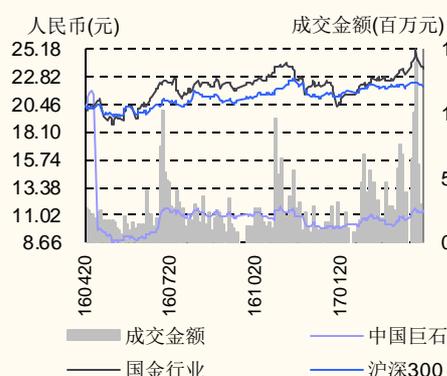
市场价格 (人民币): 11.33 元  
目标价格 (人民币): 15.20-16.60 元

## 低估值龙头，玻纤行业领军者

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,432.16
总市值(百万元)	27,556.34
年内股价最高最低(元)	21.65/8.66
沪深 300 指数	3445.88
上证指数	3170.69



### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.127	0.625	0.757	0.877	1.006
每股净资产(元)	8.79	4.51	5.00	5.59	6.30
每股经营性现金流(元)	2.20	1.30	1.35	1.37	1.40
市盈率(倍)	22.56	15.73	14.96	12.91	11.26
行业优化市盈率(倍)	25.43	25.43	25.43	25.43	25.43
净利润增长率(%)	107.16%	54.73%	21.10%	15.85%	14.66%
净资产收益率(%)	10.11%	13.87%	15.16%	15.69%	15.97%
总股本(百万股)	872.63	2,432.16	2,432.16	2,432.16	2,432.16

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **产能继续释放，盈利能力不断提升：**2016 年公司产能达到 130 万吨，同比增长 11.1%，产能规模继续稳居全球第一，预计 18 年产能将达到 158 万吨；同时公司成本控制能力不断提升，2016 年公司期间费用率为 19.98%，较 2012 年降低 7 个百分点，公司毛利率达到 44.5%，再创历史新高，未来随着规模优势进一步提升，盈利能力仍有提升空间。
- **17 年行业供需结构持续向好，热塑复合材料占比持续提升：**17 年新增产能多集中于年底，产能净投放约 30 万吨左右，匹配需求 5-6% 的增速，对价格冲击不大。从下游来看，电子、轨道交通、汽车轻量化等正处于上行周期，需求支撑明显，随着下游应用领域的不断拓展，玻纤行业正逐步平滑掉其周期性，抗周期性风险能力增强。而受惠于绿色经济发展，非工程塑料类热塑性复合材料的正逐渐成为主流，2016 年热塑性复合材料制品产量 196.5 万吨，较去年增长 11.39%，连续两年保持两位数增长，成长空间巨大。
- **布局全球化，产品高端化，生产智能化：**公司加速全球拓展步伐，埃及三期将于 9 月投产，届时埃及总产能将达到 20 万吨，16 年底成立美国子公司，并引入战略投资者 GEI，投建 8 万吨无碱玻纤产线，实现外产外销，有效规避反倾销反补贴政策；同时，公司积极调整产品结构，高端化产品比例逐步提升，其 E8 超高模量玻璃纤维更是填补了超高模量玻纤国际市场的空白；巨石集团拟投资 29 亿元建设 30 万吨玻璃纤维智能制造生产线，将全面提升公司的智能化水平，显著提高生产效率，或许引领新一轮生产线的革新。
- **中建材资产众多，整合预期强烈。**中国巨石与中材科技同属中建材旗下，玻纤、叶片等业务重合，随着中建材合并完成后，相关资产的整合将逐步实施，二者龙头改革的看点巨大。与此同时，玻纤作为全球贸易商品，在一带一路大背景下玻纤有望加速全球拓展。

### 投资建议

- 随着玻纤下游需求回暖及公司产能释放，巨石将充分受益于行业景气周期带来的红利，未来业绩将稳固增长，进一步巩固龙头地位，建议重点关注。

### 估值

- 预计 17-19 年 EPS 分别为 0.76, 0.88 和 1.01 元，对应估值分别为 15, 13 和 11.3 倍，目标价 15.2 元，给予买入评级。

### 风险

- 玻纤行业景气度下行，产能集中释放价格下跌，下游需求低迷

闰广

联系人  
(8621)60230241  
yanguang@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)60230235  
hegw@gjzq.com.cn

## 内容目录

中国巨石—全球玻纤领航者 .....	4
营收增速平稳，盈利能力突出.....	5
费用控制能力不断增强，毛利率持续提升 .....	6
玻纤高性价比优势凸显 .....	6
行业寡头垄断格局长期维持 .....	8
玻纤行业—高壁垒，高集中度.....	8
17 年新增产能冲击不大 .....	9
下游应用领域不断拓展，需求平稳增长.....	10
轨交运输投资稳定增长 .....	11
汽车轻量化成为未来趋势.....	11
PCB 景气上行，电子纱量价齐升.....	12
风电回暖，或迎抢装潮 .....	13
热塑复合材料占比持续提升，符合绿色循环经济.....	14
巨石愿景：布局全球化，产品高端化，生产智能化 .....	14
投资建议与盈利预测.....	17
风险提示 .....	17

## 图表目录

图表 1：公司股权结构.....	4
图表 2：公司发展大事记.....	5
图表 3：公司营业收入及增速.....	5
图表 4：公司利润及增速.....	5
图表 5：公司分产品收入结构.....	6
图表 6：公司分区域收入结构.....	6
图表 7：2010-2016 年公司玻纤及制品毛利率.....	6
图表 8：2010-2016 年公司期间费用率.....	6
图表 9：玻纤上下游一览表 .....	7
图表 10：玻纤生产工艺分布情况.....	7
图表 11：2400tex 缠绕直接纱价格.....	8
图表 12：我国玻纤产能分布.....	8
图表 13：玻纤行业壁垒高.....	9
图表 14：我国玻纤产量及增速.....	9
图表 15：全球玻纤产量及增速.....	9
图表 16：2017 年玻纤生产线变化一览表 .....	9
图表 17：玻璃纤维下游应用领域.....	10
图表 18：我国玻纤产品下游需求分布 .....	11
图表 19：全球玻纤产品下游需求分布 .....	11

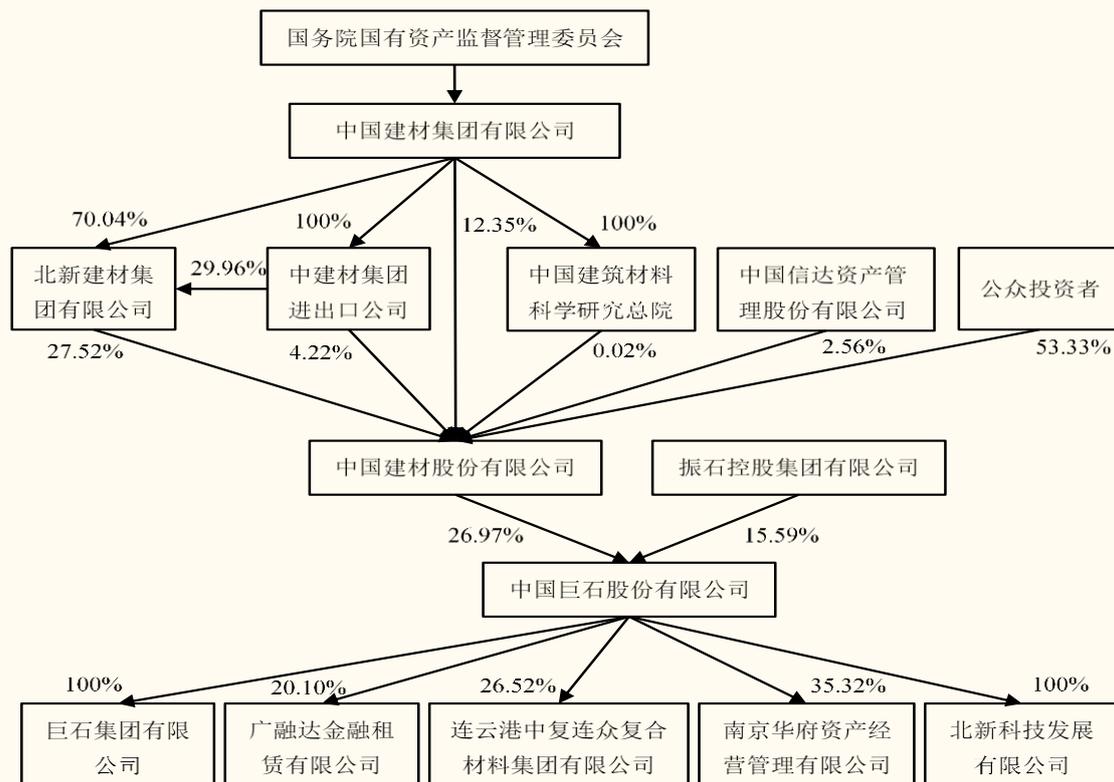
图表 20: 我国铁路投资总额及增速.....	11
图表 21: 我国城市轨道交通投资总额及增速.....	11
图表 22: 汽车轻量化效益.....	12
图表 23: 轻量化材料.....	12
图表 24: 主要国家汽车排放标准.....	12
图表 25: PCB 产业链.....	13
图表 26: 我国风电每年装机容量及增速.....	13
图表 27: 全球风电每年装机容量及增速.....	13
图表 28: 2018 年前全国陆上风力发电标杆上网电价表 (元/千瓦时) .....	13
图表 29: 2018 年后全国陆上风力发电标杆上网电价表 (元/千瓦时) .....	14
图表 30: 我国热塑性复合材料产量及增速.....	14
图表 31: 2016 年热塑性和热固性复合材料产量占比.....	14
图表 32: 公司产能分布一览表.....	14
图表 33: 巨石全球化布局.....	16
图表 34: 公司高端产品 E7.....	16
图表 35: 公司高端产品 E8.....	16
图表 36: 玻纤及制品盈利预测.....	17

## 中国巨石—全球玻纤领航者

中国巨石主要从事玻璃纤维及其制品的生产和销售，是全球最大的玻璃纤维专业制造商，也是世界玻纤行业的引领者。目前公司产能份额在全球达到 20%，在国内达到 32%，并且远高于国内其他同行业公司，稳居玻纤行业的龙头地位。

公司是典型的“央企民营”企业，实际控制人为中国建材集团，而经营主体和业务源于民营企业。从股权结构上来看，中国建材和振石集团分别持有中国巨石 26.97%和 15.59%的股份，股权相对分散，股权比例差距不大，央企和民企都发挥了较大的重要性。多年来，公司利用央企规范的管理、规模优势、技术实力，融合民企的灵活性、激励机制、企业家精神，引领创新了国有资本和民营资本交叉持股和优势互补的企业模式，是“央企民营”的模范样本。

图表 1：公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

中国巨石股份有限公司经历了 18 年的发展历程。公司于 1999 年由中国建材与振石集团投资组建成立，同年在上海证券交易所上市。公司前身名为中国化建，2004 年更名为中国玻纤。2010 年，中国玻纤全资控股玻纤生产企业巨石集团有限公司。2014 年公司总部从北京迁至经营主体所在地浙江桐乡，2015 年更名为中国巨石。从成立到如今的玻纤行业巨头，巨石经历了一段飞速成长的发展历程。

图表 2：公司发展大事记

<b>1999年</b>	• 公司成立，并在上海证券交易所上市
<b>2004年</b>	• 公司更名为中国玻纤股份有限公司
<b>2008年</b>	• 全球最大玻纤生产基地建设完成 • 公司玻纤产能实现世界第一
<b>2010年</b>	• 定向增发进行重大资产重组，巨石集团成为全资子公司
<b>2014年</b>	• 公司总部从北京迁至浙江桐乡 • 埃及项目投产，“走出去”完成关键步伐
<b>2015年</b>	• 被列为中国建材集团发展混合所有制经济的首批试点实施单位 • 公司更名为中国巨石股份有限公司
<b>2016年</b>	• 玻纤产业智能制造基地奠基，投资美国项目签约，引入战略投资者GEI

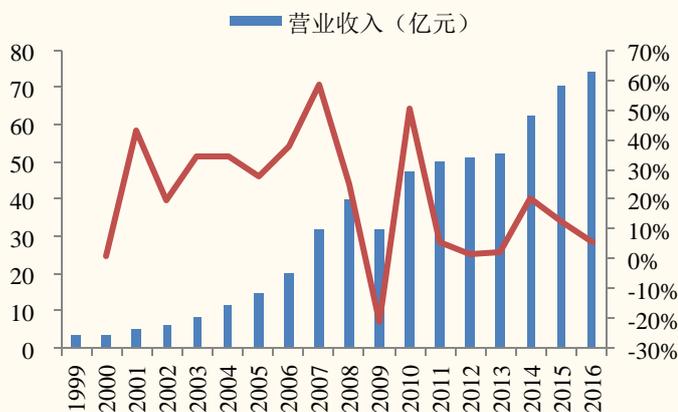
来源：公司公告，国金证券研究所

### 营收增速平稳，盈利能力突出

上市以来，公司营收复合增长率约 20%。2016 年公司营收 74.46 亿元，同比增长 5.55%，营业利润 17.46 亿元，同比增长 53.43%。自 1999 年上市以来，公司营业收入从 3.7 亿元增长至 74.46 亿元，复合增长率为 19.24%；营业利润从 0.33 亿元增长至 17.46 亿元，复合增长率达到 26.29%。17 年来，除了 2009 年由于全球金融危机的影响，玻纤需求大幅下跌造成营业收入和利润出现负增长和亏损以外，中国巨石的营业收入和利润基本维持上升趋势。近几年，公司营业收入和利润处于稳定上升阶段，盈利能力逐步提升。

分地区看，公司营业收入在国内外地区分布均衡，出口比重始终维持在 50% 左右。玻纤产品作为全球贸易型产品，公司立足全球，加大海外拓展，目前公司设立了巨石南非、法国、意大利、加拿大、西班牙、印度、新加坡等 14 家生产和贸易型控股海外子公司和 2 家海外经销商，负责原料进口和玻纤制品的出口贸易。同时，公司与包括北美、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，布局良好的生产与销售分支为巨石在全球市场的立足和业务拓展提供了完备的条件。

图表 3：公司营业收入及增速



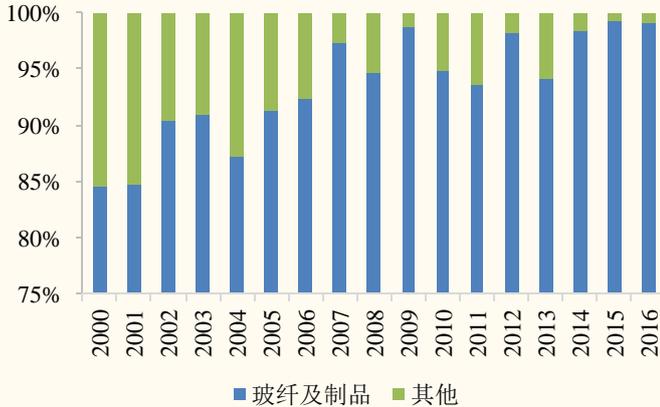
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：公司利润及增速



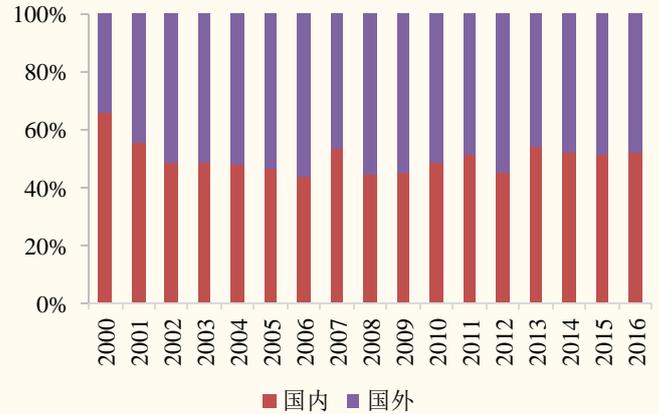
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：公司分产品收入结构



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：公司分区域收入结构

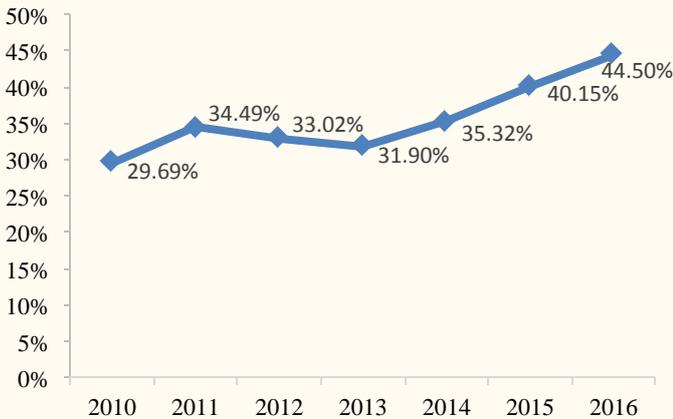


来源：Wind，国金证券研究所

### 费用控制能力不断增强，毛利率持续提升

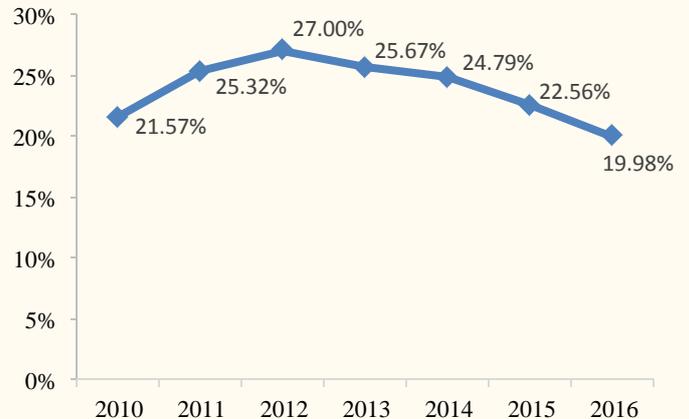
2016 年度产品毛利率为 44.5%，相比 14、15 年分别提升 9.18、4.35 个百分点，再创历史新高。毛利率提升一是由于生产燃料天然气价格下跌；二是公司严格采用成本控制管理，采用精细管理和考核机制进行节能降耗，不断降低期间费用；三是公司大力投入研发和技术创新，促进产品结构高端化，提升单品毛利率。公司产品盈利能力在稳步提升。

图表 7：2010-2016 年公司玻纤及制品毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：2010-2016 年公司期间费用率



来源：Wind，国金证券研究所

### 玻纤高性价比优势凸显

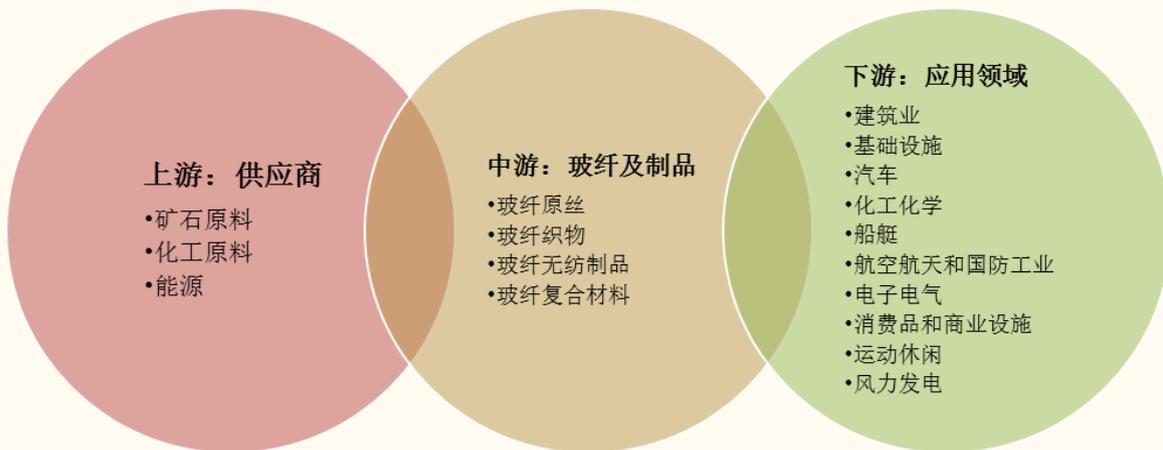
玻璃纤维是一种性能优异的无机非金属材料，具有耐热性高、电绝缘性高、耐化学介质性能高、拉伸强度高、比重轻、延伸小、吸湿低、吸音等优异性能，能够替代钢、铝、木材、水泥、PVC 等多种传统材料，其次原材料丰富，成本稳定及生产工艺成熟，促使其高性价比优势凸显。

**原材料产量丰富，价格稳定。**玻纤生产原料主要包括叶腊石、石英砂、石灰石、白云石、硼钙石、硼镁石等矿石原料，和硼酸、纯碱、浸润剂等化工原料。其中叶腊石是最主要的原材料，占有所有原材料成本的 50%以上，中国是叶腊石矿储量最丰富的国家之一，占全球储量的 30%左右。石英砂的矿产储量达到 13.5 亿吨。原材料供应量较大，价格变动较小，因此原材料成本相对稳定。

**天然气价格维持低位，有效降低成本。**由于矿石原料熔点较高，生产时需要保持炉窑内 1600 度的高温使原料融化，耗用大量的天然气燃料、电力和蒸汽，其成本占据总成本的 30%左右。因此能源价格的变化对玻纤生产成本会造成一定

的影响，近年来天然气价格持续走低，为成本的缩减提供了良好的条件。上游主要资源的供应量充足，使得玻纤生产成本基本能够维持稳定。

图表 9：玻纤上下游一览表

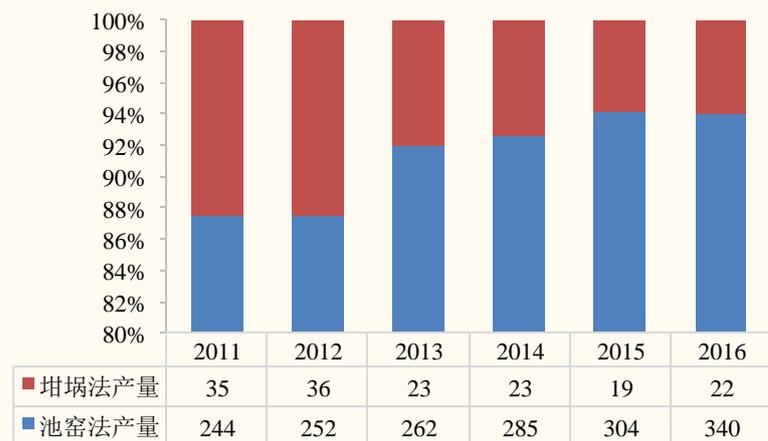


来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

**池窑拉丝法成为主流工艺占比达 94%，工艺成熟稳定。**生产玻纤有坩埚拉丝和池窑拉丝两种方法，坩埚拉丝法投资较少，技术装备简单，能够灵活调整生产规模，主要被小型玻纤企业采用。但是由于程序复杂，需经过两次成型，产出的玻纤产品质量和性能不高，并且能耗大，该方法逐渐被大部分企业淘汰。

池窑拉丝法是目前的主流工艺。这种方法首先把矿石原料在窑炉中熔制成玻璃溶液，排除气泡后经成型通路运送至多孔池窑漏板，高速拉制成玻纤原丝。窑炉通过多条通路连接上百个漏板同时生产，工序简单、节能降耗、成型稳定、高效高产，利于大规模全自动化生产。目前使用池窑工艺生产的玻纤纱约占总产量的 94%，且近 5 年池窑纱产量稳步增长，2016 年达到 340 万吨。随着下游产业对玻纤质量和性能要求提高，以及节能环保的需求促进产业结构升级加快，坩埚拉丝法将进一步被生产效率更高的池窑拉丝法取代。

图表 10：玻纤生产工艺分布情况

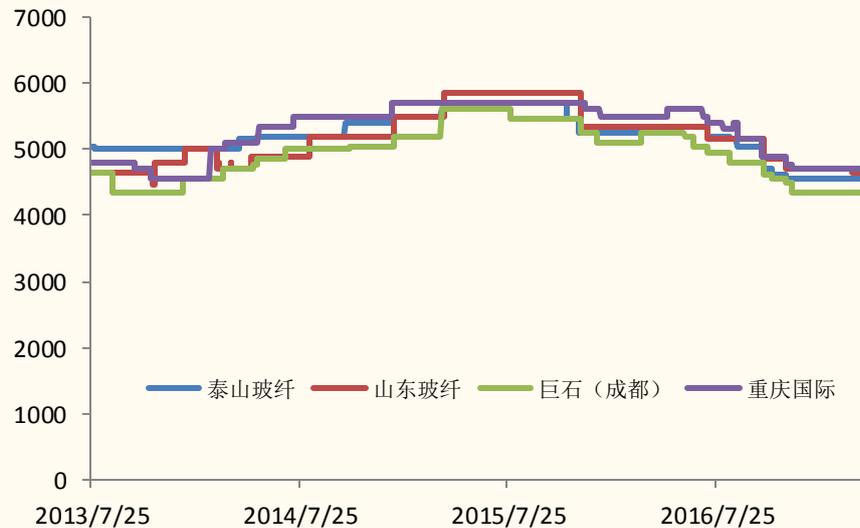


来源：玻璃纤维复合材料信息网，国金证券研究所

**玻纤价格稳定，性价比高。**受去年风电下滑的影响，去年无碱纱价格承压，以 2400tex 缠绕直接纱为例，16 年价格持续下跌，目前价格约 4500 元/吨，处于历史较低位置，在今年需求回暖，新增产能不大的情况下，价格具备上行空间。与此同时，玻纤产品性能在不断提升，虽然碳纤维等高端复合材料具有重量轻，性能优的特点，但是其价格是玻纤价格的 5-25 倍，过于昂贵的价格一定程度上

会导致其应用受限。玻纤复合材料高性价比的优势则凸显，未来应用领域仍十分广阔。

图表 11: 2400tex 缠绕直接纱价格



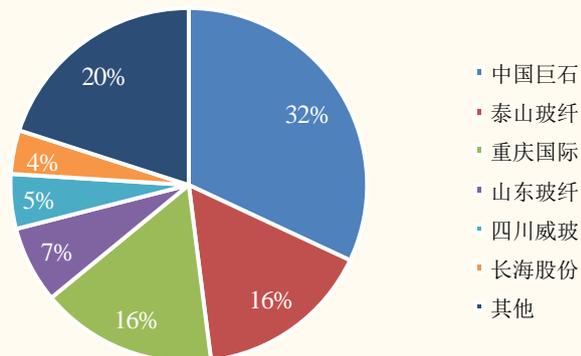
来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

### 行业寡头垄断格局长期维持

#### 玻纤行业—高壁垒，高集中度

玻纤行业属于高壁垒，高集中度的行业，呈现明显的寡头垄断竞争格局。全球来看，目前全球总产能 600 多万吨，前六大供应商产能占比约为 75%，分别为 OCV, PPG, Johns Manivel, 中国巨石, 重庆国际和泰山玻纤。从国内来看，中国巨石、泰山玻纤和重庆国际是国内玻纤行业的三大巨头，共占全国玻纤产能的 64%左右，加上山东玻纤、四川威玻和长海股份，国内前六大供应商产能占比约为 80%。无论是全球市场还是国内市场，都存在产能集中的特点，前六大供应商基本能够控制该行业的产品供给。在此格局下，大型玻纤企业具有较大的竞争优势，新兴企业进出该市场非常困难。

图表 12: 我国玻纤产能分布



来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

玻纤行业具有技术壁垒，资金壁垒、品牌壁垒及政策壁垒。玻纤行业自身的特点形成了较高的进入壁垒，在玻纤行业本身具有技术、资金等壁垒的基础上，我国从政策上也提高了进入门槛，大型玻纤企业的优势将更加明显。不仅新兴企业进入市场会更困难，竞争力较弱的企业也很可能被逐渐挤出市场。预期行业集中度将进一步提高，寡头垄断格局会长期维持。

图表 13：玻纤行业壁垒高

壁垒	内容
技术壁垒	玻纤行业是一个集多项工业技术及复杂的研究理论于一体的独立工业体系，对生产技术专业化要求较高，新进入企业难以通过技术转让获取玻纤生产的核心技术。
资金壁垒	玻纤生产还具有规模生产的特点，因此存在较高的资金壁垒。小型玻纤企业因缺乏成本优势，竞争力较弱。目前国内池窑拉丝生产线每万吨产能的平均投资成本预计在 1 亿元左右，资金需求较大，新进入企业在没有市场销量保障的前提下，难以承担如此巨大的投资成本。
品牌壁垒	下游复合材料行业对玻纤制品的安全性、环保性和质量有较高要求，对玻纤品牌和企业知名度较为重视，因此对新企业产品的接受需要一段过程，也对新进入企业形成了一种潜在壁垒。
政策壁垒	我国对玻纤行业进入条件进行了严格规定。为了促进产能结构升级，加快淘汰高能耗、高污染以及在质量、管理、产业规模等方面落后的玻纤企业，国家工信部于 2012 年颁布实施了新的《玻璃纤维行业准入条件》，新实施的准入条件规定涉及企业布局、工艺装备、能源消耗、环境保护等多方面的准入门槛全面提高。

来源：公开资料，公司公告，国金证券研究所

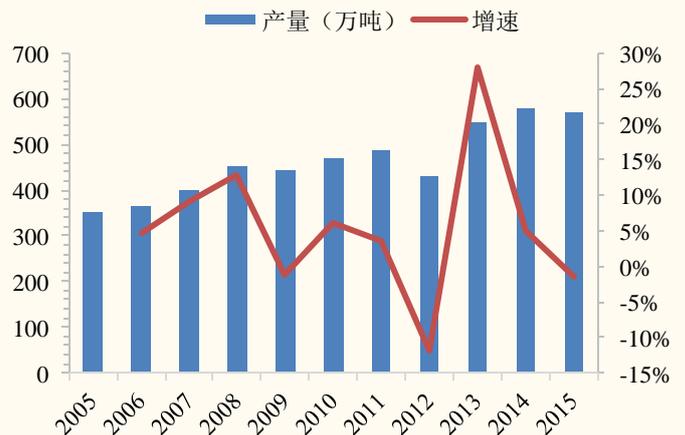
目前，我国玻纤产能产量已经跃居世界第一大国，增速平稳。2016 年全国玻纤产能约 380 万吨，达到全球总产能的 60%左右，近三年我国玻纤产能年均复合增长率达到 6.65%，远高于全球产能年均复合增长率 1.70%。20 我国玻纤产量从 2005 年的 95 万吨增长至 362 万吨，年均复合增长率达到 12%，而全球产量相对稳定，年均复合增长率仅为 5%左右，16 年我国玻纤产量达到 362 万吨，同比增长 12%，占全球总产量的 60%左右，未来仍将以较快速度发展。

图表 14：我国玻纤产量及增速



来源：玻璃纤维复合材料信息网，国金证券研究所

图表 15：全球玻纤产量及增速



来源：中国玻纤工业协会，国金证券研究所

### 17 年新增产能冲击不大

随着玻纤行业景气度提升，不断有新增产能投放市场，市场对玻纤行业的担忧是新增产能带来的冲击，导致供需失衡，价格下跌。根据统计数据显示，预计今年新点火产能将达到 58 万吨，占全球总产能的 8%左右，但是其中约 40 万吨将在年底或者明年投产，加上 1-2 个月的烤窑时间，基本不会对今年产生冲击，按照需求端每年 6%左右的增长，扣除每年冷修产能 20-30 万吨左右，行业供需基本平衡。

图表 16：2017 年玻纤生产线变化一览表

新点火	编号	生产线名称	产能 (万吨/年)	点火日期
	1	巨石 (埃及三线)	4	2017 年 9 月
	2	泰山玻纤新区 4#线	10	2017 年 2 月
	3	重庆三磊玻纤股份有限公司无碱池窑一期	8	待定
新点火	4	重庆国际长寿基地电子级池窑	3	2017 年 5 月
	5	中材金晶	8	待定
	6	江西元源	5	待定
	7	巨石九江	12	2017 年底
	8	长海股份	8	2017 年底

新点火	编号	生产线名称	产能 (万吨/年)	点火日期
	1	中材金晶年产 4 万吨无碱粗砂池窑线	4	可能 2017 年
	2	巨石年产 14 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线增资项目(将技改为 18 万吨)	18	2017 年
	3	泰山玻纤邹城 4#线 (电子纱)	9	2017 年 6 月
	4	江西大华玻纤集团有限公司中碱池窑 (将技改为 6 万吨无碱池窑)	6	2017 年 6 月
冷修复产线	5	重庆国际大渡口 F05 线无碱粗砂池窑线	5	可能 2017 年
	6	重庆国际大渡口 F06 线无碱粗砂池窑线 (7 万吨技改 8 万吨)	8	可能 2017 年
	7	重庆国际长寿基地 F07 电子级池窑线	3.6	2017 年 5 月
	8	上海天玮电子级池窑线	1.8	可能 2017 年
	9	昆山必成电子级池窑线	3.8	可能 2017 年
	编号	生产线名称	产能 (万吨/年)	冷修日期
冷修/停产线	1	江西大华玻纤集团有限公司中碱池窑 (将技改为 6 万吨无碱池窑)	3	2017 年 2 月
	2	长海股份无碱池窑	3	2017 年
	3	泰山玻纤老厂 3 线	4.2	2017 年 12 月
	4	泰山玻纤邹城 4#线 (电子纱)	6	2017 年 1 月

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

### 下游应用领域不断拓展, 需求平稳增长

目前玻纤主要用在建筑业、基础设施、汽车、化工化学、船艇、电子电气、消费品和商业设施和风力发电等领域。这些下游应用领域较为分散, 具体用途种类各异, 并且在不断地拓展中, 也使得玻纤产品的市场需求整体较为充足稳定。

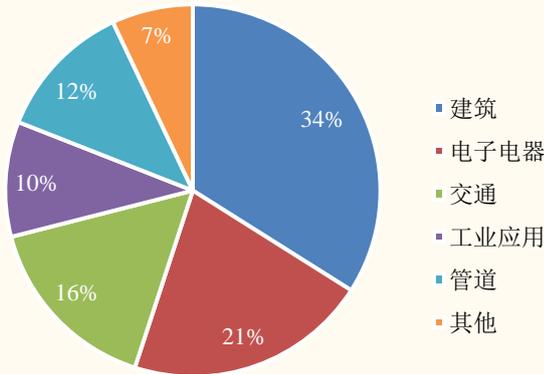
图表 17: 玻璃纤维下游应用领域

应用领域	具体用途
建筑业	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
基础设施	桥梁、码头、高速公路路面、栈桥、临水建筑、管道
汽车	汽车前后保险杠、挡泥板、发动机盖板、卡车顶棚、仪表盘、座椅、驾驶舱、装饰、汽车电子电器元件
化工化学	化工贮罐、防腐格栅、化工设备配件、烟囱、通风柜、风扇
船艇	游艇船体、甲板、船艇零部件
航空航天及国防工业	小飞机机身、直升机外壳和旋翼桨叶、飞机次要结构部件 (地板、门、座椅、辅助油箱)、飞机发动机零件、头盔、雷达罩、救援担架
电子电气	电器开关盒、电器配线盒、仪表盘罩等、电器原件与电部件、绝缘工具、电机端盖、变电站设备、输电线
消费品和商业设施	笔记本电脑、手机外壳、家用电器零部件、灯罩、家具
运动休闲	滑雪板、网球拍、高尔夫球杆、乒乓球桌、赛艇、自行车、摩托艇
风力发电	风力发电叶片

来源: 公司官网, 国金证券研究所

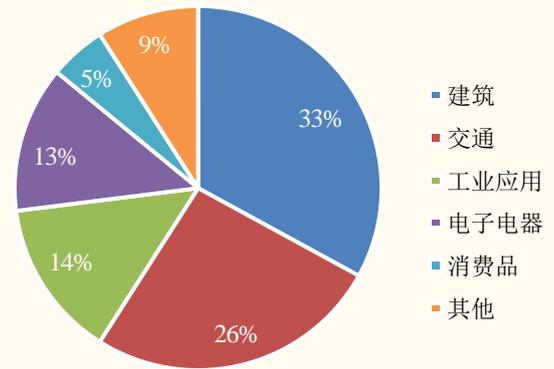
**玻纤行业正处于景气周期, 未来成长性占主导。**从历史上来看, 玻纤行业是周期叠加成长型的行业, 过去玻纤应用于建筑领域比重较大, 周期性明显, 随着下游应用领域的不断拓展, 玻纤行业正逐步平滑掉其周期性, 抗周期性风险增强, 未来成长空间仍值得期待。目前下游电子、汽车轻量化、轨道交通正处于上行周期, 且风电有回暖迹象, 需求端支撑明显。

图表 18：我国玻纤产品下游需求分布



来源：中国玻纤网，国金证券研究所

图表 19：全球玻纤产品下游需求分布

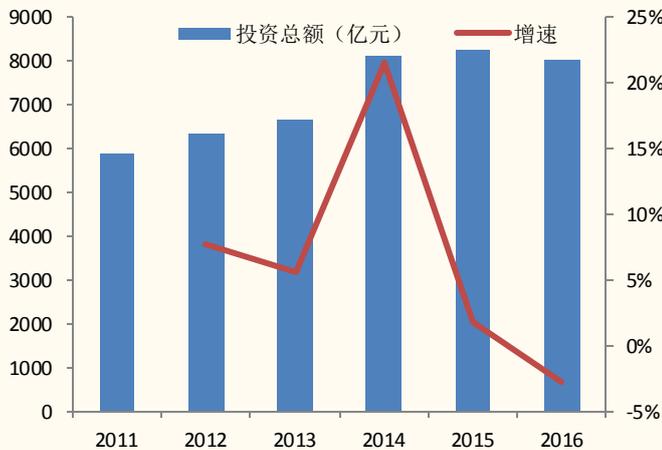


来源：中国玻纤网，国金证券研究所

### 轨交运输投资稳定增长

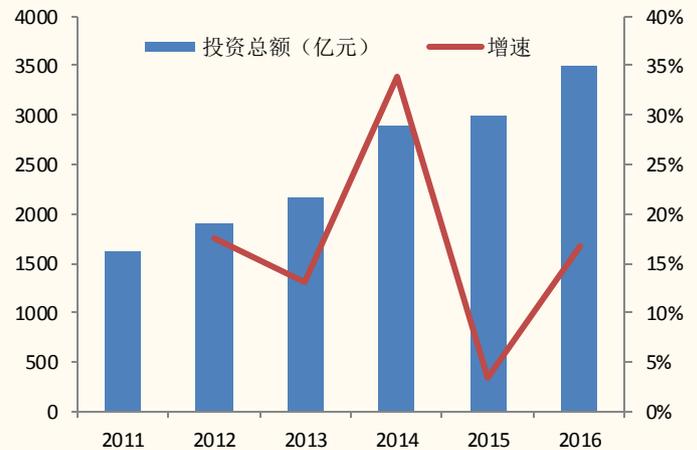
随着城镇化进程加快，交通运输领域投资不断加大，高铁、城市轨道交通的建设拉动了玻纤复合材料的旺盛需求。玻纤复合材料具有高强度、耐磨耐腐蚀的优点，不仅可以用于建造轨道、电缆，还可以用来制造列车车门、车头和车内饰件。在我国高铁的投资额中，基建部分占 40%-60%，包括桥梁、铺轨、站台设施、噪音屏障等，列车车身及配件占 10%-15%，都是适用玻纤复合材料的领域。随着“十三五”期间提出了构筑“八纵八横”高速铁路主通道规划，以及“两横三纵”城市群建设战略，预计我国铁路和城市轨道交通投资额将继续快速增长，玻纤复合材料需求将继续保持。

图表 20：我国铁路投资总额及增速



来源：铁道部，国金证券研究所

图表 21：我国城市轨道交通投资总额及增速

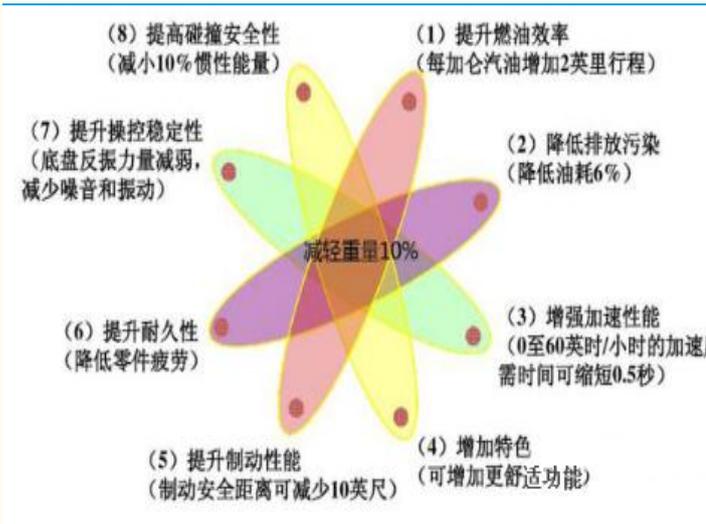


来源：中国产业信息网，国金证券研究所

### 汽车轻量化成为未来趋势

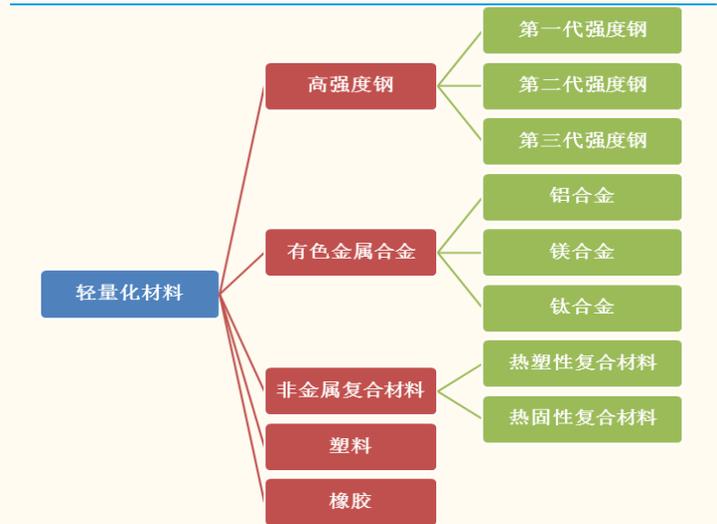
汽车的轻量化为玻纤复合材料打开了广阔的市场。汽车的轻量化能够提高汽车的动力性，减少燃料消耗，降低排气污染，汽车每减重 10%，将降低油耗 6%，降低排放污染，符合节能和环保的大趋势。在汽车轻量化的替代材料中，玻璃纤维增强塑料（GFRP）密度较低、强度较大，并且耐磨、耐热、耐腐蚀，性价比较高，适合用于制造汽车保险杠、地板、进气口管护板等多种汽车配件。但目前我国整车配件上的复合材料应用比例仅为 8%-12%，远低于国外 20-30%的比例。在汽车轻量化发展趋势下，预计未来玻纤增强塑料用于更多的汽车配件中，市场需求提升空间仍然较大。

图表 22：汽车轻量化效益



来源：中国塑料机械网，国金证券研究所

图表 23：轻量化材料



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

能源与环境危机加剧，汽车轻量化势在必行。随着能源与环境的危机加速了各国政府对汽车行业的产品能耗和排放的严格控制。到 2020 年，除美国之外的全球主要的汽车生产与消费国家和地区对乘用车燃油油耗的要求都将严格限制在 5L/100KM 以下的水平，而且碳排放也更为严格（国内在 2020 将采用国 VI 的排放标准）。

图表 24：主要国家汽车排放标准

	2015		2020		2025		年降幅-2020	年降幅-2025
	原始	对应国标	原始	对应国标	原始	对应国标		
欧盟	130g/km	5.2L/100km	95g/km	3.8L/100km	75g/km	3L/100km	5.40%	4.20%
美国	36.2mpg	6.7L/100km	44.8mpg	6L/100km	56.2mpg	4.8L/100km	3.50%	3.40%
日本	16.8km/L	5.9L/100km	20.3km/L	4.9L/100km			3.30%	
中国		6.9L/100km		5L/100km			5.50%	

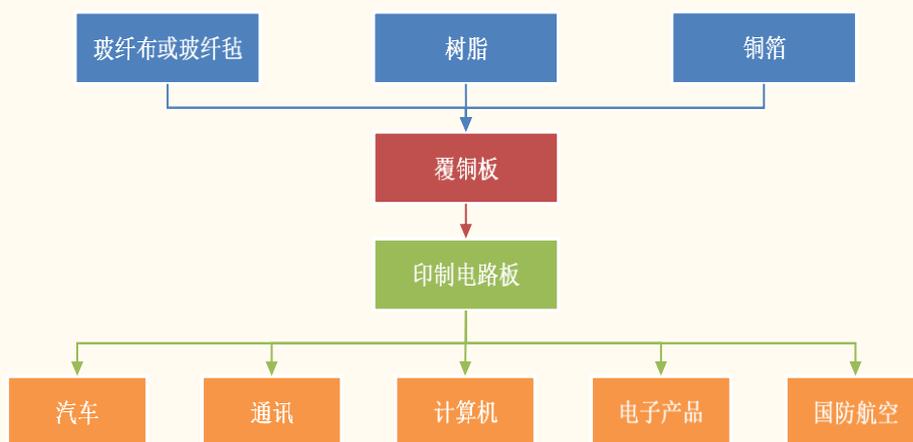
来源：环保部，国金证券研究所

### PCB 景气上行，电子纱量价齐升

**PCB 产业间接拉动电子玻纤纱需求。**电子玻纤纱是一种绝缘性较好的玻纤纱，适用于电子元器件，可制成电子级玻纤布。玻纤布是覆铜板的主要增强材料之一，约占生产成本的 29%。而覆铜板是印制电路板（PCB）的核心基材。我国覆铜板 2015 年总销量达 5.30 亿平方米，实现销售收入 363.4 亿元，且连续四年销售收入稳定增长，预计将继续保持。PCB 是大多数电子产品实现电路互通必不可少的部件，在电子产品日益普及的趋势下，间接拉动电子玻纤纱的下游需求，目前电子纱主流价格在 13000 元/吨左右，在供需格局紧张的阶段，未来价格仍将维持高位。

**电子纱市场回暖，公司拟投资生产线技改。**全资子公司巨石攀登拟投 3.57 亿，利用年产 1 万吨无碱玻璃纤维电子纱生产线的现有条件，进行冷修技改并实施年产 5000 万米电子布生产线技改项目。在电子纱和电子布市场行情好转的情况下，改造后的生产线产出的玻纤电子布能够满足 IT 产业及其他高科技领域的需要，将为公司电子玻纤产品带来新市场。

图表 25: PCB 产业链

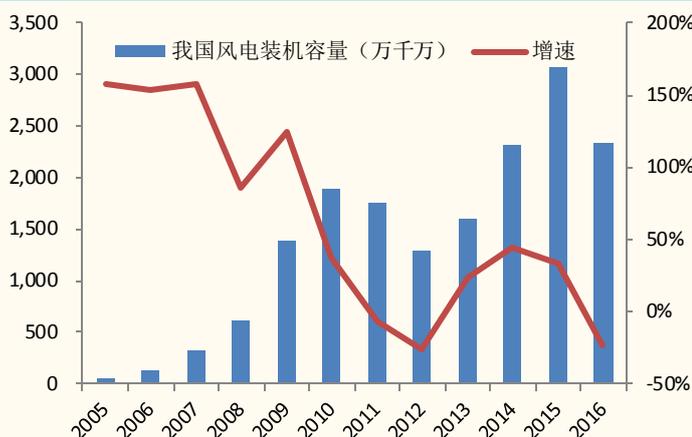


来源：中商产业研究院，国金证券研究所

### 风电回暖，或迎抢装潮

玻纤织物是风电叶片的优质材料。风力发电是玻纤材料应用的一大新兴领域，风能作为环保可再生能源，近几年快速成长。虽然 15 年抢装潮透支了一定的需求，但随着风电叶片大型化，消耗的玻纤原材料也将加大，18 年将再次迎来并网电价下调，今年或再次迎来抢装潮，叶片回暖是可以预见的。

图表 26: 我国风电每年装机容量及增速



来源：中国风能协会，国金证券研究所

图表 27: 全球风电每年装机容量及增速



来源：全球风能协会，国金证券研究所

为落实国务院办公厅《能源发展战略行动计划（2014-2020）》关于风电电价 2020 年实现平价上网的目标要求，发改委决定自 2018 年 1 月 1 日起再次调整陆上风力发电标杆上网电价政策，I、II、III 类资源区上网电价分别下调至 0.4、0.45、0.49 元/千瓦时，其他资源区价格定为 0.57 元/千瓦时。我们预计随着 2018 年并网电价的下调，今年或迎来新一轮抢装潮，公司作为行业龙头，将充分受益于行业的发展。

图表 28: 2018 年前全国陆上风力发电标杆上网电价表 (元/千瓦时)

区域	2009-2015 年	2016 年前核准, 2017 年底 前开工	2016 年后核准, 2017 年底 前开工	2018 年前核准, 2019 年底 前开工
I 类资源区	0.51	0.49	0.47	0.44
II 类资源区	0.54	0.52	0.5	0.47
III 类资源区	0.58	0.56	0.54	0.51
IV 类资源区	0.61	0.61	0.6	0.58

来源：国家发改委，国金证券研究所

图表 29：2018 年后全国陆上风力发电标杆上网电价表（元/千瓦时）

资源区	2018 年后核准，或 2018 年前核准，但 2019 年底前未开工	各资源区所包括的地区
I 类资源区	0.4	内蒙古自治区除赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市以外其他地区；新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市、伊犁哈萨克族自治州、克拉玛依市、石河子市
II 类资源区	0.45	河北省张家口市、承德市；内蒙古自治区赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市；甘肃嘉峪关市、酒泉市；云南省
III 类资源区	0.49	吉林省白城市、松原市；黑龙江鸡西市、双鸭山市、七台河市、绥化市、伊春市，大兴安岭地区；甘肃省除嘉峪关市、酒泉市以外其他地区；新疆维吾尔自治区除乌鲁木齐市、伊犁哈萨克族自治州、克拉玛依市、石河子市以外其他地区、宁夏回族自治区
IV 类资源区	0.57	除 I 类、II 类、III 类资源区以外的其他地区

来源：国家发改委，国金证券研究所

### 热塑复合材料占比持续提升，符合绿色循环经济

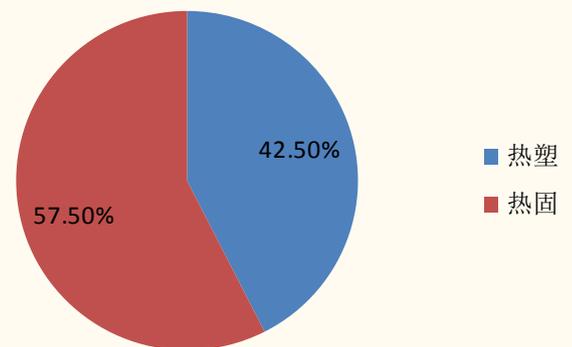
从复合材料属性来看，热塑性复合材料增长迅速，成未来发展趋势。受惠于绿色经济发展，包括工程塑料、长纤维增强热塑性复合材料、连续纤维增强热塑性复合材料在内的各类热塑性复合材料在汽车轻量化、家电、建筑等领域得到越来越广泛的应用，产量稳步增长。2016 年热塑性复合材料制品产量 196.5 万吨，较去年增长 11.39%，连续两年保持两位数增长，非工程塑料类热塑性复合材料的正逐渐成为主流；而热固性复合材料发展，整体受环保、产品质量及原材料涨价等多重困难困扰，发展相对低迷。2016 年各类热固性复合材料制品产量约 265.8 万吨，同比回落 5.2%。

图表 30：我国热塑性复合材料产量及增速



来源：中国玻璃纤维复合材料信息网，国金证券研究所

图表 31：2016 年热塑性和热固性复合材料产量占比



来源：中国玻璃纤维复合材料信息网，国金证券研究所

### 巨石愿景：布局全球化，产品高端化，生产智能化

目前公司总产能达到 130 万吨，位居世界第一。截止 2016 年底公司产能达到约 130 万吨，相比 2015 年底增长了 11.1%。其中桐乡本部 74 万吨，四川成都 27 万吨，江西九江 17 万吨，埃及 16 万吨，待在建产线完全投产后，总产能将达到 158 万吨，国外 28 万吨。公司规模优势将更加凸显，继续巩固龙头地位。

图表 32：公司产能分布一览表

地区	点火日期	主要产品	建成产能 (万吨)	目前产能 (万吨)	技改情况
国内	2004.9	无碱玻璃纤维纱	6	6	2012 年 11 月停窑，2013 年 4 月建成
	2007.3	无碱玻璃纤维纱	10	12	2014 年 5 月停窑，2014 年 10 月完成
	2007.6	无碱玻璃纤维纱	12	12	2013 年 12 月停窑，2014 年 7 月完成
	2008.3	无碱玻璃纤维纱	14	18	2015 年四季度技改，年底已完成
	2008.7	无碱玻璃纤维纱	14	18	2016 年 9 月冷修技改，17 年初已投产

	2010.5	无碱玻璃纤维纱	3.5	4	2015年3月停窑, 2015年6月完成	
攀登	2006.11	电子纱	1	1	2014年停产, 计划改造18年1季度投产	
	2014.4	电子纱	3	3		
	2004.8	中碱玻璃纤维纱	3	5		
成都	2008.1	无碱玻璃纤维纱	4	5	2009年技改, 2013年12月点火	
	2008.7	中碱玻璃纤维纱	6	8	2015年技改, 2016年9月点火	
	2010.3	无碱玻璃纤维纱	5	9	2013年8月技改, 2014年初点火	
	2010.5	无碱玻璃纤维纱	7	7	2015年技改, 2016年9月点火	
九江	2010.7	无碱玻璃纤维纱	8	8	2011年7月技改, 2012年1月完成	
	2010.7	无碱玻璃纤维纱	2	2		
		无碱玻璃纤维纱	12	在建		预计2017年底点火
	2013.11	无碱玻璃纤维纱	8	8		
国外	埃及	2016.6	无碱玻璃纤维纱	8	8	
			高性能玻璃纤维纱	4	在建	预计2017年9月点火
	美国		无碱玻璃纤维纱	8	在建	预计2016年年底开工, 2018年点火
<b>总产能</b>			<b>134</b>			

来源: 公司公告, 国金证券研究所

**全球化布局加速, 海外销售占比 50%左右。**2010 年公司开始布局海外业务, 于 2014 年在埃及成功建成并正式投产了 8 万吨玻纤生产线, 为目前非洲唯一的大型玻璃纤维池窑拉丝生产线。2016 年, 巨石埃及二期项目产能 8 万吨的玻纤生产线成功点火, 该生产线各项经济技术指标在二期项目的基础上大幅提升。目前埃及三期项目高性能玻璃纤维生产线正在建设中, 设计产能为 4 万吨, 预计 17 年 9 月份点火, 届时埃及总产能将达到 20 万吨, 将覆盖欧盟、印度、土耳其, 还有中东的管道客户。巨石埃及的迅猛发展, 是公司全球布局的成功示范, 为进一步扩展海外业务打下了良好的基础。

**美国子公司成立, 战略意义显著。**2016 年, 中国巨石在美国南卡罗来纳州新投资成立了巨石美国股份有限公司, 并于 2017 年 1 季度开工建设年产 8 万吨的无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线项目, 项目投资 3 亿美元, 预计将在 2018 年底前建成。美国作为玻璃纤维的发源地、玻纤生产和消费的大国, 是中国巨石最大的海外市场。开展美国项目既能因地制宜地利用当地的丰富资源、学习高端的生产技术, 实现以外供外, 利于规避反倾销反补贴政策, 加快了公司的全球布局。

**引入国际战略投资者, 深化全球布局。**2017 年 3 月, 中国巨石公告公司通过转让巨石美国股份有限公司 30% 出资份额引入国际战略投资者 Global Expansion Investment I Limited 公司 (简称 GEI)。GEI 公司是联想控股的弘毅投资旗下成员, 弘毅投资长期专注于中国市场并且具备国际资源整合能力, 致力于帮助中国企业走向世界。GEI 公司将参与出资建设巨石美国股份有限公司 8 万吨无碱玻璃纤维项目。GEI 公司的加入为巨石美国提高管理水平和资本运作能力提供了更加良好的条件, 提高海外经营的竞争力, 帮助巨石在美国深入拓展当地市场。公司的“布局国际化、市场全球化”战略将进一步深化。

图表 33：巨石全球化布局



来源：中商产业研究院，国金证券研究所

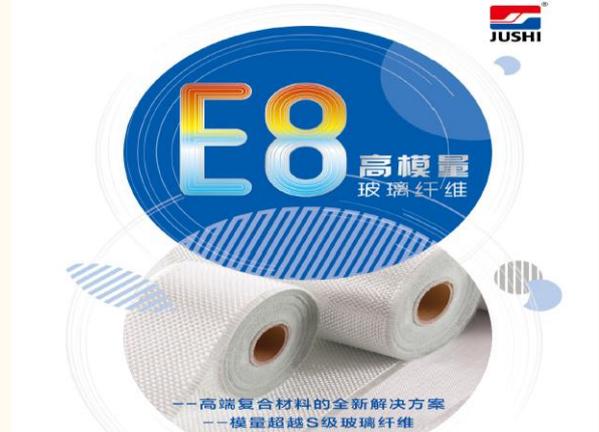
**玻纤产品趋向高端化。**随着玻纤高端应用领域如航空航天、新能源、风力发电等的快速发展，性能优异的玻纤产品面临着强烈的需求。在此背景下，公司通过大力自主研发，逐步开发更高性能的玻纤产品。2016年，在E6、E7相继占领市场的基础上，公司又研发出E8超高模量玻璃纤维，填补了超高模量玻纤国际市场的空白。相比于E6、E7，E8模量更高，软化点温度更高，避免了含硼含氟原料的引入，符合清洁生产的要求，并且保持了优异的电绝缘性能。E8玻璃纤维更加适用于风电、耐高压、耐高温等特殊领域，性价比更高，已获得客户的高度认可。产品结构的升级，使公司获得更强的市场竞争力，不仅能够提高产品毛利率，也一定程度上开拓了下游市场。

图表 34：公司高端产品 E7



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 35：公司高端产品 E8



来源：公司官网，国金证券研究所

**公司大力投入智能化生产。**目前，全资子公司巨石集团拟投资 29 亿元建设 30 万吨玻璃纤维智能制造生产线，其中项目一期工程年产 15 万吨玻璃纤维智能制造生产线项目计划于 2017 年下半年开工，建设期 18 个月。项目二期工程年产 15 万吨玻璃纤维智能制造生产线项目预计在未来 5 年建设。项目建成后预计每年可实现销售收入 16.02 亿元，年平均利润总额 4.13 亿元。该智能制造项目能够全面提升公司的智能化水平，大大减轻人工劳动强度，显著提高生产效率，降低运营成本，对公司增强核心竞争力具有重要意义，也许能引领全球玻纤产业生产模式的更新。

**中建材旗下资产众多，整合预期强烈。**中国巨石与中材科技同属中建材旗下，玻纤、叶片等业务重合，随着中建材合并完成后，相关资产的整合将逐步实施，二者龙头改革的看点巨大。与此同时，玻纤作为全球贸易商品，在建筑，汽车

及电子产品等有广泛应用，我们认为，在一带一路大背景下玻纤有望加速全球拓展，将充分受益于一带一路战略。

### 投资建议与盈利预测

随着玻纤下游应用领域的不断拓展及公司产能的释放，公司将充分受益于行业景气带来的红利，我们认为，未来公司业绩将平稳增长，继续巩固龙头地位。预计 17-19 年 EPS 分别为 0.76, 0.88 和 1.01 元，对应估值分别为 15, 13 和 11.3 倍，目标价 15.2 元，给予买入评级，建议重点关注。

**图表 36：玻纤及制品盈利预测**

玻纤及制品	2015	2016	2017E	2018E	2019E
产能 (万吨)	115	120	134	150	158
产量 (万吨)	115	120	130	140	150
增速		4.3%	8.3%	7.7%	7.1%
销量 (万吨)	115	120	130	140	150
增速		4.3%	8.3%	7.7%	7.1%
单价 (元/吨)	6009.6	6086.7	6200.0	6210.0	6215.0
收入 (亿元)	69.11	73.04	80.60	86.94	93.23
增速		5.7%	10.4%	7.9%	7.2%
成本 (亿元)	41.36	40.54	43.93	47.38	50.71
毛利率	40.15%	44.50%	45.5%	45.50%	45.6%

来源：国金证券研究所

### 风险提示

- 受宏观经济影响，玻纤行业景气度下行
- 新增产能集中投放，对价格冲击加大
- 下游需求不景气，产销下行

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>6,268</b>	<b>7,055</b>	<b>7,446</b>	<b>8,172</b>	<b>9,114</b>	<b>9,945</b>	货币资金	1,209	3,290	1,855	1,850	1,900	1,930
增长率	12.5%	5.6%	9.7%	11.5%	9.1%		应收账款	3,012	3,317	3,266	3,741	4,289	4,680
<b>主营业务成本</b>	<b>-4,050</b>	<b>-4,212</b>	<b>-4,116</b>	<b>-4,548</b>	<b>-5,109</b>	<b>-5,525</b>	存货	1,186	1,241	1,385	1,433	1,610	1,726
%销售收入	64.6%	59.7%	55.3%	55.7%	56.1%	55.6%	其他流动资产	404	1,883	1,706	1,674	1,648	1,614
<b>毛利</b>	<b>2,218</b>	<b>2,843</b>	<b>3,330</b>	<b>3,624</b>	<b>4,005</b>	<b>4,420</b>	流动资产	5,811	9,731	8,211	8,698	9,446	9,949
%销售收入	35.4%	40.3%	44.7%	44.3%	43.9%	44.4%	%总资产	30.1%	40.4%	34.3%	35.4%	37.8%	40.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-47</b>	<b>-44</b>	<b>-62</b>	<b>-65</b>	<b>-74</b>	<b>-82</b>	长期投资	71	71	993	1,005	1,004	1,004
%销售收入	0.8%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	12,519	13,363	13,712	13,864	13,511	12,901
<b>营业费用</b>	<b>-201</b>	<b>-281</b>	<b>-295</b>	<b>-320</b>	<b>-358</b>	<b>-392</b>	%总资产	64.8%	55.5%	57.3%	56.4%	54.0%	51.8%
%销售收入	3.2%	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	无形资产	888	881	957	958	959	960
<b>管理费用</b>	<b>-571</b>	<b>-570</b>	<b>-656</b>	<b>-721</b>	<b>-804</b>	<b>-878</b>	非流动资产	13,514	14,352	15,720	15,893	15,554	14,952
%销售收入	9.1%	8.1%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	%总资产	69.9%	59.6%	65.7%	64.6%	62.2%	60.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,398</b>	<b>1,949</b>	<b>2,316</b>	<b>2,518</b>	<b>2,769</b>	<b>3,068</b>	<b>资产总计</b>	<b>19,325</b>	<b>24,083</b>	<b>23,932</b>	<b>24,592</b>	<b>25,001</b>	<b>24,902</b>
%销售收入	22.3%	27.6%	31.1%	30.8%	30.4%	30.9%	短期借款	8,210	4,735	5,472	4,383	2,829	961
<b>财务费用</b>	<b>-782</b>	<b>-741</b>	<b>-536</b>	<b>-352</b>	<b>-254</b>	<b>-177</b>	应付款项	1,032	1,976	1,863	2,210	2,493	2,709
%销售收入	12.5%	10.5%	7.2%	4.3%	2.8%	1.8%	其他流动负债	1,011	2,058	2,119	2,469	2,688	2,515
<b>资产减值损失</b>	<b>-22</b>	<b>-35</b>	<b>-26</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	10,254	8,769	9,455	9,062	8,010	6,185
公允价值变动收益	0	-39	-6	0	0	0	长期贷款	2,394	2,857	1,594	1,594	1,594	1,595
<b>投资收益</b>	<b>-5</b>	<b>4</b>	<b>-2</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	其他长期负债	2,524	2,623	1,828	1,688	1,688	1,688
%税前利润	n.a	0.4%	n.a	0.2%	0.2%	0.1%	<b>负债</b>	<b>15,171</b>	<b>14,249</b>	<b>12,877</b>	<b>12,344</b>	<b>11,292</b>	<b>9,468</b>
<b>营业利润</b>	<b>590</b>	<b>1,138</b>	<b>1,746</b>	<b>2,170</b>	<b>2,519</b>	<b>2,896</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,020</b>	<b>9,719</b>	<b>10,966</b>	<b>12,151</b>	<b>13,604</b>	<b>15,321</b>
营业利润率	9.4%	16.1%	23.4%	26.6%	27.6%	29.1%	少数股东权益	74	75	82	89	97	105
<b>营业外收支</b>	<b>16</b>	<b>43</b>	<b>80</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>19,325</b>	<b>24,083</b>	<b>23,932</b>	<b>24,592</b>	<b>25,001</b>	<b>24,902</b>
<b>税前利润</b>	<b>606</b>	<b>1,181</b>	<b>1,826</b>	<b>2,210</b>	<b>2,559</b>	<b>2,936</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	9.7%	16.7%	24.5%	27.0%	28.1%	29.5%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>所得税</b>	<b>-133</b>	<b>-195</b>	<b>-297</b>	<b>-360</b>	<b>-417</b>	<b>-481</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	21.9%	16.5%	16.3%	16.3%	16.3%	16.4%	每股收益	0.544	1.127	0.625	0.757	0.877	1.006
<b>净利润</b>	<b>473</b>	<b>987</b>	<b>1,529</b>	<b>1,850</b>	<b>2,142</b>	<b>2,454</b>	每股净资产	4.607	8.791	4.509	4.996	5.593	6.299
少数股东损益	-1	3	8	8	8	8	每股经营现金净流	1.903	2.195	1.303	1.347	1.375	1.402
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>475</b>	<b>983</b>	<b>1,521</b>	<b>1,842</b>	<b>2,134</b>	<b>2,447</b>	每股股利	0.165	0.312	0.250	0.270	0.280	0.300
净利率	7.6%	13.9%	20.4%	22.5%	23.4%	24.6%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	11.80%	10.11%	13.87%	15.16%	15.69%	15.97%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	2.46%	4.08%	6.36%	7.49%	8.54%	9.83%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	6.43%	8.29%	9.84%	10.69%	11.81%	13.17%
<b>净利润</b>	<b>473</b>	<b>987</b>	<b>1,529</b>	<b>1,850</b>	<b>2,142</b>	<b>2,454</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>804</b>	<b>959</b>	<b>1,014</b>	<b>1,057</b>	<b>1,161</b>	<b>1,219</b>	主营业务收入增长率	20.32%	12.55%	5.55%	9.75%	11.53%	9.12%
<b>非经营收益</b>	<b>797</b>	<b>783</b>	<b>426</b>	<b>163</b>	<b>236</b>	<b>165</b>	EBIT增长率	53.96%	39.37%	18.85%	8.69%	10.00%	10.81%
<b>营运资金变动</b>	<b>-414</b>	<b>-301</b>	<b>200</b>	<b>206</b>	<b>-196</b>	<b>-429</b>	净利润增长率	48.70%	107.16%	54.73%	21.10%	15.85%	14.66%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,661</b>	<b>2,427</b>	<b>3,169</b>	<b>3,276</b>	<b>3,343</b>	<b>3,410</b>	总资产增长率	0.49%	24.62%	-0.63%	2.76%	1.66%	-0.40%
<b>资本开支</b>	<b>-1,486</b>	<b>-882</b>	<b>-1,726</b>	<b>-1,172</b>	<b>-769</b>	<b>-570</b>	<b>资产管理能力</b>						
投资	27	-1,520	-770	-12	0	0	应收账款周转天数	93.9	90.7	75.8	75.0	76.0	76.0
其他	-5	10	2	4	4	4	存货周转天数	126.8	105.2	116.4	115.0	115.0	114.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,465</b>	<b>-2,393</b>	<b>-2,494</b>	<b>-1,180</b>	<b>-765</b>	<b>-566</b>	应付账款周转天数	63.8	78.1	92.4	93.0	93.0	93.5
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>4,786</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	706.0	602.0	625.9	599.4	531.3	460.9
债权募资	-239	-2,102	-1,269	-1,139	-1,554	-1,868	<b>偿债能力</b>						
其他	-808	-861	-510	-962	-974	-946	净负债/股东权益	284.05%	66.29%	60.69%	45.91%	29.31%	13.73%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1,047</b>	<b>1,824</b>	<b>-1,779</b>	<b>-2,101</b>	<b>-2,528</b>	<b>-2,814</b>	EBIT利息保障倍数	1.8	2.6	4.3	7.2	10.9	17.4
<b>现金净流量</b>	<b>-850</b>	<b>1,858</b>	<b>-1,104</b>	<b>-5</b>	<b>50</b>	<b>30</b>	资产负债率	78.82%	59.34%	53.84%	50.22%	45.20%	38.05%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	3	9
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.25</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD