

中国巨石（600176）：站在新一轮成长周期的起点上

——中国巨石深度报告

2020年07月29日

强烈推荐/维持

中国巨石 公司报告

筚路蓝缕创业维艰，终成全球玻纤工业龙头。中国巨石起源于浙江省桐乡市石门小镇的东风布厂，1993年以来，公司历经四次创业超越欧文斯科宁，自2008年占据世界玻纤工业鳌头之后，便一直稳坐第一把交椅。公司是世界范围内最专精于玻纤主业的企业，是产能全球最大的玻纤生产企业。

成本领先是巨石的核心竞争优势，背后是产业链一体化和规模化。除2009年受国际金融危机影响出现亏损之外，公司盈利水平始终较为稳定且保持在高位，遥遥领先于世界玻纤同业。成本领先是巨石的护城河，背后是公司强大的规模化优势和做到极致的产业链一体化。规模化方面，公司在国内玻纤企业中最先上市，并且2007年引入联想弘毅投资作为战略投资者，两次资本运作使公司获得资金上的先发优势，助力公司产能逆势扩张，规模优势不断扩大。产业链一体化方面，公司从叶腊石等原材料到漏板制造、玻璃配方以及浸润剂配方等都做到了各个单项的国际领先水平，这不仅帮助公司节约了成本，更提高了产品质量和稳定性。

第四次创业踏上征程，玻纤龙头迈入新一轮成长周期。2018年巨石开启了第四次创业征程，海外产能规划到2022年翻倍，海外产能布局是在面对反倾销压力下实现“以外供外”的必然选择，通过全球市场和产能的互补，也将进一步提升公司产品的全球竞争力。对内公司实行智能化改造和产品高端化并举，2021年公司新一轮冷修周期即将开启，智能制造赋能冷修改造，公司成本将开启新一轮下降周期，智能制造也为产品高端化提供了基础，近年来公司高端产品占比不断提升，盈利稳定性显著增强。

盈利预测与投资评级：我们预计2020-2022年的营业收入分别为111.96亿/141.85亿/160.43亿，归母净利润分别为20.59亿/31.73亿/42.76亿，对应的EPS分别为0.59元/0.91元/1.22元，对应的动态PE分别为20倍/13倍/10倍。维持公司为“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：国内外疫情出现较大反复，中美贸易摩擦加剧，下游需求恢复不及预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,032.42	10,493.29	11,196.00	14,185.00	16,043.00
增长率(%)	16.00	4.60	6.70	26.70	13.10
归母净利润(百万元)	2,373.98	2,128.87	2,058.72	3,172.94	4,276.29
增长率(%)	10.40	-10.30	-3.30	54.10	34.80
净资产收益率(%)	16.67	13.61	11.71	15.29	17.08
每股收益(元)	0.68	0.61	0.59	0.91	1.22
PE	18	20	20	13	10
PB	2.96	2.69	2.39	2.03	1.68

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

中国巨石是世界玻纤行业的龙头企业，以产能计的市占率分别占到全球的22%和国内的34%，均排名第一。

未来3-6个月重大事项提示：

公司将于2020年8月19日披露中报

发债及交叉持股介绍：

-

交易数据

52周股价区间(元)	11.16-7.46
总市值(亿元)	342.88
流通市值(亿元)	342.88
总股本/流通A股(万股)	350,231/350,231
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.91

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：罗四维

010-66554047 luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519080002

分析师：赵军胜

010-66554088 zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480512070003

研究助理：韩宇

010-66554042 hanyu_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480119070045

目 录

1. 筚路蓝缕创业维艰，终成全球玻纤工业龙头	4
1.1 后来居上，全球玻纤工业的绝对领先者	4
1.2 从石门小镇到世界舞台，四次创业成就全球龙头	6
1.2.1 筚路蓝缕创业维艰，从石门小镇来到世界舞台	6
1.2.2 长期专注于玻纤制造，一路狂奔业绩增速快于行业	7
2. 成本领先是巨石的核心竞争优势，背后是产业链一体化和规模化	7
2.1 稳定高盈利水平的背后是绝对领先的成本优势	7
2.2 成本领先的背后是规模化优势，是做到极致的产业链一体化	9
2.2.1 最早登录资本市场带来融资先发优势，国企民营活力助推产能扩张不止	9
2.2.2 规模优势与成本优势形成正反馈闭环，维持高而稳定盈利	10
2.2.3 极致的产业链一体化，多个产业链上“单项最优”	12
3. 第四次创业踏上征程，玻纤龙头迈入新一轮成长周期	14
3.1 “三地五洲”战略开启国际化扩张，全球竞争力得到进一步增强	14
3.2 智能化为抓手，新一轮成本下降周期即将开启，产品高端化提升盈利稳定性	16
3.2.1 智能化生产是实现成本下降和产品高端化的必经之路	16
3.2.2 冷修高峰期即将开启，智能制造赋能新一轮成本下降	16
3.2.3 产品结构不断改善，高低结合维持盈利水平高位稳定	17
3.2.4 电子纱产能规划 2021 年翻倍，有望成世界第一大电子纱提供商	18
4. 玻纤行业：新增产能放缓，需求边际向好，静待拐点出现	19
4.1 景气度恢复被疫情所推后，目前行业仍在底部	19
4.2 2019-2021 新增产能大幅放缓，需求边际恢复，静待拐点出现	20
5. 盈利预测与投资评级	20
6. 风险提示	21
相关报告汇总	23

插图目录

图 1：玻纤行业所在的产业链位置	4
图 2：2008 年之后，巨石玻纤业务营收增速一直快于欧文斯-康宁	5
图 3：全球玻纤行业产能分布格局	5
图 4：中国玻纤行业产能分布格局	5
图 5：中国巨石是最专精于玻纤主业的上市公司	6
图 6：中国巨石的四次创业史	6
图 7：中国巨石始终专注于玻纤主业	7
图 8：中国巨石营收增速快于行业整体	7
图 9：中国巨石净利增速快于行业整体	7
图 10：中国巨石息税前利润率领先 OC15 个百分点以上	8
图 11：中国巨石吨净利水平领先国内同业 单位：元/吨	8

图 12: 中国巨石销售净利率在各周期品龙头中处于较高位置	8
图 13: 中国巨石吨成本为同业最低且不断下降 单位: 元/吨	9
图 14: 中国巨石期间费用率自 2012 年以来不断下降	9
图 15: 中国巨石始产能规模变化 单位: 万吨	9
图 16: 中国巨石玻纤生产成本构成	10
图 17: 巨石叶腊石采购成本为同业中最低 单位: 元/吨	11
图 18: 巨石天然气采购成本为同业中最低 单位: 元/立方米	11
图 19: 中国巨石单产线规模为同业中最高 单位: 吨/线	11
图 20: 巨石吨折旧费用不断降低 单位: 元/吨	12
图 21: 巨石吨人工成本不断降低 单位: 元/吨	12
图 22: 规模优势和成本优势相互强化, 形成正反馈	12
图 23: 玻纤生产过程示意图	13
图 24: 全球玻纤消费主要市场及市场规模占比	15
图 25: 欧文斯-康宁金融危机后逐渐关停规模较小, 成本较高产线	16
图 26: 电气硝子玻纤业务在 2019 年开始进行内部整合	16
图 27: 中国巨石智能制造生产线	16
图 28: 中国巨石智能制造基地总控室	16
图 29: 2012-2013 桐乡本部冷修完成后巨石毛利水平上台阶	17
图 30: 巨石玻纤及制品吨均价较低端粗纱均价保持相对稳定	17
图 31: 巨石销售毛利率保持在高位	18
图 32: 电子纱价格远高于普通无碱粗纱 单位: 元/吨	18
图 33: 全球电子纱产能分布格局	18
图 34: 2018 年行业在产产能大幅增加 单位: 万吨	19
图 35: 目前玻纤行业仍在底部	19

表格目录

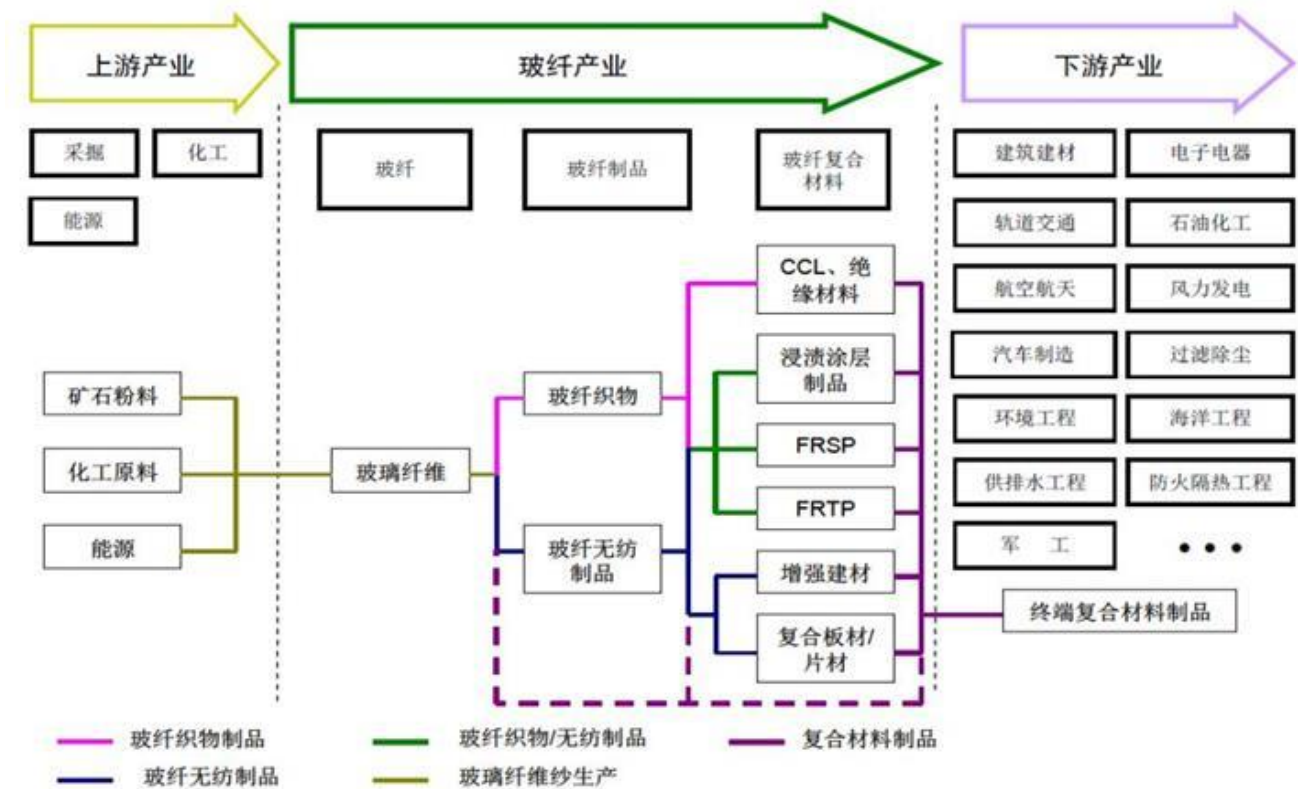
表 1: 巨石两次具有里程碑意义的资本运作	10
表 2: 巨石在上游产业链上几乎每个细分领域都做拿到了“单项冠军”	14
表 3: 中国玻纤企业所遭遇的反倾销调查	14
表 4: 巨石在印度准备建设的产线相关情况	15
表 5: 巨石在电子纱方面的产线布局	19
表 6: 2020 年玻纤行业新增产能明细表	20
表 7: 2021 年玻纤行业新增产能明细表	20
表 8: 公司 DCF 估值敏感性分析	21

1. 筚路蓝缕创业维艰，终成全球玻纤工业龙头

1.1 后来居上，全球玻纤工业的绝对领先者

玻璃纤维是一种由叶腊石、石灰石等组成的矿物混合物原料经高温熔化、拉丝、络纱、织布等工艺后而制成的无机非金属材料，其主要被用作复合材料中的增强材料，电绝缘材料和绝热保温材料，玻璃纤维加工成的玻纤制品被广泛应用于风电、电子电路、交通、建筑等领域。

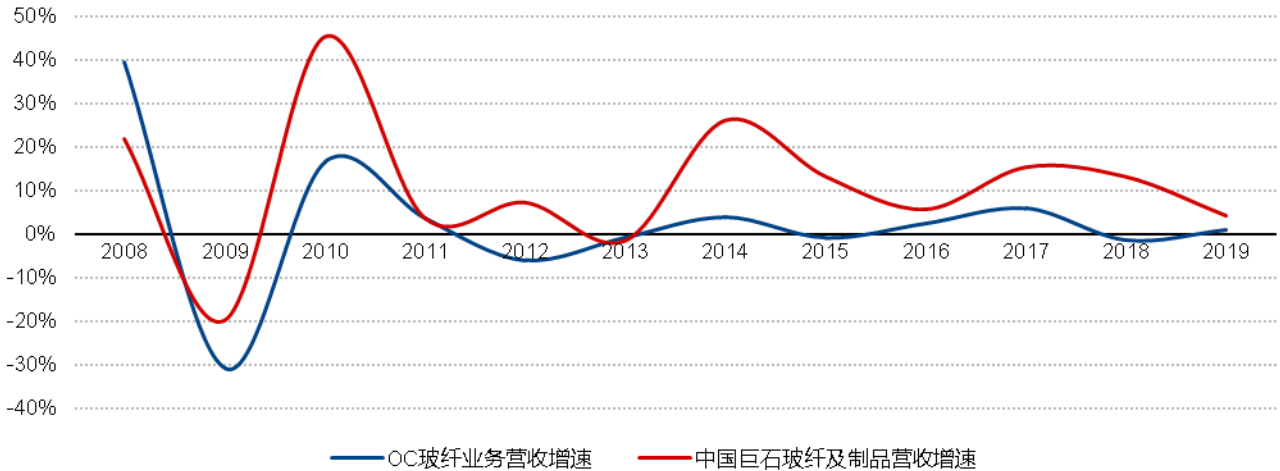
图1：玻纤行业所在的产业链位置



资料来源：山东玻纤招股说明书，东兴证券研究所

玻纤作为一种材料在 3500 年前的古埃及时代便早已出现，但能够被作为工业品规模化生产出来的工艺，是 1938 年由美国公司欧文斯-康宁首次开发成功，此后 70 年的时间里，欧文斯-康宁玻纤产能一直占据世界第一的位置，直到 2008 年被中国巨石超过。

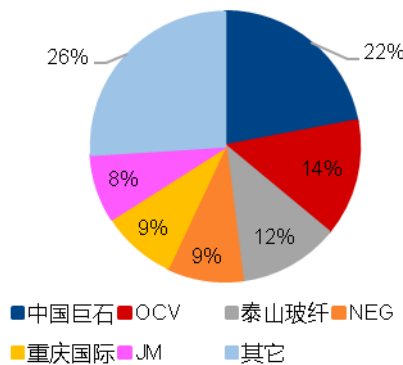
图2: 2008年之后, 巨石玻纤业务营收增速一直快于欧文斯-康宁



资料来源: wind, 东兴证券研究所

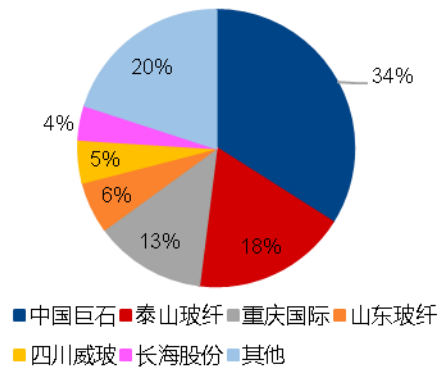
中国巨石成立于1993年, 截止2019年, 公司有94.71%的收入和98.44%的毛利来自于玻纤及制品的生产和销售。巨石在浙江桐乡、江西九江、四川成都、美国南卡以及埃及布局有5个生产基地, 公司目前有产能180万吨, 2020年底预计将达到200万吨。分别占到全球和中国总产能的22%和34%, 是以产能计全球最大的玻纤生产企业。

图3: 全球玻纤行业产能分布格局



资料来源: 中国玻纤复材信息网, 东兴证券研究所

图4: 中国玻纤行业产能分布格局

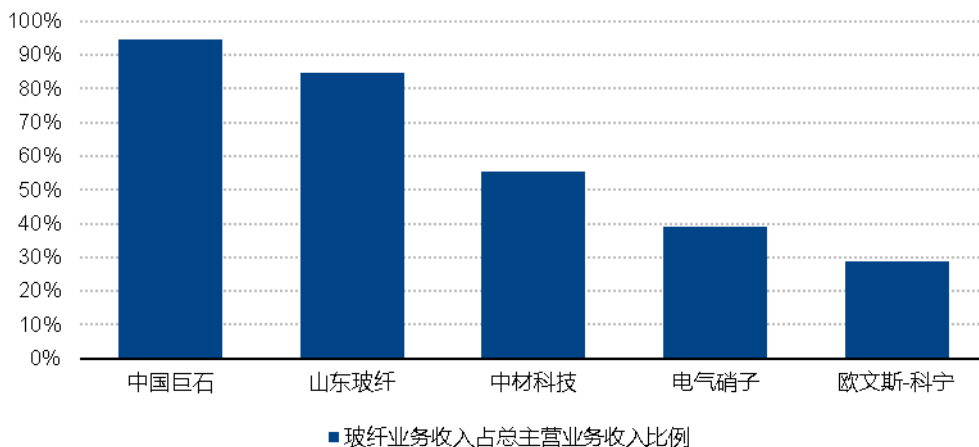


资料来源: 中国玻纤复材信息网, 东兴证券研究所

不论是在海外还是国内, 巨石都是玻纤主业收入占比最高, 最专精于玻纤主业的上市公司。在海外, 公司的主要竞争对手有美国的欧文斯-康宁 (OC)、佳斯迈威 (JM), 以及日本电气硝子 (NEG), 玻纤业务基本都只是海外竞争对手主营业务之一, 欧文斯-康宁在纽交所上市, 主营业务包括玻纤及制品、绝缘材料以及商业屋顶, 玻纤及制品业务占公司营收的28.76%, 佳斯迈威为伯克希尔哈撒韦成员企业, 主营业务包括绝缘材料、商业屋顶、玻纤及无纺布, 电气硝子在东京证券交易所上市, 主营业务是电子信息类特种玻璃以及建筑玻璃、耐热玻璃和玻纤等, 玻纤业务收入占比为38.91%, 在国内, 公司以产能计的市占率领先中材科技旗

下的泰山玻纤 16 个百分点，如若泰山玻纤与巨石完成整合，则公司在国内的产能占比将达到 50% 以上，成为行业的绝对寡头。总的来看，中国巨石是全球最大和最专注于玻纤工业的龙头企业。

图5：中国巨石是最专精于玻纤主业的上市公司



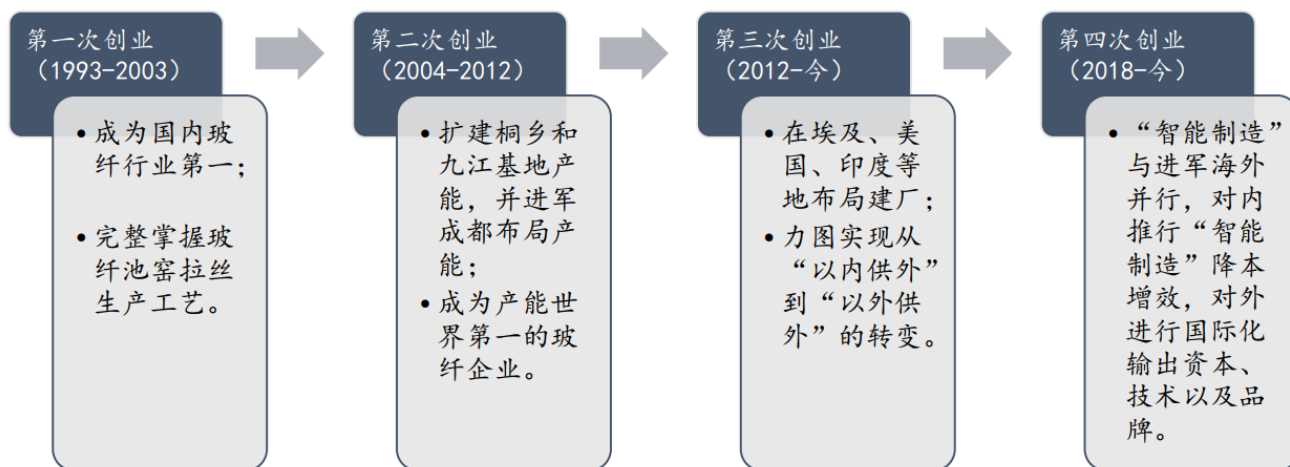
资料来源：wind, Bloomberg, 东兴证券研究所

1.2 从石门小镇到世界舞台，四次创业成就全球龙头

1.2.1 筚路蓝缕创业维艰，从石门小镇来到世界舞台

中国巨石的前身最早可追溯到公司创始人张毓强先生 1972 年在浙江省桐乡市石门镇所成立的东风布厂，1993 年巨石玻璃纤维股份有限公司正式成立，1993-2019 年间，公司历经四次创业，逐渐由石门小镇走到了世界舞台的中央。回顾中国巨石至今的历史，便是一部筚路蓝缕的艰辛创业史。

图6：中国巨石的四次创业史

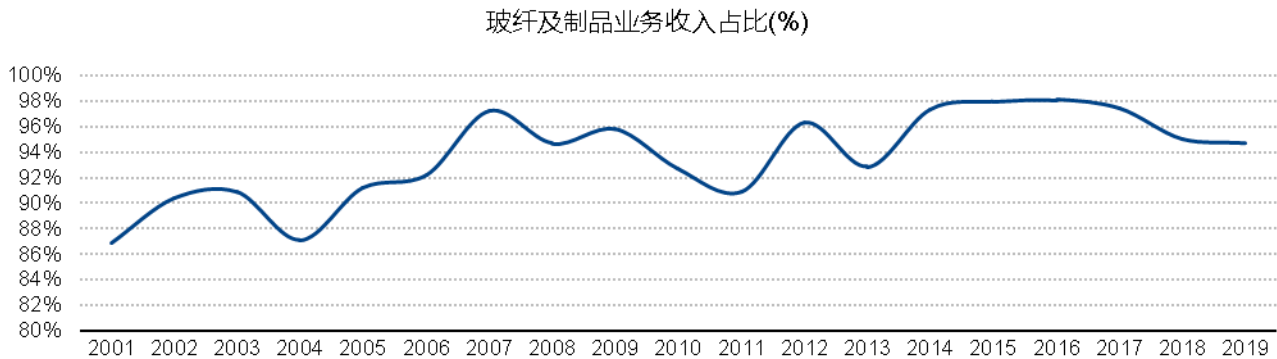


资料来源：《新工业时代》，公司官网，东兴证券研究所

1.2.2 长期专注于玻纤制造，一路狂奔业绩增速快于行业

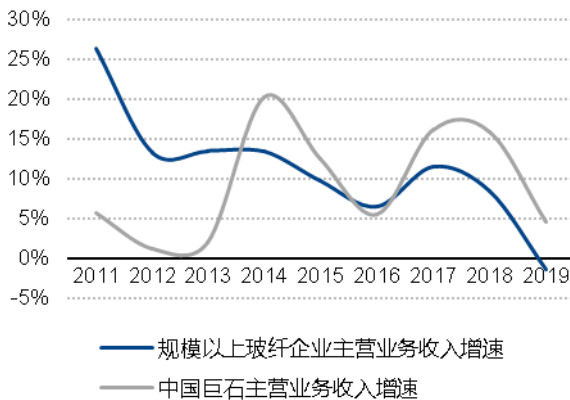
自 1993 年创立以来，公司始终专注于主业，来自玻纤及制品的销售收入占公司总营收的比例保持在 90% 左右甚至更高。公司始终目标明确，致力于成为和保持为世界玻纤行业领导者，2000-2019 年间，公司营收和归母净利的 CARG 分别高达 18.17% 和 22.91%，远高于行业整体增速，自 2008 年占据世界玻纤工业鳌头之后便一直稳坐第一把交椅。

图7：中国巨石始终专注于玻纤主业



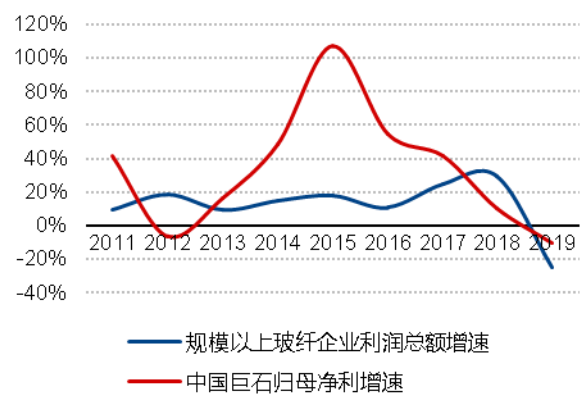
资料来源：wind，东兴证券研究所

图8：中国巨石营收增速快于行业整体



资料来源：中国玻纤复材信息网，wind，东兴证券研究所

图9：中国巨石净利增速快于行业整体



资料来源：中国玻纤复材信息网，wind，东兴证券研究所

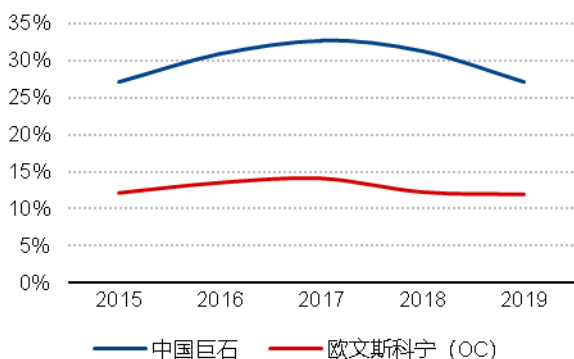
2. 成本领先是巨石的核心竞争优势，背后是产业链一体化和规模化

2.1 稳定高盈利水平的背后是绝对领先的成本优势

巨石自上市以来，除 2009 年受国际金融危机影响跟随玻纤全行业出现亏损之外，始终保持稳定的高盈利水平。不论是相比于海外还是国内的竞争对手，巨石的盈利能力都遥遥领先，公司息税前利润率领先欧文斯-

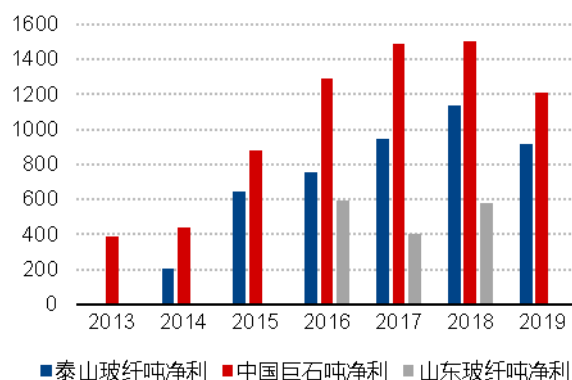
康宁玻纤业务 15 个百分点以上，吨净利润在国内同业中保持在行业前列。巨石不仅在本行业中盈利能力绝对领先，其销售净利率相比于其他周期品龙头如万华化学、海螺水泥、福耀玻璃、三一重工等也毫不逊色。

图10：中国巨石息税前利润率领先 OC15 个百分点以上



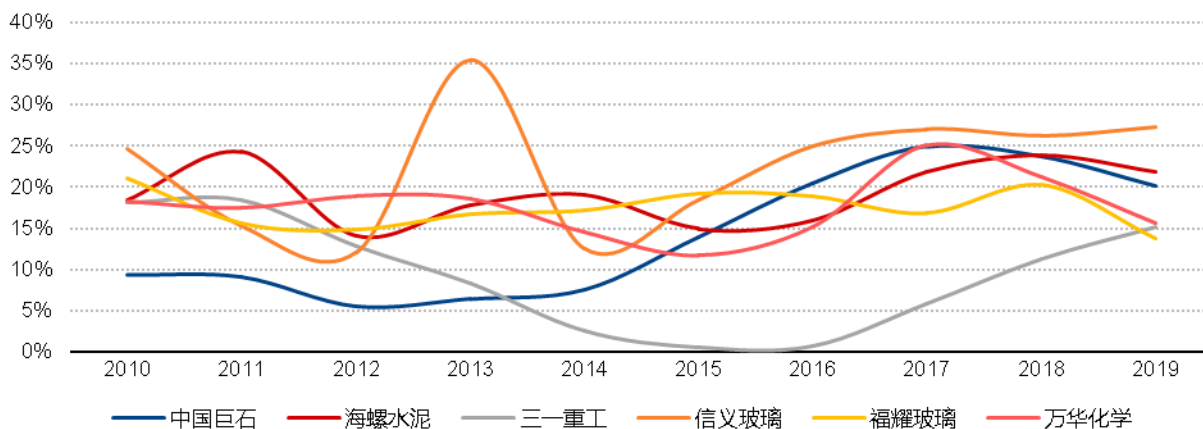
资料来源：wind，OC 历年年报，东兴证券研究所

图11：中国巨石吨净利水平领先国内同业 单位：元/吨



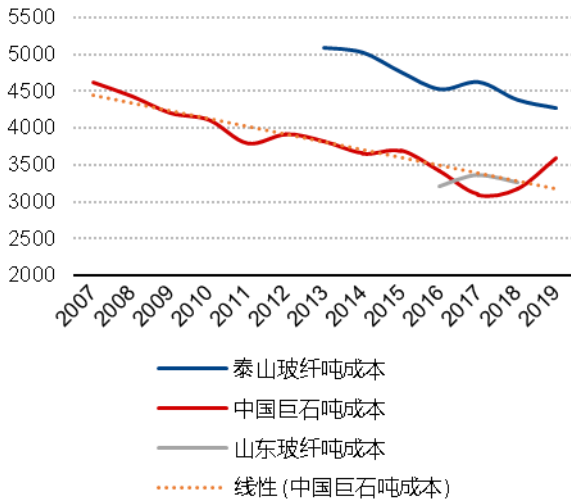
资料来源：wind，各公司债券评级报告，东兴证券研究所

图12：中国巨石销售净利率在各周期品龙头中处于较高位置

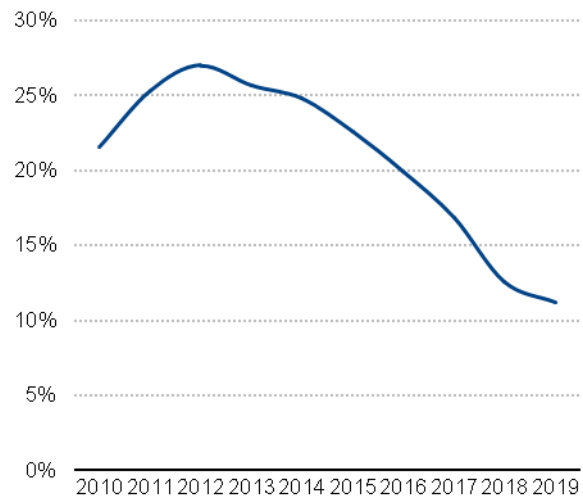


资料来源：wind，东兴证券研究所

对于处于生产资料领域，经营模式为 B2B 的企业来说，成本控制能力是核心竞争要素，巨石之所以能在行业周期波动中始终保持较高的盈利水平，背后的核心是领先全球玻纤工业的成本优势以及费用控制能力，巨石吨成本大幅低于泰山玻纤和山东玻纤，且多年来一直处于下行区间，随着公司规模的扩张和对费用的精细管控，期间费用率也在 2012-2019 年间不断下降。

图13: 中国巨石吨成本为同业最低且不断下降 单位: 元/吨


资料来源: wind, 各公司债券募集说明书, 东兴证券研究所

图14: 中国巨石期间费用率自 2012 年以来不断下降


资料来源: wind, 东兴证券研究所

2.2 成本领先的背后是规模化优势, 是做到极致的产业链一体化

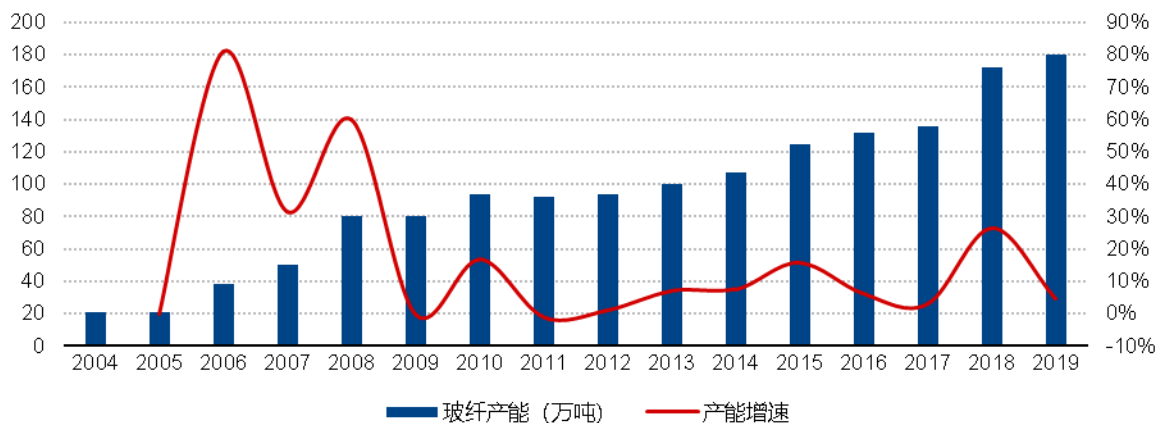
追根溯源, 我们认为巨石行业领先的成本优势一是来自于自身产能不断扩张所带来的规模化优势, 二是来自于公司立足自主创新, 深耕上游产业链所带来的技术壁垒和综合成本节约。在规模化优势和产业链一体化优势的背后, 是公司国企民营机制所赋予的国企的实力和民企的活力。

2.2.1 最早登录资本市场带来融资先发优势, 国企民营活力助推产能扩张不止

自 1999 年上市以来, 公司产能从最初的不到 3 万吨, 增长到如今的 180 万吨, 年均复合增速超过 20%。

图15: 中国巨石始产能规模变化

单位: 万吨



资料来源: 公司公告, 公司债券评级报告, 东兴证券研究所

混改上市带给公司资金上的先发优势, 国企民营活力助推扩张步伐不止。玻纤属于重资产行业, 进行产能扩张对资金的需求量较大, 而在国内的融资环境下, 国有企业在资金方面有着天然的优势, 1999 年, 为了解决资金方面面临的压力, 同时守住民族玻纤工业的底色, 巨石放弃被外资收购的机会, 选择与央企进行混改,

拼盘上市，自此成为国内首家上市的玻纤企业，控股股东为中国建材集团，有了央企的背书和资本市场的融资便利，此后巨石的规模扩张和技术改造步入快车道，公司利用上市以及发债募集到的资金，以及引入战略投资者等多种手段，不断扩充资金实力支持自身的规模扩张，经过 2002-2008 年的产能高速扩张期之后，一举成为世界产能最大的玻纤企业，而竞争对手如泰山玻纤在 2007 年并入中材股份后才在香港市场获得上市地位，后在 2016 年与中材科技重组在 A 股上市，而重庆国际和山东玻纤（已提交招股说明书）则至今也没有上市。

玻纤行业国内的几大参与者如重庆国际、泰山玻纤以及山东玻纤等都是国有企业，在资金方面的优势并不逊于巨石，巨石之所以能够保持扩张，并向海外进行产能布局，除了较早进行混改上市带给公司在融资方面的先发优势之外，还在于国企民营的机制下被企业家精神所驱动的民企的活力，民企活力所带来的永不满足的对规模和效益的追求助推公司不断扩张。

表1：巨石两次具有里程碑意义的资本运作

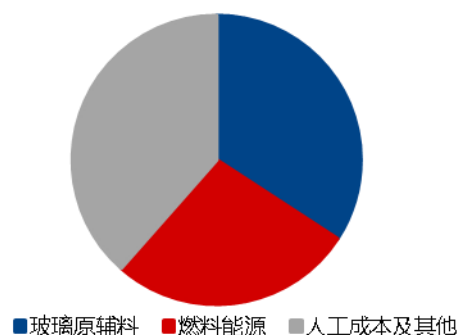
时间	融资安排	对公司的赋能
1999 年	与进行央企混改，并上市	使公司成为国内第一家上市的玻纤企业，获得资本市场融资便利，公司产能扩张自此进入高速期
2007 年	引入联想集团旗下的弘毅投资作为战略投资者	在二级市场低迷，融资能力下降的情况下引入战投增强资本实力，支撑产能进一步扩张

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2.2.2 规模优势与成本优势形成正反馈闭环，维持高而稳定盈利

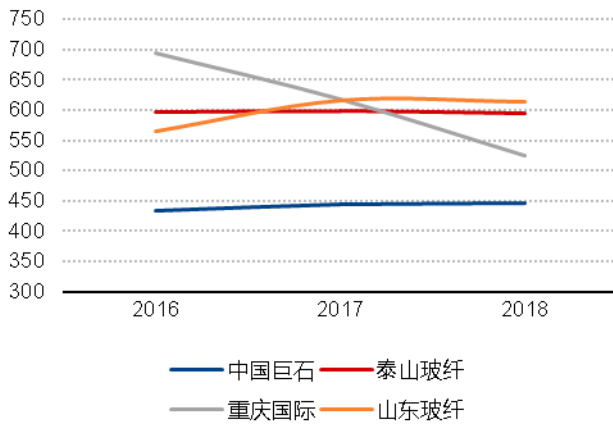
巨石玻纤的生产成本构成中，由叶腊石、石灰石等组成的玻璃原辅料约占 34%，天然气等燃料能源约占 27%，人工成本及其他成本约占到 39%。

图16：中国巨石玻纤生产成本构成

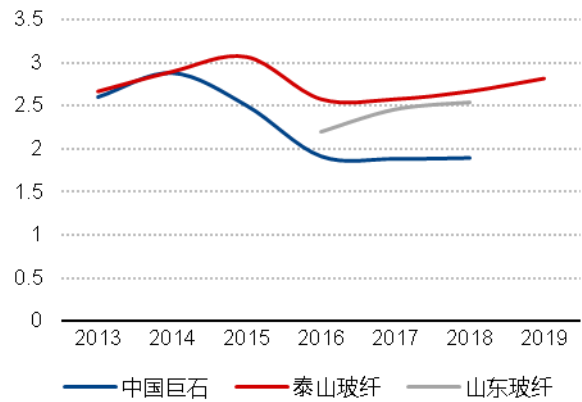


资料来源：wind，东兴证券研究所

一方面，巨石的规模优势导致了原材料和能源集采所带来的采购成本的降低：叶腊石是制作玻纤的主要原材料，天然气是主要能源，公司 2018 年的采购金额分别为 6 亿元和 4.81 亿元，分别占玻纤业务成本的 11.88% 和 9.52%，由于规模化带来的强大集采议价能力，公司叶腊石和天然气的采购价格皆远低于竞争对手。

图17: 巨石叶腊石采购成本为同业中最低 单位: 元/吨


资料来源: wind, 各公司债券募集说明书, 东兴证券研究所

图18: 巨石天然气采购成本为同业中最低 单位: 元/立方米


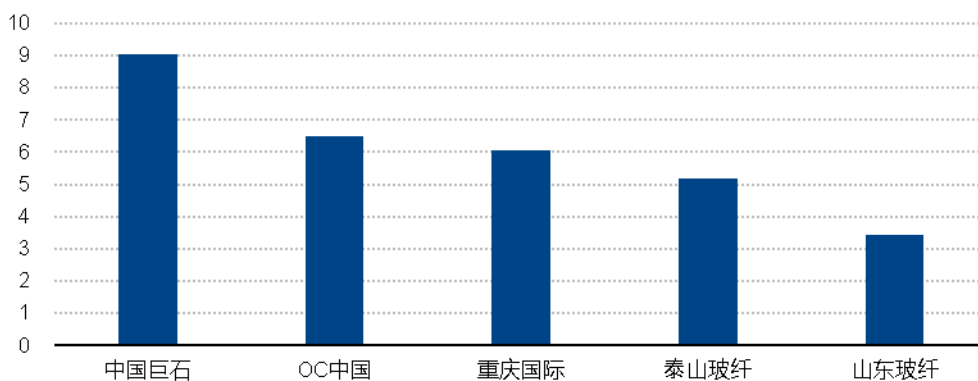
资料来源: wind, 各公司债券募集说明书, 东兴证券研究所

另一方面, 公司在新建和冷修产线的过程中, 通过技术攻关不断将窑炉往大型化的方向进行改造, 目前单线平均规模已达 9 万吨, 为同业中最高, 窑炉大型化一方面可以使得吨折旧费用降低, 另一方面可以降低吨人工成本, 这对于固定资产占比高且劳动力密集的玻纤行业来说, 能够有力降低成本压力, 巨石通过不断挑战更大的单线产能, 将公司的吨固定资产折旧费用和人工成本不断降低。

规模优势带来的成本下降使得公司产品具有更高的性价比, 从而在下游需求方中获得更高的客户粘性, 在行业周期下行时, 公司具备更大的降价空间以保持甚至扩大自身的市场份额, 将产能利用率保持在高位, 进而继续保有规模优势, 摊薄成本, 使公司在周期底部仍能够维持较为稳定的盈利水平, 并有能力逆势扩张, 进而在行业周期上行时充分享受到景气度提升带来的红利。

图19: 中国巨石单产线规模为同业中最高

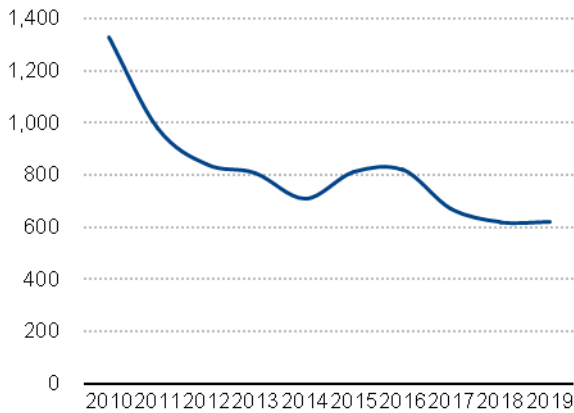
单位: 吨/线



资料来源: 公司公告, 公司债券评级报告, 东兴证券研究所

图20：巨石吨折旧费用不断降低

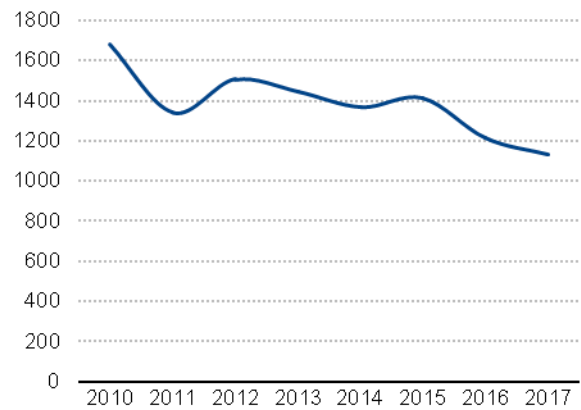
单位：元/吨



资料来源：wind，东兴证券研究所

图21：巨石吨人工成本不断降低

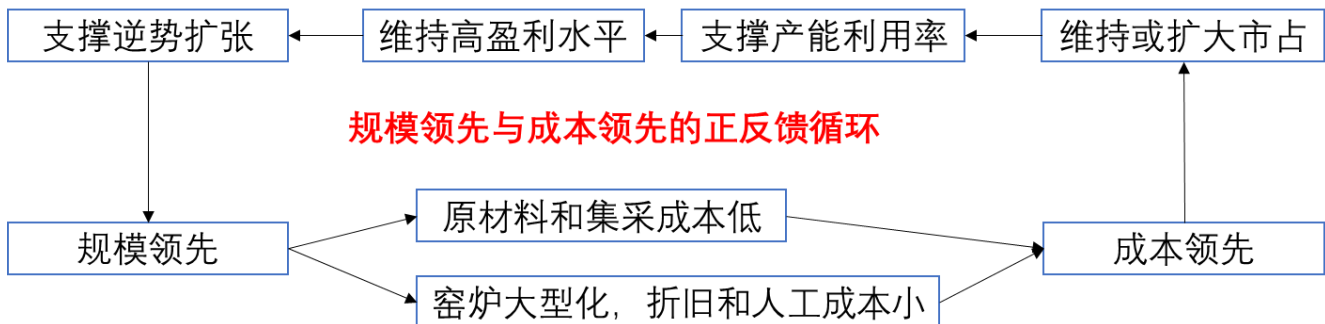
单位：元/吨



资料来源：wind，各公司债券募集说明书，东兴证券研究所

总的来看，规模优势会带来成本上的领先，而成本领先又通过保持市场份额和产能利用率的形式巩固了既有的成本优势，另外，成本优势也使得公司具备了在行业周期底部逆势扩张，进而扩大规模优势的能力，规模优势和成本领先之间相关强化，形成正反馈，将公司盈利能力穿越周期，始终保持在高位。

图22：规模优势和成本优势相互强化，形成正反馈



资料来源：东兴证券研究所

2.2.3 极致的产业链一体化，多个产业链上“单项最优”

玻纤从原材料到最终成品之间的生产过程较长，需要各个环节之间形成协调配合才能保证最终成品的高质和稳定。巨石成本领先优势的另一来源，是立足于自主创新，把面向上游的产业链一体化做到了极致。公司积极向上游产业链进行延伸，通过直接收购、技术引进再创新以及自主研发的手段，针对玻纤生产的各个环节逐一击破，在产业链一体化上的各个环节，都依托自身子公司或股东振石集团做到了所在细分方向上的“单项最优”。

图23：玻纤生产过程示意图


资料来源：中国巨石年报，东兴证券研究所

磊石公司保证低成本和稳定的叶腊石粉供应。一般生产 1 吨玻纤需要 0.8 吨的叶腊石，巨石在 2013 年收购了同在桐乡的磊石微粉有限公司，完善了自身在上游原材料领域的布局，2017 年，磊石公司年产 60 万吨叶腊石微粉项目正式投产，巨石在 2017 年对叶腊石微粉的采购量为 91.53 万吨，再加上磊石原有的产能，公司在叶腊石原材料上已能够实现基本自足，有效提升了对原材料成本和供应稳定性的控制能力。

国际领先的玻璃配方技术。玻纤有 99.5% 左右的成分是玻璃，因而玻璃配方技术对玻纤性能的优劣和成本的高低至关重要，传统 E 玻璃配方需要使用较为昂贵的硼钙石作为原材料，1 吨玻纤产品所含硼钙石的量达到了 10% 以上，公司立足于自主创新，于 2008 年末成功开发出了无硼无氟无碱的 E6 玻璃配方，将单吨配合料的成本降低了 62%，并显著提升了产品的强度、耐腐蚀性和耐高温性等。后续公司又相继开发出具备更高强度的 E8 和 E9 产品，进一步巩固了在玻璃配方技术领域的国际领先地位。

攻克“玻纤中的芯片制造技术”，实现浸润剂的国产替代。浸润剂配方技术在业内被誉为“玻纤中的芯片制造技术”，是进行高端玻纤产品制造的关键，其高端配方长期垄断在如拜耳、帝斯曼等外国企业手中，巨石通过自主创新，成功实现了浸润剂原料及配方技术的国产化替代，目前已有 85% 的浸润剂化工原料已能够自主制造，而国外玻纤巨头的这一比例不足 50%，浸润剂化工原料的自主制造可以使玻纤吨成本降低 400-500 元。

金石公司提供成本低性能优的玻纤漏板。玻纤漏板的原材料为铂铑合金，是矿物混合料的高温融化液要拉成玻璃纤维丝必须经过的装置，公司自创业之初便注重对玻纤漏板加工制造技术的自主研发，由孙公司金石贵金属设备有限公司专门负责此业务，金石公司目前已是全球贵金属玻纤漏板加工领域的执牛耳者，产量规模和加工技术领先世界。

除了上述提到的在产业链上的耕耘之外，巨石还自主研发了池窑大型化技术和纯氧燃烧技术等，同样帮助大幅降低了生产成本，公司成为世界玻纤行业龙头的背后，其实是在产业链上的几乎每个环节都做到了“单项最优”，这不仅帮助公司大幅降低了成本，而且铸就公司在行业中的技术领先地位，帮助公司成为行业中的绝对龙头企业。

表2：巨石在上游产业链上几乎每个细分领域都做拿到了“单项冠军”

产业链环节	环节描述	获取方式	技术水平
玻璃配方	高性能、环保的玻璃配方(E6、E7、E8等)	自主研发	国际领先
浸润剂	提高玻纤复材性能和加工性能	自主研发	国际领先
大型玻纤池窑结构	年产5-15万吨大型池窑结构设计及制造	引进创新	国际领先
池窑/通路全氧燃烧系统	提高天然气燃烧效率，节约能源	自主研发	国际领先
叶蜡石粉	磊石公司产能可基本保证叶蜡石粉供应的低价和稳定	收购加自建产能	公司叶蜡石粉基本实现自足
玻纤漏板	金石公司提供生产所需的全部玻纤漏板	自主研发	国际领先

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

3. 第四次创业踏上征程，玻纤龙头迈入新一轮成长周期

回顾巨石成为世界玻纤龙头的成长史，便是一部公司面对困难，不断破局，筚路蓝缕的创业史，2018年，巨石开启了以智能制造和国际化为主的第四次创业，迈入新一轮成长周期。

3.1 “三地五洲”战略开启国际化扩张，全球竞争力得到进一步增强

成为全球产能规模最大的玻纤生产企业之后，反倾销的压力便与巨石如影随形，原因在于公司基于行业领先的成本优势所提供的高性价比产品大量出口至欧美玻纤企业的大本营市场，对其市场份额造成侵蚀，2009年欧盟针对中国玻纤企业开展的反倾销调查倒逼公司开始重视国际化战略，针对海外市场的策略由原先的“以内供外”转变为“以外供外”，2009-2019年间，公司埃及20万吨产能基地和美国南卡9.6万吨基地相继投产，目前印度基地已经办妥土地手续，准备开工建设。

表3：中国玻纤企业所遭遇的反倾销调查

发起时间	反倾销发起地区	裁定税率	到期日
2009-12-17	欧盟	13.8%	-
2011-01-14	土耳其	23.75%	2015-12-31
2011-01-14	印度	18.67%	2016-01-06
2014-12-23	欧盟	24.8%	2014-12-24 至 2016-03
2020-04-06	欧盟	对埃及涉案产品征收 20%反补贴税，对中国涉案产品征收 17%~30.7%反补贴税	-

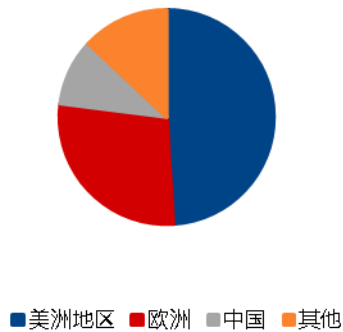
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表4：巨石在印度准备建设的产线相关情况

项目所在地	项目名称	计划投入资金	建设周期
印度马哈拉施特拉邦浦那市塔莱加工工业区	年产10万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线	24,555.89 万美元	项目建设期两年，公司将根据市场情况择机启动建设

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

以巨石为代表的中国玻纤企业在海外频繁遭遇的反倾销战背后，本质是中国玻纤工业在世界舞台上越来越强的产品竞争力。根据欧文斯科宁的数据，全球最大的玻纤市场为美国、中国和欧洲，分别占到了全球玻纤消费量的32%、27%和23%，拉美等其他地区占到了18%，可以看出欧美国国家总计占到全球玻纤总消费量的55%，作为世界规模最大的玻纤生产企业，巨石要进行进一步的扩张就必须向欧美市场进发，在反倾销压力不断，中美贸易摩擦风险加大的背景下，去海外投资建厂，“以外供外”成为了必然选择。

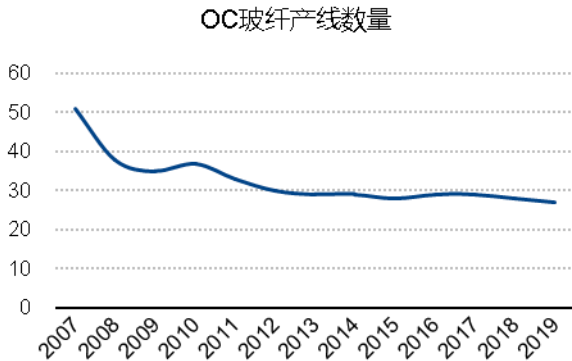
图24：全球玻纤消费主要市场及市场规模占比


资料来源：中国巨石年报，东兴证券研究所

巨石埃及工厂的建设开启了公司的全球扩张之路，而公司在国际化上的战略布局是“三地五洲”——30%的市场在国外，30%的投资在国外，30%的生产能力在国外，按照2022年220万吨的产能规划目标来看，公司在海外的产能将达到66万吨左右，要在目前的基础上翻倍。

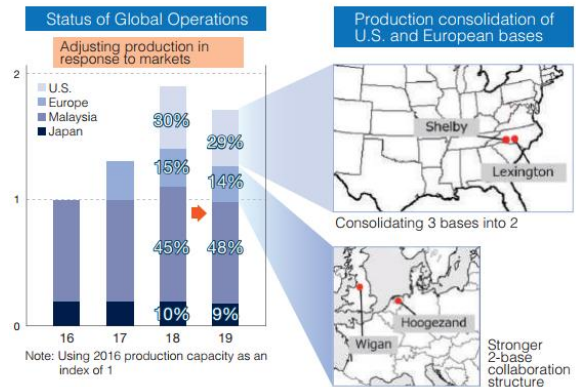
而从公司海外竞争对手的情况来看，国际玻纤巨头欧文斯科宁金融危机后逐渐停止扩张并陆续关停了规模较小，成本较高的产线，电气硝子2017年和2018年陆续收购完成PPG在欧洲和美国的玻纤业务，在2019年也开始进行内部整合，我们认为公司国际化发展到了一个关键的机遇窗口期，而埃及和美国项目的成功运营让公司在国内玻纤企业中具备了向海外扩张的先发经验优势和能力，结合国外玻纤企业在资本开支方面的收缩和谨慎，我们判断公司在全球范围内的产能占比将得到进一步提高，另一方面，公司遵循市场全球化的战略，结合正在迈向全球化的产能布局，未来海外产能、国内产能、海外市场以及国内市场将形成产品结构的互补以及在产品研发和人才引进上的互动，在帮助公司规避反倾销带来的高关税成本的同时，将使得公司的全球竞争力进一步增强。

图25：欧文斯-康宁金融危机后逐渐关停规模较小，成本较高产线



资料来源：Bloomberg，OC 历年年报，东兴证券研究所

图26：电气硝子玻纤业务在2019年开始进行内部整合



资料来源：NEG2019 年年报，东兴证券研究所

3.2 智能化为抓手，新一轮成本下降周期即将开启，产品高端化提升盈利稳定性

3.2.1 智能化生产是实现成本下降和产品高端化的必经之路

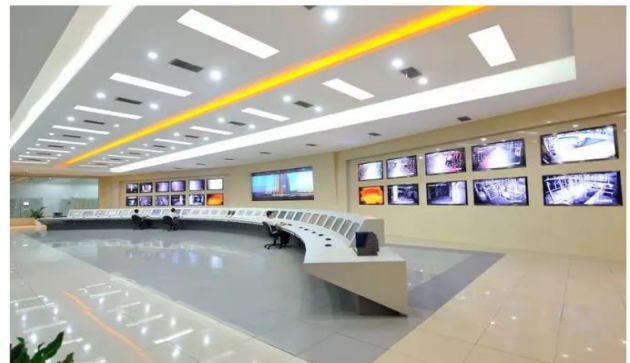
智能制造是公司第四次创业的重要内容，智能化制造的核心目标是要达到高效率、高稳定率和低能耗，智能化的实现手段不同于机器换人的标准化、自动化以及信息化，而是通过利用“互联网+”、云计算和大数据等手段来实现玻纤制造纵向信息物理系统的整合，根据调研，实现智能制造的产线成本下降幅度在 10-15%之间，但智能制造的意义不仅在于推动公司成本进一步下降，由于风电纱、电子布等细纱制造比粗纱有着更高的质量稳定性和精细化要求，而智能化制造能够显著提升生产过程中标准参数执行的精确和实现前后道工序更好的协同，因而智能制造也是公司实现产品高端化的重要路径。

图27：中国巨石智能制造生产线



资料来源：桐乡新闻网，东兴证券研究所

图28：中国巨石智能制造基地总控室



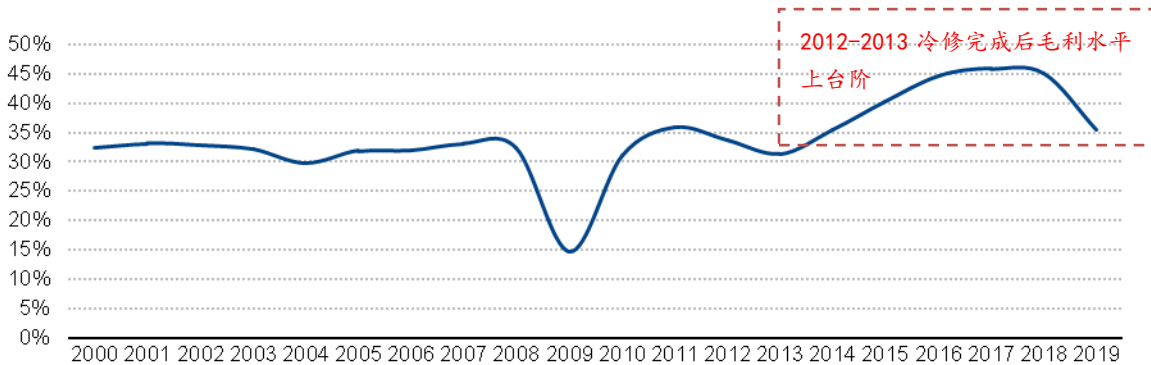
资料来源：桐乡新闻网，东兴证券研究所

3.2.2 冷修高峰期即将开启，智能制造赋能新一轮成本下降

玻纤是全年无休，需要 24 小时连续生产的产品，窑炉寿命一般在 8-10 年之间，到期就要选择时机进行冷修，冷修一般会将窑炉扩容，对窑炉构成材料进行置换，对生产参数进行调整，并赋予老的窑炉以新的生产技术，这可以提高窑炉的生产效率并降低其折旧成本。

冷修能显著降低产品的生产成本，2012-2013年桐乡本部基地60万吨产能冷修技改后，吨成本进一步下行，2013-2018年均吨成本下降幅度在100元/吨以上，毛利水平也出现了明显上升（2019年毛利水平降低是因会计准则的变化）。以8-10年的窑炉寿命推算，2021年，公司将进入新一轮冷修高峰，叠加智能制造赋能产线提高效率，我们认为公司将开启新一轮成本下降周期。

图29：2012-2013桐乡本部冷修完成后巨石毛利水平上台阶

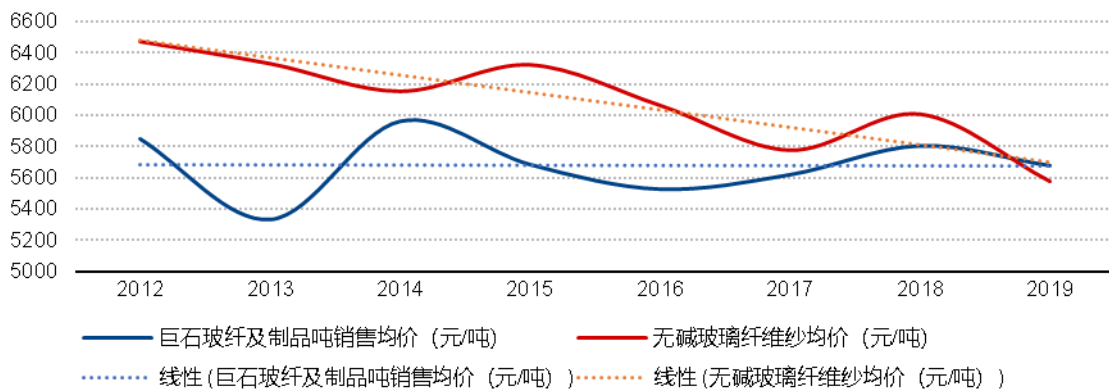


资料来源：wind，东兴证券研究所

3.2.3 产品结构不断改善，高低结合维持盈利水平高位稳定

玻纤作为一种替代材料，通过技术进步和规模优势实现成本下降从而提升作为材料使用的渗透率是大的趋势，观察得知从2012年到2019年无碱玻纤均价中枢不断下行，印证了这一趋势的存在。但与此同时巨石玻纤及制品的吨售价中枢则保持相对稳定，原因在于公司不断改善自身的产品结构，2013年公司在热塑、风电、高压管道以及电子等中高端应用领域的产品占比为40%左右，而2019年这一比例已经提升至65%，中高端产品如风电纱和电子纱等由于其下游对玻纤弹性模量、耐腐蚀性、耐高温型等性能要求更高，因而客户粘性也更高，价格较普通粗纱高并且相对稳定。

图30：巨石玻纤及制品吨均价较低端粗纱均价保持相对稳定

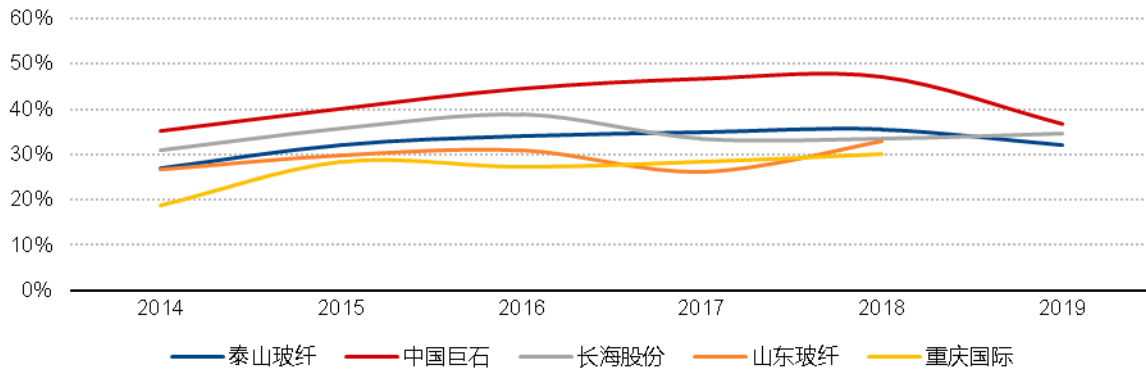


资料来源：wind，东兴证券研究所

总结起来，公司在产品方面的策略是，一方面作为行业龙头，利用自身的成本优势在低端产品领域通过较低的价格打压中小的落后产能，将其淘汰出市场，带动行业整体成本下降，进而提升玻纤作为替代材料的渗透

率，另一方面，公司利用自身的技术优势不断提高中高端产品占比来稳定玻纤及制品的综合售价，使自身盈利水平稳定在行业较高位置。

图31：巨石销售毛利率保持在高位



资料来源：wind，东兴证券研究所

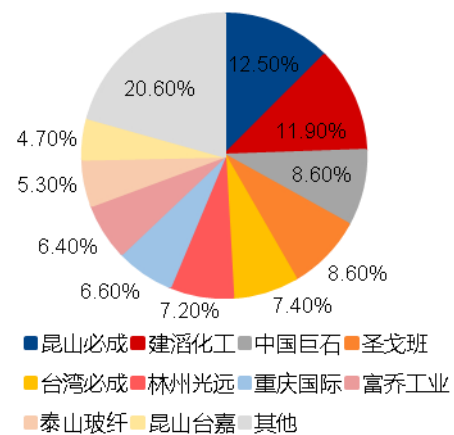
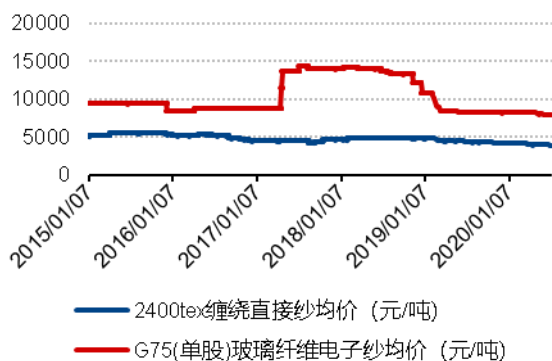
3.2.4 电子纱产能规划 2021 年翻倍，有望成世界第一大电子纱提供商

电子纱用于制作电子布，而电子布是 PCB 电路板的重要组成材料，电子纱是玻纤纱里的高端产品，价格和利润率高于普通粗纱，由于其资金和技术壁垒更高、下游 PCB 厂商集中度高并且较长的技术认证周期带来强的客户粘性，因而电子纱本身集中度也较高，目前全球电子纱在产能为 121.5 万吨/年，我国国内产能占到 67%，全球电子纱行业 CR3 为 33%，昆山必成（12.5%）、建滔化工（11.9%）以及中国巨石（8.6%）分别为产能排名前三的企业。

图32：电子纱价格远高于普通无碱粗纱

单位：元/吨

图33：全球电子纱产能分布格局



资料来源：桐乡新闻网，东兴证券研究所

资料来源：东兴证券研究所

电子纱是巨石进军产品高端化，提高细纱产能占比的关键方向，公司目前电子纱产能为 10.5 万吨，根据产能规划，在两条年产能分别为 6 万吨的电子纱产线建设完成后，**2021 年公司电子纱产能将达到 22.5 万吨**，有望成为世界第一的电子纱生产厂商。

表5：巨石在电子纱方面的产线布局

项目名称	计划投入资金	建设周期
年产 6 万吨电子纱暨年产 3 亿米电子布生产线项目	237,268.71 万元	2019 年开工，2020 年投产
年产 6 万吨电子纱暨年产 3 亿米电子布生产线项目	259,348.96 万元	2020 年开工，2021 年投产

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

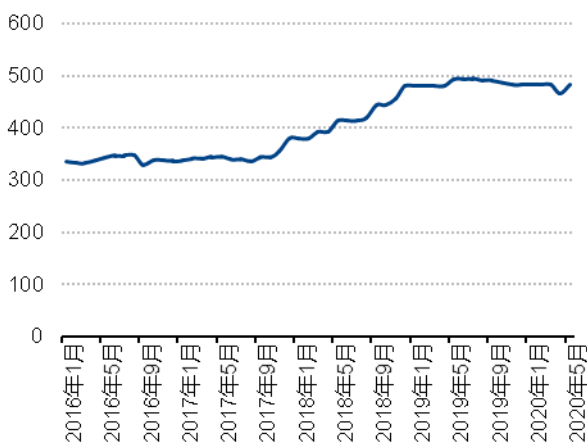
4. 玻纤行业：新增产能放缓，需求边际向好，静待拐点出现

4.1 景气度恢复被疫情所推后，目前行业仍在底部

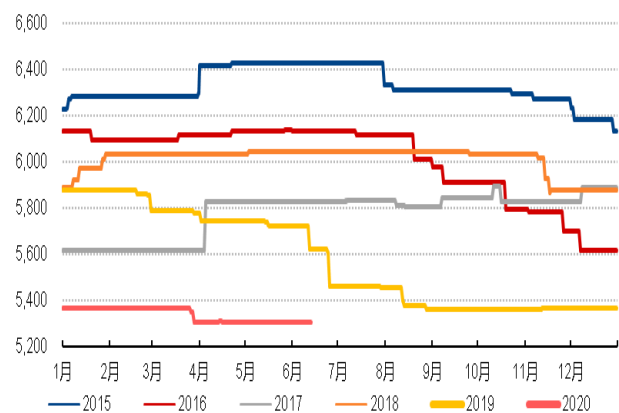
玻纤价格企稳复苏被疫情带来的需求冲击所打断，行业目前仍在底部。2018 年玻纤企业新建产能点火运行总量为 100.5 万吨，远高于 2017 年的 26 万吨，剔除掉冷修、停产以及拆除的产能，我们测算 2018 年玻纤在产产能增加 26.38%，为 4 年来增幅最大。2018 年新增产能点火时间基本在年中及下半年，在经历 3 个月左右的产能爬坡期之后，在 2019 年全年可以稳定生产，开始对玻纤供给端产生较大压力。

玻纤的主要下游需求端为建筑、电子器件、交通、风电等，从需求端的表现来看，2018 年下半年建筑安装工程增速趋于放缓，且汽车产量增速跌入负增区间，叠加中美贸易摩擦导致的关税成本增高以及欧美制造业 PMI 在 2018 年年初和年中相继步入趋势下行区间，玻纤下游需求端唯风电较好，整体呈现疲软态势。

玻纤总体价格持续下降后探底企稳。在产产能大增而需求疲软的态势之下，国内各类粗纱和电子细纱价格自 2018 年四季度开始下行，价格向下调整并在 2019 年 10 月左右逐步企稳，叠加下游需求在 2019 年下半年逐步回暖，2019 年末部分库存较低的厂家已经开始调涨产品出厂价，但突然爆发的新冠疫情打乱了这一节奏，由于玻纤连续生产的特性，库存高企之下本已企稳的价格再次出现下行，目前行业仍处在底部。

图34：2018 年行业在产产能大幅增加 单位：万吨


资料来源：东兴证券研究所

图35：目前玻纤行业仍在底部


资料来源：东兴证券研究所

4.2 2019-2021 新增产能大幅放缓，需求边际恢复，静待拐点出现

2020-2021 新增产能大幅放缓，疫情推后的需求正在复苏。玻纤行业 2018 年新增的大量产能已经在 2019 年逐步消化，2019-2021 年，玻纤行业新增产能预计为 31.6 万吨、44 万吨和 26 万吨，新增产能大幅放缓，2020 年 3 月中旬以来，国内玻纤下游需求开始加速恢复，5 月以来，随着海外经济重启，国外需求也迎来改善，总的来看，被疫情推后的需求正在复苏，叠加供给端压力的大幅缓解，我们判断玻纤行业景气度将在 2020 年下半年开始边际改善。

表6：2020 年玻纤行业新增产能明细表

点火时间	厂商名称	产线名称	产能增量（万吨）
2020 年上半年	中国巨石	成都产线技改项目（10 改 12）	2
2020 年三季度	中材科技	满庄 F07 高强高模产线	9
2020	邢台金牛	3 号线	10
2020 年下半年	重庆三磊	黔江 2 号线	10
2020 年 6 月	中国巨石	桐乡智能制造 2 线	15
合计			46

资料来源：东兴证券研究所

表7：2021 年玻纤行业新增产能明细表

点火时间	厂商名称	产线名称	产能增量（万吨）
2021 年 3 月	邢台金牛	玻璃纤维池窑 3 线	10
2021 年 8 月	长海股份	天马集团 10 万吨无碱玻纤生产线	10
2021 年 11 月	中国巨石	桐乡基地 6 万吨电子纱生产线	6
合计			26

资料来源：东兴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

中国巨石是世界玻纤行业的绝对龙头企业，强大的规模优势使得公司成本端领先同业 5 年左右，成本方面的领先使得公司拥有强大的抗周期能力，往往在行业底部也能维持盈利，近年来公司进军高端化产品，风电、电子纱等高端品种占比明显提升，更使得公司业绩稳定性提高，玻纤行业目前仍然处于景气度的底部，但需求端的边际改善已有显现，作为行业中最大的寡头企业，景气度上行时公司业绩将释放出巨大的弹性。

我们预计 2020-2022 年的营业收入分别为 111.96 亿/141.85 亿/160.43 亿，归母净利分别为 20.59 亿/31.73 亿/42.76 亿，对应的 EPS 分别为 0.59 元/0.91 元/1.22 元，对应的动态 PE 分别为 20 倍/13 倍/10 倍。维持公司为“强烈推荐”的投资评级。

按照 DCF 估值：我们假设公司第二阶段增速为 15%，长期增长率为 2%，应付债券利率为 3%，无风险利率为 3.56%，公司的绝对估值为 19.16 元。

表8：公司 DCF 估值敏感性分析

敏感性测试结果	长期增长率 (g)								
	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
WACC									
5.33%	26.81	29.05	31.81	35.29	39.81	45.93	54.68	68.22	91.92
5.83%	23.66	25.42	27.54	30.15	33.45	37.74	43.54	51.83	64.65
6.33%	21.03	22.44	24.10	26.12	28.59	31.72	35.78	41.27	49.13
6.83%	18.82	19.95	21.28	22.86	24.77	27.12	30.08	33.93	39.14
7.33%	16.92	17.85	18.93	20.19	21.69	23.50	25.72	28.53	32.18
7.83%	15.29	16.06	16.94	17.96	19.16	20.58	22.29	24.40	27.06
8.33%	13.87	14.51	15.24	16.08	17.05	18.18	19.53	21.15	23.15
8.83%	12.62	13.16	13.77	14.46	15.26	16.18	17.25	18.53	20.07
9.33%	11.52	11.98	12.49	13.07	13.73	14.48	15.35	16.38	17.59
9.83%	10.55	10.94	11.37	11.86	12.41	13.03	13.75	14.57	15.54
10.33%	9.68	10.01	10.38	10.80	11.26	11.78	12.37	13.05	13.84

资料来源：东兴证券研究所

6. 风险提示

国内外疫情出现较大反复，中美贸易摩擦加剧，下游需求恢复不及预期，新增产能大幅扩张。

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位: 百万元					利润表		单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		
流动资产合计	7276.42	9150.28	4856.57	7051.40	7703.35	营业收入	10032.	10493.2	11196.0	14185.0	16043.0		
货币资金	1503.70	1446.17	1209.17	2127.75	2406.45	营业成本	5506.8	6772.70	7259.00	8890.00	9273.00		
应收账款	1247.28	1360.94	1472.35	1865.42	2109.76	营业税金及附加	85.54	61.35	62.00	78.00	88.00		
其他应收款	138.65	135.41	144.48	183.05	207.03	营业费用	385.69	88.31	89.57	113.48	128.34		
预付款项	130.30	127.97	127.97	127.97	127.97	管理费用	538.11	576.84	750.13	950.40	1074.88		
存货	1675.12	2069.97	1591.01	2435.62	2540.55	财务费用	341.23	515.24	686.14	466.53	467.79		
其他流动资产	464.36	309.19	309.19	309.19	309.19	资产减值损失	108.97	(5.89)	0.00	0.00	0.00		
非流动资产合计	23094.0	24453.9	27192.4	30367.8	33382.7	公允价值变动收益	(31.47)	41.48	42.00	42.00	42.00		
长期股权投资	1209.29	1230.95	1231.00	1231.00	1231.00	投资净收益	75.57	64.24	65.00	65.00	65.00		
固定资产	16419.0	19552.8	23514.5	27317.1	30685.8	营业利润	2836.8	2523.52	2456.16	3793.59	5117.99		
无形资产	599.00	803.15	722.83	642.51	562.19	营业外收入	20.06	28.30	30.00	30.00	30.00		
其他非流动资产	63.92	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	32.88	14.83	15.00	15.00	15.00		
资产总计	30370.4	33604.2	32049.0	37419.2	41086.0	利润总额	2824.0	2536.98	2471.16	3808.59	5132.99		
流动负债合计	12335.9	11666.0	11538.7	13655.7	12965.9	所得税	439.19	423.52	412.44	635.65	856.70		
短期借款	4931.43	6610.55	6227.49	7361.35	6440.75	净利润	2384.8	2113.46	2058.72	3172.94	4276.29		
应付账款	1940.06	1272.10	2386.52	2922.74	3048.66	少数股东损益	10.86	(15.41)	0.00	0.00	0.00		
预收款项	143.73	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	2373.9	2128.87	2058.72	3172.94	4276.29		
一年内到期的非流动	3134.13	398.15	399.00	399.00	399.00	EBITDA	4170.7	4140.61	4354.86	5752.76	7383.58		
非流动负债合计	3454.14	5857.67	5721.91	5721.91	5721.91	EPS (元)	0.68	0.61	0.59	0.91	1.22		
长期借款	2653.32	3148.65	3148.65	3148.65	3148.65	主要财务比率							
应付债券	399.35	2197.41	2197.41	2197.41	2197.41		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		
负债合计	15790.0	17523.7	17260.6	19377.6	18687.8	成长能力							
少数股东权益	342.13	433.91	433.91	433.91	433.91	营业收入增长	15.96%	4.59%	6.70%	26.70%	13.10%		
实收资本(或股本)	3502.31	3502.31	3502.31	3502.31	3502.31	营业利润增长	13.78%	-11.04%	-2.67%	54.45%	34.91%		
资本公积	3438.42	3438.67	3438.67	3438.67	3438.67	归属于母公司净利润	10.43%	-10.32%	-3.30%	54.12%	34.77%		
未分配利润	6789.24	8057.67	10042.2	13100.9	17223.3	获利能力							
归属母公司股东权益	14238.2	15646.6	17581.8	20754.8	25031.1	毛利率(%)	45.11%	35.46%	35.16%	37.33%	42.20%		
负债和所有者权益	30370.4	33604.2	32049.0	37419.2	41086.0	净利率(%)	23.66%	20.29%	18.39%	22.37%	26.66%		
现金流量表		单位: 百万元					ROA (%)	7.85%	6.29%	5.84%	7.82%	9.69%	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE (%)	16.67%	13.61%	11.71%	15.29%	17.08%		
经营活动现金流	4653.70	3060.81	6218.09	4731.93	6292.48	偿债能力							
净利润	2384.83	2113.46	2058.72	3172.94	4276.29	资产负债率(%)	51.99%	52.15%	48.93%	47.77%	42.33%		
折旧摊销	992.66	1101.85	1212.56	1492.64	1797.80	流动比率	0.59	0.78	0.42	0.52	0.59		
财务费用	(341.23)	(515.24)	(686.14)	(466.53)	(467.79)	速动比率	0.45	0.61	0.28	0.34	0.40		
应付账款的变化	885.20	(667.96)	1114.42	536.22	125.92	营运能力							
预收账款的变化	11.16	(143.73)	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.36	0.33	0.34	0.41	0.41		
投资活动现金流	(6138.59)	(1256.67)	(3773.25)	(4480.68)	(4625.39)	应收账款周转率	8.09	8.05	7.90	8.50	8.07		
公允价值变动收益	(31.47)	41.48	42.00	42.00	42.00	应付账款周转率	3.68	4.22	3.97	3.35	3.11		
长期股权投资减少	25.35	21.66	0.05	0.00	0.00	每股指标(元)							
投资收益	75.57	64.24	65.00	65.00	65.00	每股收益(最新摊薄)	0.68	0.61	0.59	0.91	1.22		
筹资活动现金流	970.90	(1861.86)	(2681.84)	667.33	(1388.39)	每股净现金流(最新)	(0.14)	0.01	(0.07)	0.26	0.08		
应付债券增加	(1096.01)	1798.06	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊)	4.07	4.47	5.02	5.93	7.15		
长期借款增加	28.94	495.33	0.00	0.00	0.00	估值比率							
普通股增加	583.72	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	17.68	19.70	20.44	13.27	9.84		
资本公积增加	(583.72)	0.25	0.00	0.00	0.00	P/B	2.96	2.69	2.39	2.03	1.68		
现金净增加额	(513.99)	(57.72)	(237.00)	918.58	278.70	EV/EBITDA	12.40	12.80	12.14	9.23	7.03		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	中国巨石（600176）2018年三季度报点评：三季度平稳，产能、智造和海外布局助力发展	2018-10-19
公司普通报告	中国巨石（600176）2018年半年报点评：业绩增长仍好，产能释放和全球布局有支撑	2018-08-20

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

罗四维

化工行业首席分析师，能源与材料团队组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所，从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 第 4，2015 年第 3 名。东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年上半年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名。卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围。2018 年今日投资“天眼”唯一 3 年五星级分析师，2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师，选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等。2019 年“金翼奖”第 1 名。

研究助理简介

韩宇

应用经济学硕士，四川大学金属材料工程学士，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事建材行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526