



Research and
Development Center

需求上升，布局海外

——中国巨石（600176.sh）跟踪报告

2015年11月16日

建筑建材首席分析师 关健鑫

证券研究报告

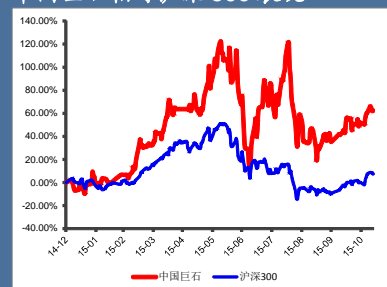
公司研究——跟踪报告

中国巨石（600176.sh）



跟踪评级

中国巨石相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

关键鑫行业分析师

执业编号：S1500512050001

联系电话：+861063081092

邮箱：guanjianxin@cindasc.com

公司主要数据（2015.11.13）

收盘价(元)	24.51
52周内股价 波动区间(元)	(13.94, 34.4)
最近一月涨跌幅(%)	5.10
总股本(亿股)	8.73
流通A股比例(%)	100
总市值(亿元)	219

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编：100031

需求上升，布局海外

2015年11月16日

本期内容提要：

- ◆ **玻纤龙头，深入拓展海外业务。** 作为中国建材集团旗下成员企业，中国巨石在产能和产量方面都是行业龙头企业。目前公司拥有四大生产基地，16条主要生产线，年产量达到116万吨。其中，巨石埃及年产8万吨的无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线已建成投产，二期生产线已进入建设阶段。截止2014年底，公司营业总收入62.68亿元，同比增长20.32%，营业收入中玻纤及其制品收入占比98%以上。公司业务遍布全球，实施全球营销战略，已在美国、韩国、意大利、加拿大、西班牙、法国等14个国家和地区设立了海外子公司，并在英国、德国拥有2家独家经销商。2014年公司主营业务销售中，国外销售占48.38%，较2013年度增加2.35个百分点。
- ◆ **需求增加，玻纤需求处于上升阶段。** 玻璃纤维是一种新型的复合材料，具有众多优越特性，如：耐高温、抗腐蚀、强度高，并拥有广泛的应用领域：建筑、交通运输、电子电器、风电叶片等。2008年受金融危机影响，行业需求下降。2014年下半年，行业需求回暖，部分玻纤产品供不应求，全球玻纤产品提价。同时，由于玻纤行业属于资本密集型行业，行业长期处于寡头垄断阶段，前六大企业产能占全球产能的70%。由于国家“一带一路”政策的实施，风电行业的快速发展，国内外需求目前都处于上升阶段。而较高的准入门槛，将有助于寡头垄断局面的长期持续，避免无序竞争。
- ◆ **国企改革，“双试点”带来巨大机遇。** 14年7月，中国建材集团被列为国资委混合所有制经济和央企董事会行使三项职权的双试点企业，而北新建材和中国巨石将作为集团发展混合所有制经济首批试点实施单位。目前中国建材旗下仍有部分处于玻纤行业下游的企业还未上市。同时，管理层持股、混合所有制改革都将成为未来影响股价的重要事件。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们假设公司2015—2017年玻纤及制品平均价格(不含税)分别为5,648元，6,119元和6,211元，销量分别为122.3万吨、126.8万吨和135.5万吨，预计公司2015-2017年EPS分别为1.08元、1.68元和2.03元。考虑相对估值法，我们认为给予公司25X的PE合理，对应目标价为27元，给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**海外基地生产线建成投产；国企改革有效推进。
- ◆ **风险因素：**贸易壁垒风险；汇率风险；原材料、燃料价格及供应风险。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	5,209.64	6,268.15	7,272.54	8,344.54	9,144.35
增长率 YoY%	2.09%	20.32%	16.02%	14.74%	9.58%
归属母公司净利润(百万元)	319.13	474.54	940.49	1,465.32	1,769.80
增长率 YoY%	16.39%	48.70%	98.19%	55.80%	20.78%
毛利率%	31.37%	35.38%	38.74%	44.45%	45.58%
净资产收益率 ROE%	8.69%	12.29%	20.98%	26.14%	25.00%
每股收益 EPS(元)	0.37	0.54	1.08	1.68	2.03
市盈率 P/E(倍)	67	45	23	15	12
市净率 P/B(倍)	5.77	5.32	4.33	3.41	2.71

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测注: 股价为2015年11月13日收盘价

目 录

投资聚焦	2
公司概况：全球玻纤领先行业	3
历史沿革	3
公司股权结构	3
主营业务概况	4
玻纤简介：新型复合材料，替代优势明显	5
玻纤的分类与应用	6
替代优势明显，发展前景广阔	6
需求回暖，行业仍处在向上周期	8
玻纤行业存在周期性，目前处在向上周期	8
国内消费依然巨大	9
出口需求强劲	14
“一带一路”建设将带动国内外玻纤需求量持续上升	16
“中国制造 2025”战略为玻纤行业提供历史发展机遇	16
长期看好：下游应用领域扩大，新材料行业作为国民经济的先导产业	17
产能改善，寡头垄断仍将继续	17
我国玻纤产量全球第一，技术水平、产能赶超欧美	17
行业集中度维持在高位，寡头垄断仍将继续	18
政策鼓励与支持：产业支持与准入限制	19
中国巨石：行业复苏的最大受益者	21
产能世界领先，大力拓展海外市场	21
成本控制全球领先	23
国企改革，“双试点”带来的巨大机遇	24
财务分析	26
盈利预测与投资评级	28
公司估值及投资评级	29
风险因素	30

表 目 录

表 1: 公司历史沿革	3
表 2: 玻纤的分类与应用	6
表 3: 玻纤行业发展历史及重大事件	8
表 4: 1-9 月发改委审批主要项目	10
表 5: 国内风电产业发展趋势及玻纤增量需求	13
表 6: 我国玻纤行业产业政策	20
表 7: 中国巨石生产能力	22
表 8: 中国建材集团改革路径	25
表 9: 公司盈利能力行业对比	26
表 10: 公司盈利能力行业对比	27

图 目 录

图 1: 截止 2015 年 9 月 30 日公司主要股东	3
图 2: 公司主营业务及同比变化(单位: 万元)	4
图 3: 公司主营业务毛利率水平	4
图 4: 公司营业收入地区分布(单位: 万元)	5
图 5: 公司归属于股东净利润变化情况(单位: 万元)	5
图 6: 全球玻纤最终消费市场分布	7
图 7: 中国玻纤最终消费市场分布	7
图 8: 玻纤行业产业链	7
图 9: 我国城镇化(率)发展趋势	9
图 10: 城市建成区面积及同比	9
图 11: 房屋累计新开工面积(单位: 万平方米)	10
图 12: 交通运输、仓储及邮政业固定资产投资	10
图 13: 铁路建设累计投资(单位: 亿元)	10
图 14: 中国高铁营运里程(单位: 公里)	10
图 15: 世界风力发电机组装机容量(单位: 百万瓦特)	12
图 16: 全球风力发电新增产能(单位: 万千瓦)	12
图 17: 中国、欧洲、美国风力发电机组装机容量(单位: 百万瓦特)	13
图 18: 国内汽车产量(单位: 万辆)	14
图 19: 我国新能源汽车产量(单位: 辆)	14
图 20: 我国玻纤纱及其他玻纤制品出口数量(单位: 吨)	15
图 21: 美国与欧元区制造业 PMI 指数	15
图 22: 中国巨石及制品出口分布	16
图 23: 中国玻纤纱产量	18
图 24: 全球玻纤产能分布	18
图 25: 玻纤生产成本估算	24
图 26: 中国巨石与玻纤行业的毛利率水平比较(季度)	24
图 27: 截至 2014 年底公司与实际控制人之间的产权及控制关系	25
图 28: 公司负债总额变化(单位: 亿元)	27
图 29: 公司利息支出及占 EBIT 比例(单位: 万元)	27
图 30: 玻纤行业公司上市以来募资情况对比(单位: 万元)	28
图 31: 中国巨石上市以来取得借款收到的现金(单位: 万元)	28
表 11: 公司营运能力行业对比	28
表 12: 中国巨石主营业务预测	29
表 13: 可比公司估值情况	30

投资聚焦

主要内容

中国巨石作为中国建材集团旗下成员企业，在产能和产量方面都是行业龙头企业。经过前期实地调研和认真分析，我们认为公司具备投资价值。

投资逻辑

行业观点：2014 年行业拐点显现，处于上升周期。目前，尽管宏观经济不佳，但国家刺激经济措施陆续推出，除了发改委密集审批通过的铁路等基建项目，PPP 模式的推广和应用也将促进国内投资建设的好转，因此国内市场对玻纤的需求依然强劲。海外市场，美国经济复苏抢眼，全球经济有所好转，玻纤行业整体仍处在向上周期。产能方面，全球前六大玻纤生产企业占据了 70% 以上的产能，行业高度集中。玻纤行业寡头垄断局面将继续维持。**公司观点：行业复苏的最大受益者。**中国巨石作为中国建材集团旗下成员企业，是我国最大的玻纤生产企业，产能 116 万吨，占全国 35% 以上，全球 20%，产销量全球排名第一。2014 年中期公司率先在全球范围内对玻璃纤维粗纱及制品的价格上调 6%，意味着企业走出低谷，玻纤行业景气度大幅提升，公司将成为行业复苏的最大受益者。**短中长期均有看点。**短期来看，公司不超过 48 亿的定增项目已获证监会审核通过，若定增项目成功发行，将极大改善公司财务状况；中期来看，全球经济向上趋势不会改变，埃及项目投产建成恰好顺应行业趋势；长期来看，玻纤的下游领域不断扩大，包括新能源（风能发电）、水利工程、海水淡化、造船、航空等，都有巨大的潜在市场需求。

有别于大众的认识

玻纤企业的生产具有连续性，一旦开窖如果停止其成本是巨大的，因而供给弹性较小。

股价催化剂

1、海外基地生产线建成投产；2、国企改革有效推进。

关键假设、盈利预测与投资评级。我们假设公司 2015—2017 年玻纤及制品平均价格（不含税）分别为 5,648 元，6,119 元和 6,211 元，销量分别为 122.3 万吨、126.8 万吨和 135.5 万吨，预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.08 元、1.68 元和 2.03 元。考虑相对估值法，我们认为给予公司 25X 的 PE 合理，对应目标价为 27 元，给予“买入”评级。

风险因素：贸易壁垒风险；汇率风险；原材料、燃料价格及供应风险。

公司概况：全球玻纤领先行业

历史沿革

中国巨石股份有限公司前身为中国化学建材股份有限公司，成立于 1998 年，由中国建筑材料集团有限公司、振石控股集团有限公司、江苏永联集团公司和中国建材股份有限公司四家公司募集设立。2011 年公司收购巨石集团 49% 的股份，从而全资控股巨石集团，2015 年公司名称由“中国玻纤”改为“中国巨石”。中国巨石现为中国建材玻璃纤维业务的核心企业。

表 1: 公司历史沿革

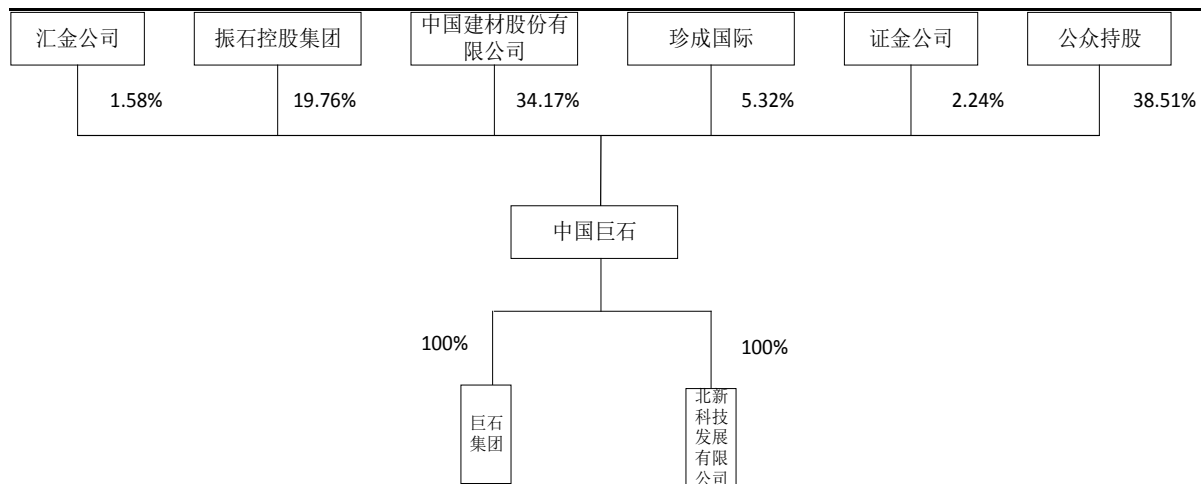
时间	事件
1998 年 8 月	公司成立，前身为中国化学建材股份有限公司，成立时控股股东为中国建材
1999 年 4 月	A 股发行并挂牌交易
2004 年 12 月	公司名称由“中国化学建材股份有限公司”变更为“中国玻纤股份有限公司”
2011 年 6 月	公司向中国建材、振石集团、珍成国际、索瑞斯特发行股票购买其持有的巨石集团有限公司合计 49% 股权，从而巨石集团成为公司全资子公司
2015 年 3 月	为发挥“巨石”品牌效应，公司名称由“中国玻纤股份有限公司”改为“中国巨石股份有限公司”

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司股权结构

公司控股股东中国建材股份有限公司为中国建材集团旗下 H 股上市公司，主要业务包括水泥、轻质建材、玻璃纤维及玻璃钢制品、工程服务四大类，旗下还拥有 A 股上市公司北新建材。目前，中国建材股份有限公司持有公司股份比例为 34.17%，其次为振石控股集团，持股比例为 19.76%；此外，证金公司和汇金公司为公司的新进股东，在公司季报中均有出现。2015 年公司实际控制人中国建筑材料集团有限公司被确定为发展混合所有制经济和落实董事会职权的“双试点”企业，控股洛阳玻璃（600876、HK1108）31.8% 股权、瑞泰科技（002066）44.67% 股权、方兴科技（600552）30.04% 股权。

图 1: 截止 2015 年 9 月 30 日公司主要股东



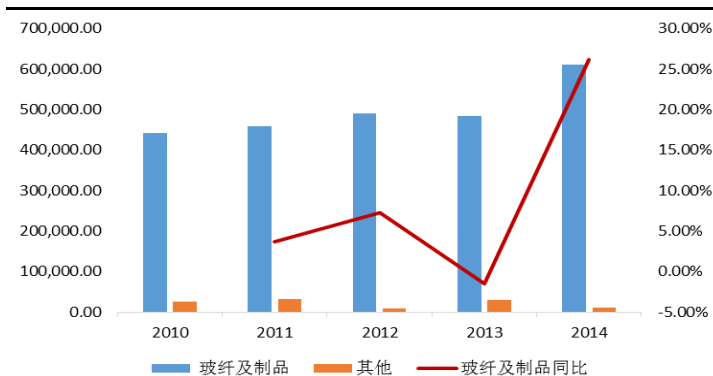
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

主营业务概况

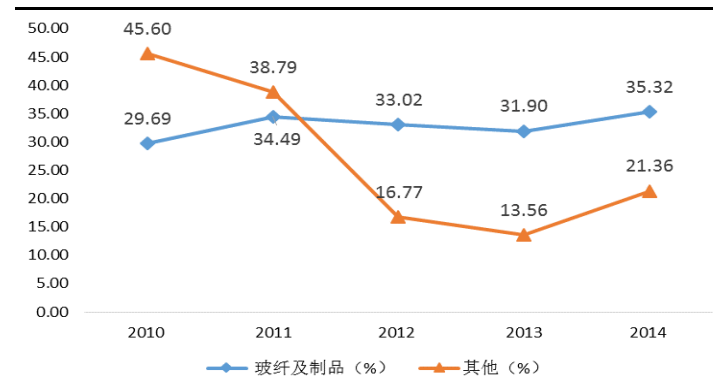
近年来，公司营业收入稳定，2014 年公司业务获得较大突破，营业总收入 62.68 亿元，同比增长 20.32%，比上年增加 18.23 个百分点。公司的主营业务构成较为稳定，产品以玻纤纱及制品为主，2014 年玻纤纱及制品产生的营业收入占营业总收入的 98.28%，其他贸易业务产生的收入占 1.72%。与此同时，公司通过技术提升、产能改造等方法加强成本控制，公司玻纤及制品制造的毛利率稳中有升，2014 年玻纤及制品毛利率实现 35.32%，比上年增加 3.42 个百分点。

图 2：公司主营业务及同比变化（单位：万元）

图 3：公司主营业务毛利率水平



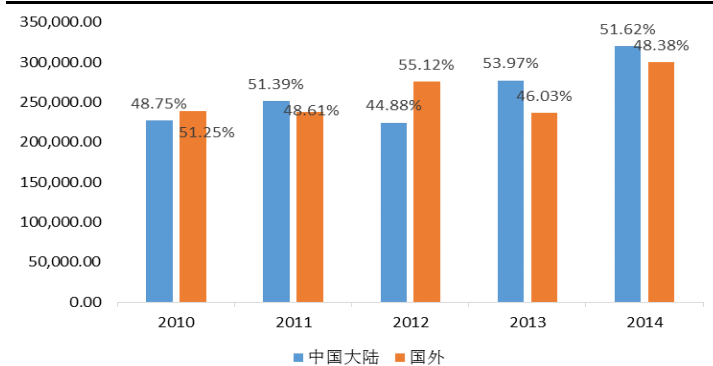
资料来源: wind, 信达证券研发中心



资料来源: wind, 信达证券研发中心

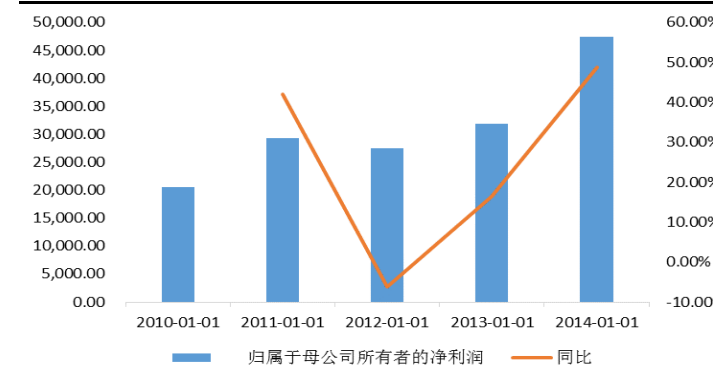
公司业务遍布全球, 实施全球营销战略, 已在美国、韩国、意大利、加拿大、西班牙、法国等 14 个国家和地区设立了海外子公司, 并在英国、德国拥有 2 家独家经销商。2014 年公司主营业务销售中, 国外销售占 48.38%, 较 2013 年度增加 2.35 个百分点。

图 4: 公司营业收入地区分布(单位: 万元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 5: 公司归属于股东净利润变化情况(单位: 万元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

2014 年, 公司归属于母公司所有者净利润实现 4.75 亿元, 同比增长 48.70%, 比上年增加 32.31 个百分点。

玻纤简介: 新型复合材料, 替代优势明显

玻纤的分类与应用

玻璃纤维诞生于 20 世纪 30 年代，作为一种重要的复合增强新材料，具有众多优越特性，如：耐高温、抗腐蚀、强度高、比重轻、吸湿低、延伸小、电绝缘及性价比高等。20 世纪 50 年代玻璃纤维池窑拉丝工艺获得成功，实现了玻璃纤维生产技术的重大突破，开启了玻璃纤维规模化、现代化大生产之路。目前，国际上玻纤应用品种已达 5,000 多种，60,000 多个规格用途，品种与规格以每年平均增长 1,000-1,500 种的速度迅猛发展。作为复合材料用增强纤维的最重要基材，玻纤占据复合材料所用增强纤维的 98% 左右。全球玻纤消费主要集中在美国、欧洲、日本等发达国家和地区，其人均玻纤消费量较高。

按照玻纤下游的需求，主要可以分为无碱玻纤、中碱玻纤、高碱玻纤和电子纱四种。目前已经被广泛应用于建筑、交通、风力发电、电子电气、工业设备、造船、医疗、海洋开发、航空航天等产业。

表 2: 玻纤的分类与应用

分类	特性	应用领域
无碱玻纤	电气绝缘性及机械性能良好	玻璃钢增强材料、管道、风电叶片、汽车车体、贮罐、渔船、游艇、模具、土工格栅等
中碱玻纤	耐化学性，抗腐蚀强	石油、化工领域管道储罐及建筑、工业设备、体育设施、酸性过滤布、窗纱基材等
高碱玻纤	高强度、高模量	耐酸性的蓄电池隔板、电镀槽、硫酸厂酸雾过滤等
电子纱	绝缘性好，适用于电子元器件	织造电子级玻璃纤维布、编织电子套管产品、电绝缘及热绝缘材料

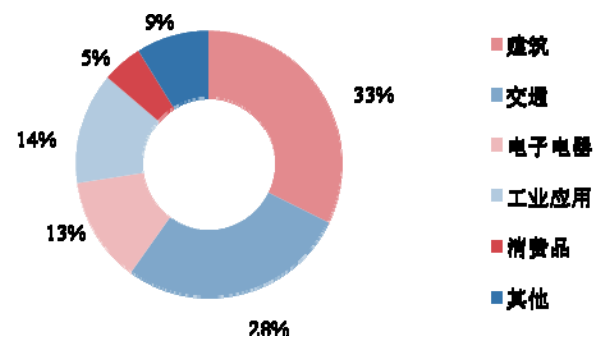
资料来源：中国玻纤网,信达证券研发中心

替代优势明显，发展前景广阔

世界范围内，玻璃纤维工业仍是一门保持增长活力的朝阳工业。在美国、欧洲等发达国家，玻纤工业的增长率一直高于 GDP 增长率，而我国玻纤行业过去十年的平均同比增长率达到 25% 左右。玻璃纤维工业发展的动力来自于下游产品市场的需求，基础设施市场（桥梁、高速公路、港口建筑等大规模翻修或改建，玻璃纤维增强的玻璃钢杆代替钢筋用于混凝土）与建筑是玻纤传统的主要需求市场，而环保、节能及新能源市场（风能发电叶片、天然气驱动汽车所需玻璃气瓶基材）、交通工具市场（火车、城市轻轨系统及汽车用基材）都是玻纤产品未来的巨大发展空间。玻纤在替代钢材、木材、水泥等传统材料方面作用日益明显。

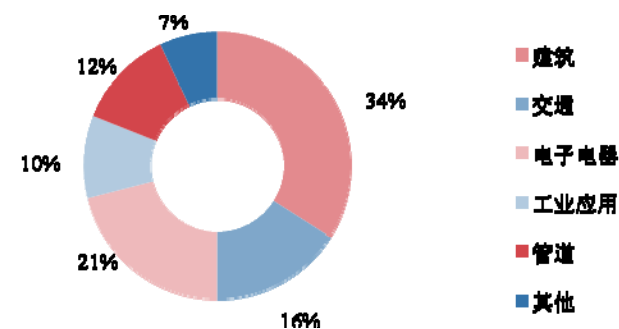
从玻纤的最终消费市场来看，建筑与交通占到总需求的一半，是其需求市场消费的主力，对玻纤的价格影响也最大。国内玻纤需求市场与全球市场有所不同：国内电子电器的消费占比达到 21%，比全球市场高 8%；国内管道需求达 12%，而全球市场另一需求主要来自于消费品，占总需求的 5%。近年来随着全球风电、热塑等市场回暖，风电等需求成为玻纤的主要需求增长点。

图 6: 全球玻纤最终消费市场分布



资料来源: 中国玻纤网, 信达证券研发中心

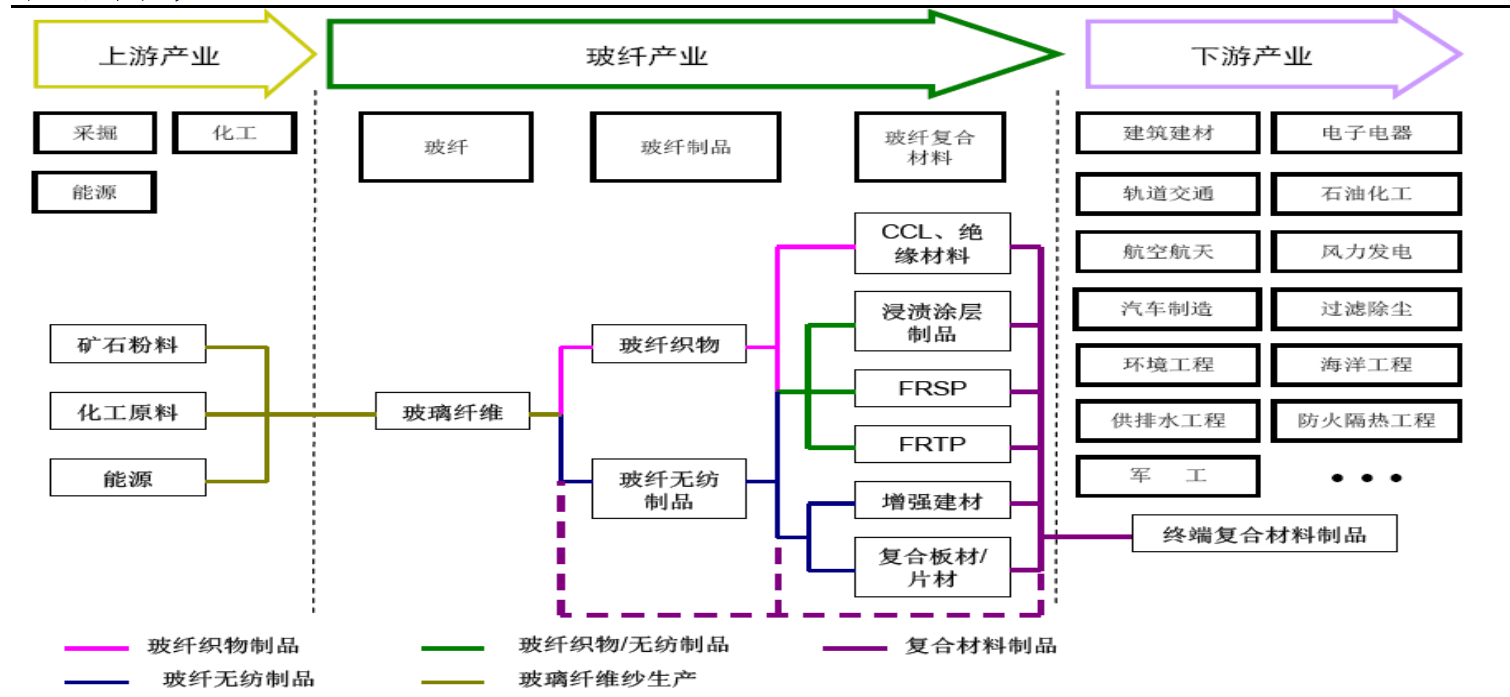
图 7: 中国玻纤最终消费市场分布



资料来源: 中国玻纤网, 信达证券研发中心

在玻纤产业链中, 玻璃纤维处于产业本身的最前端, 而玻纤制品和玻纤复合材料处于后端。

图 8: 玻纤行业产业链



资料来源：长海股份招股说明书，信达证券研发中心

需求回暖，行业仍处在向上周期

近年来，玻纤行业快速发展，产量有了规模提升，使用面更加广泛。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%。

玻纤行业存在周期性，目前处在向上周期

由于玻璃纤维的需求涉及到各个领域，受宏观经济形势影响较大，其周期性与经济周期存在较强的相关性，整体来看，呈现波浪式上升趋势。从玻纤企业的生产角度来看，其生产存在着连续性，一旦开窑后短时间内就无法停止，停窑后再次开窑时发生的耐材更替等一系列成本是巨大的。因此，当行业不景气的时候，产能往往会过剩，玻纤企业往往会通过降价来缓减库存压力，只有当出现严重的经济危机时，玻纤生产企业才会选择停窑。同时，玻纤企业新的生产线从建设到投入往往需要 18 个月左右的时间，因而在行业景气度高时，又会出现供不应求的局面。

我们从玻纤的发展历史来看，其行业发展走势与经济形势基本一致。历史上，玻纤行业出现衰退都与全球金融危机相关，发生在 1991 年、2001 年与 2009 年。最近一次 2008 年爆发的金融危机导致需求下降，全球玻纤企业从 2008 年年末开始盈利能力迅速下降，行业普遍亏损，2009 年行业处在最底部，表现为降价、停窑、加库存。2010 年后经济回升，需求有所回暖，表现为去库存、恢复产能、稳步提价。2014 年，受风电行业快速增长，风电织布等部分玻纤制品需求快速上升，部分玻纤品种供不应求，行业出现拐点。基于对玻纤行业历史周期的判断，我们认为目前行业整体仍处在向上周期。

表 3：玻纤行业发展历史及重大事件

时间	重大事件
1938 年	坩埚法玻璃纤维诞生，脱离传统的玻璃工业母体，成为一个崭新的独立工业体系
1958 年	池窑拉丝法玻璃纤维诞生，极大地促进了生产
1987-1989 年	全球性玻纤供应短缺，带动了产量猛增
1990-1991 年	随着西方国家的经济衰退，连续两年全球玻纤产量下降
1992 年-1996 年	全球经济好转，玻纤工业开始恢复，连续大幅度上升
1997-1998 年	东南亚金融危机牵连以及 IT 不景气，全球玻纤工业发展缓慢
2001 年	受美国“911”事件影响，需求回落
2004-2007 年	电子工业及复合材料发展较快，全球玻纤产量保持着 8.1% 复合增长率高速增长，国内达 28%

2008-2009年

次贷危机爆发，行业进入冬天，2009年产量及销量同比出现负增长

2010年-2014年

经济复苏，2010年后玻纤企业先后复产，行业回暖上升

2014年下半年-至今

行业部分产品供不应求，全球玻纤价格开始上涨，国内玻纤企业顺应涨价潮流纷纷提价。

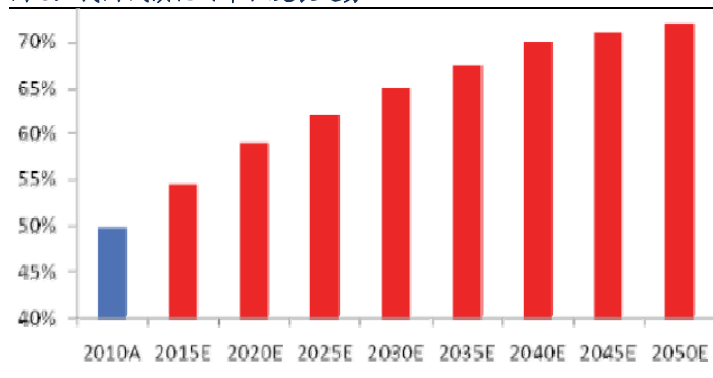
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

国内消费依然巨大

近期政策层面利好，刺激玻纤传统需求。

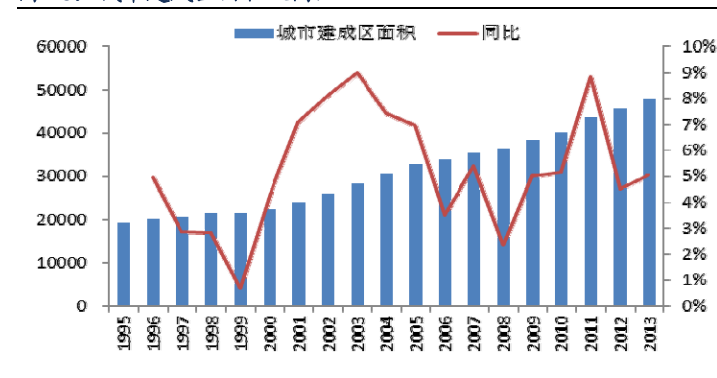
建筑与交通运输是玻纤传统的主要需求，占到总需求的一半左右。在建筑领域中，玻璃纤维制品在主要用于屋面外墙材料、混凝土加强、管道、工业地坪、公路、建筑墙板、外墙保温网格布等，其中耐碱玻纤是增强水泥和各种砂浆理想材料。在我国建筑业需求占据玻璃纤维总需求的 33.8%。我国建筑业的发展与国家城镇化率正相关，截至 2014 年末，我国城镇化率为 54.77%，较 2013 年的 53.73%增加了整整一个百分点。

图 9: 我国城镇化（率）发展趋势



资料来源：信达证券研发中心

图 10: 城市建成区面积及同比

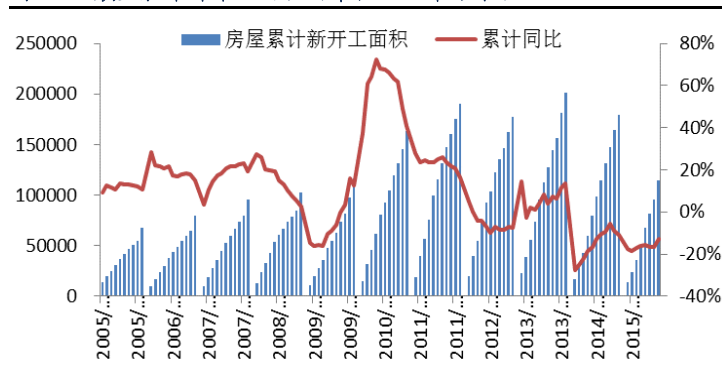


资料来源：wind，信达证券研发中心

交通运输方面，玻纤被广泛用于高铁行业的移动设备和固定设施。高铁时速在 250~350 千米/小时，因此高铁的移动设备必须实现轻量化，而这有赖于大量采用高分子材料及复合材料。在轨道设施中玻璃纤维常用于制备电缆槽、电缆架、枕木等，由玻璃纤维复合材料制备的各种电器箱、防噪板也已有较多应用，而玻璃纤维能够帮助制造商在降低成本的同时提高列车性能。

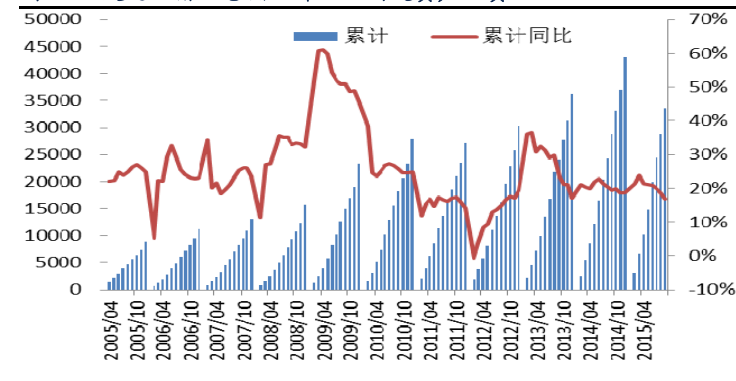
2015 年全球经济放缓，国内经济结构性调整，并步入新常态。住房新开工面积同比增速持续下跌，交通运输、铁路投资等同比增速屡创新低。受此影响，玻纤行业的传统需求同比回落。为应对经济下滑，国家采取积极的财政政策和稳健的货币政策。2015 年发改委密集审批通过了多项铁路、公路等建设项目，总额超过两万亿元，并以铁路项目投资额占绝大多数。

图 11: 房屋累计新开工面积 (单位: 万平方米)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

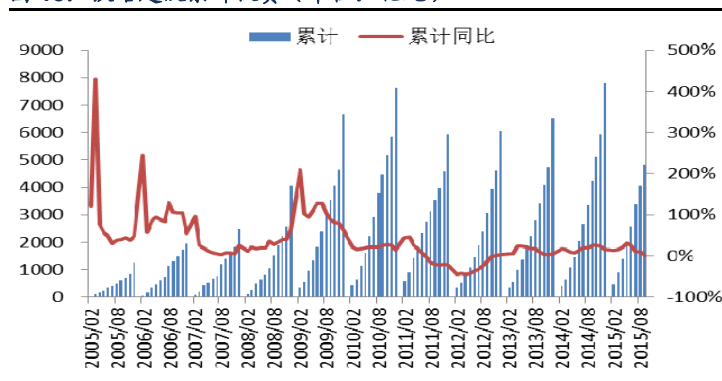
图 12: 交通运输、仓储及邮政业固定资产投资



资料来源: wind, 信达证券研发中心

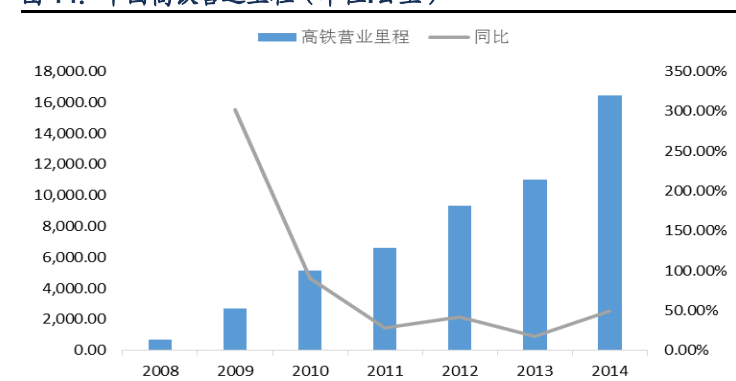
2014 年, 我国铁路营业里程 11.18 万公里, 同比增长 8.41%, 其中高铁营业里程达 1.6 万公里, 同比增长 45.09%, 占铁路总营业里程 14.72%。高铁营业里程增长速度远高于我国铁路营业里程增长张速度。我国也因此成为世界上高速铁路投产运营里程最长、在建规模最大的国家。根据 2008 年 10 月国家批准《中长期铁路网规划(2008 年调整)》, 2020 年全国铁路营业里程确定达到 12 万公里以上, 我国高铁建设也将持续较高增长速度, 并成为玻纤的稳定需求行业之一。

图 13: 铁路建设累计投资 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 14: 中国高铁运营里程 (单位: 公里)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

表 4: 1-9 月发改委审批主要项目

时间	具体项目	项目金额 (亿元)
----	------	-----------

2015年1月16日	济南市城市轨道交通近期建设规划 437.2 和新建弥勒至蒙自铁路项目 94.2	531.4
2015年1月26日	贵州省遵义至贵阳公路扩容工程 223.5、辽宁省铁岭至本溪公路 79.7、杭州至南京高速公路浙江段改扩建工程 29.5、香格里拉至丽江公路 203.2、江西赣江新干航电枢纽工程 35.35 等项目	571.25
2015年1月28日	民航通信网工程、新建甘肃省陇南民用机场工程、新建湖南省邵阳武冈民用机场工程	35.54
2015年2月9日	大连港大窑湾港区四期工程 37.7、烟台港西港区 30 万吨级原油码头工程 5.4	43.1
2015年5月18日	4 个铁路项目 1439.2 亿元, 2 个公路项目 82.63 亿元, 5 个城市轨道项目 3148.48 亿元	4670.31
2015年5月26日	湖北省嘉鱼长江公路大桥项目和青海省扎麻隆至倒淌河公路改扩建工程	82.68
2015年6月10日	新疆莎车民用机场、新疆若羌民用机场、黑龙江省五大连池民用机、商丘至合肥至杭州铁路、海口美兰国际机场二期扩建计划、合浦至湛江铁路、中国民航科学技术研究院航空安全实验基地工程	1267.2
2015年6月23日	武汉市城市轨道交通第三期建设项目、长春市城市轨道交通项目以及北京首都机场运行保障配套设施改造工程	1302.56
2015年7月1日	广西桂林机场航站楼及站坪配套设施扩建工程的可研报告和贵阳龙洞堡国际机场三期扩建工程(分别 33.67 亿元和 196.59 亿元)	230.26
2015年8月3日	青海格尔木机场改扩建工程(3.73 亿), 岷江犍为航电枢纽工程(105.022)	109
2015年8月5日	青海格尔木机场改扩建工程和新建黑龙江省建三江民用机场工程项目	9.86
2015年8月27日	青岛港董家口港区港投万邦矿石码头工程	43.7
2015年9月7日	六项公路建设工程	774.7
2015年9月8日	玉溪至磨憨铁路、新建大同至张家口高速铁路两个(分别 516.09 亿, 180.5 亿)	696.59
2015年9月11日	三条铁路分别为: 新建大理至临沧铁路、新建弥勒至蒙自铁路、新建郑州至万州铁路(投资额分别为, 1180.42 亿、92 亿和 155.3 亿)	1427.72
2015年9月15日	6 个公路项目	161.73
2015年9月28日	三个铁路项目, 武汉至十堰铁路孝感至十堰段、徐州至淮安至盐城铁路、隆黄铁路新建叙永至毕节段(分别为 527.5 亿、428.25 亿和 137.6 亿元)	1093.35
2015年9月29日	北京、天津和深圳市三地城市轨道交通项目(分别为 2122.8 亿、1794.33 亿、730.6 亿)	4647.73
2015年10月13日	六条铁路项目, 广州市轨道交通 7 号线一期工程、浙江省温州市域铁路建设规划(2012-2018 年)S3 线一期、宁夏自治区沿黄经济区城际铁路建设规划(2015~2020 年)、皖江地区城际铁路建设规划(2015-2020 年)、福建省海峡西岸城际铁路建设规划(2015~	2744.73

2020 年)、成渝地区城际铁路建设规划(2015~2020 年)。六条铁路项目合计投资额为 2744.73 亿元

2015 年 10 月 15 日	5 个公路项目、1 个航道整治项目和 2 个铁路项目	943.98
合计		21387.39

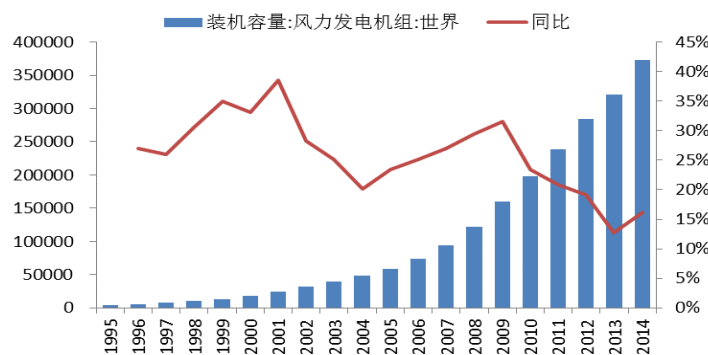
资料来源: 信达证券研发中心整理

风电行业快速发展, 成需求主要增长点之一

风能作为最具规模应用优势的可再生能源, 在全球得到快速增长, 中国成为增长最快的国家, 新增风电装机容量和累计风电装机容量均居世界第一。风力发电的发展依赖于生产制造大量的风力发电机, 风力发电机离不开叶片, 而制造叶片则需要复合材料产业的支撑, 经编织物是制造风力发电叶片的主要材料之一。玻璃纤维纱作为制造经编织物的主要原材料, 以其高强、高模等优良性质, 成本低廉, 工艺简单的特点, 被风电叶片制造厂家认可并且使用。

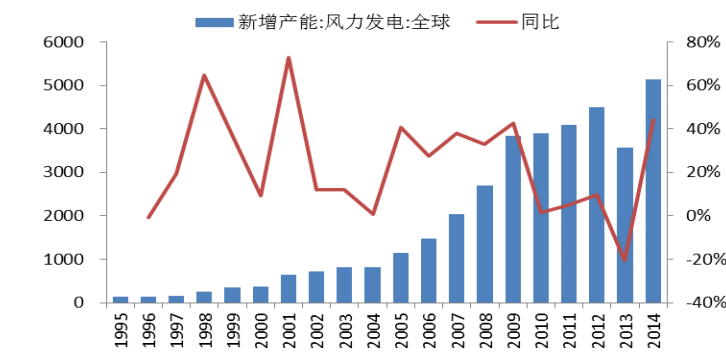
2014 年全球风电累计装机容量约达到 36,540 万千瓦, 同比增长 14.9%; 全球新增装机容量 4,730 万千瓦, 新增装机增长率达到 34%; 中国风电装机容量 11,461 万千瓦, 新增装机容量 2,335 万千瓦。2014 年国内风电产量为 1,563.28 亿千瓦时, 相较于 2013 年的 1401.08 亿千瓦时产量上涨 11.58%。也正是因为风电行业的快速发展, 2014 年年底, 国内风电织物产量 25.59 万吨, 预计 2015 年年底国内主要风电织物厂家产能将达到 46.2 万吨, 增长率达 80%。

图 15: 世界风力发电机组装机容量 (单位:百万瓦特)



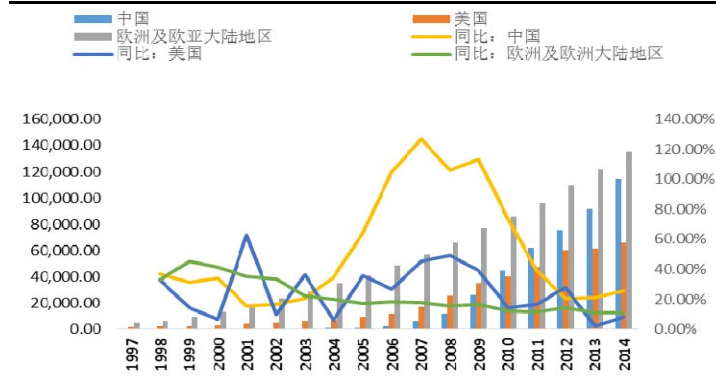
资料来源: BP, 信达证券研发中心

图 16: 全球风力发电新增产能能 (单位:万千瓦)



资料来源: 全球风能协会, 信达证券研发中心

图 17: 中国、欧洲、美国风力发电机组装机容量 (单位:百万瓦特)



资料来源: BP, 信达证券研发中心

未来, 风电行业仍拥有广阔的发展前景。2014 年 11 月, 国务院办公厅正式发布《能源发展战略行动计划(2014-2020 年)》, 明确指出要大力发展可再生能源, 到 2020 年非化石能源占一次能源消费比重达到 15%, 届时风电的预期装机目标是两亿千瓦。2014 年并网风力发电装机容量为 9581 万千瓦, 占全社会并网发电装机容量的比重仅为 7.05%, 远低于火力发电的 67.34% 和水力发电的 22.2%, 对比其他发达国家, 德国和丹麦风电消费量占比均超过 20%, 已成为各自国内主体能源, 国内风力发电有很大的上涨空间。

表 5: 国内风电产业发展趋势及玻纤增量需求

时间	2016-2020 年	2021-2030 年	2031-2050 年
国内装机总量 (亿千瓦)	2-3	4-12	10-20
区间玻纤需求量 (万吨)	100-200	200-900	600-1,500
年均新增玻纤需求量 (万吨)	20-40	20-90	30-75

资料来源: 风能产业期刊 2015 年 1 期, 信达证券研发中心

同时, 风机寿命约为 20 年, 而风电叶片寿命在 5 到 10 年之间, 因此, 5-10 年中国风机将出现大面积换型, 所以风电的蓬勃发展将会为玻璃纤维行业的长期发展提供稳定的需求, 市场容量巨大。

汽车领域需求潜力巨大

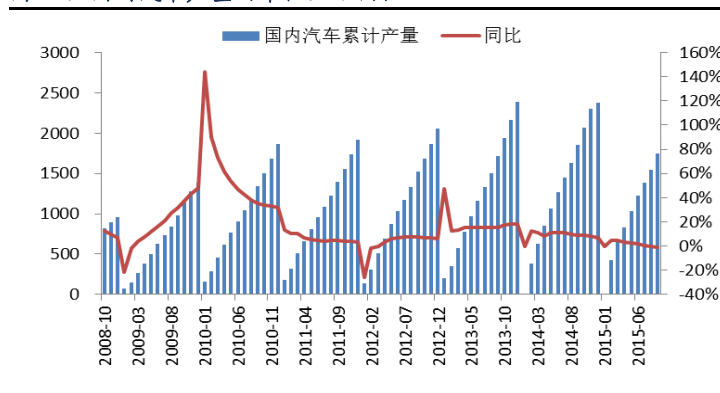
2009 年 1 月 14 日, 国务院原则通过《汽车行业调整振兴规划》, 首次将新能源汽车提到国家战略层面; 国务院于 2012 年 6 月颁布了《节能与新能源汽车产业发展规划》, 并于同 7 月颁布了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》指出: 发展新能源汽车是我国应对城市环境污染、缓解能源供应压力、做大做强汽车产业的战略选择, 这明确了新能源汽车产业是我国七

大战略性新兴产业之一。2014 年我国新能源汽车产量 8.39 万辆，2015 年 10 月，新能源汽车产量 20.69 万辆，同比增长 300%，新能源汽车增长飞速。

当今新能源汽车最大的问题就是电池的续航能力，轻量化汽车是一个解决方向。热塑增强材料因其绿色环保、质轻高强、尤其是其容易回收再利用的特性，在国外复合材料总量中的比例已经超过 40%，且呈增长趋势，尤其在汽车轻量化战略及航空航天方面拥有巨大潜力。目前，我国交通行业的玻璃纤维需求占据玻璃纤维总需求的比例约为 15.7%。随着全球乘用车产量增加以及汽车轻量化趋势正推动玻璃纤维需求持续的增长，汽车用热塑玻璃纤维产品消费量预计将由 2014 年的 820 万吨增至 2018 年的 1,130 万吨，年均增长率达 8%。

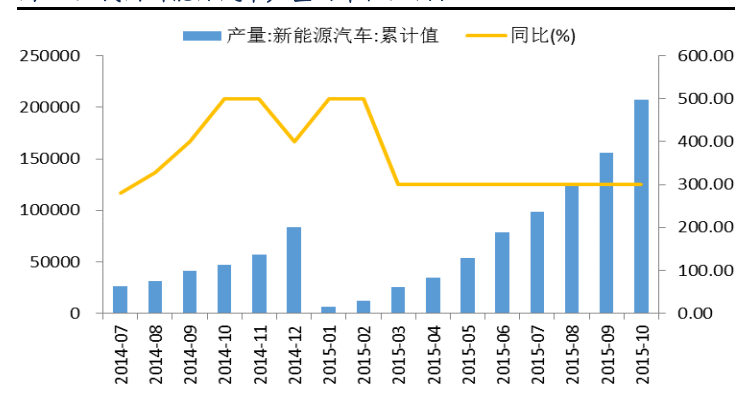
目前汽车用玻璃纤维增强复合材料却处于起步阶段，与欧美国家差距较大，预计未来年使用量将会持续增长，使得玻璃纤维在汽车工业上的应用拥有巨大的市场潜力。

图 18: 国内汽车产量 (单位: 万辆)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 19: 我国新能源汽车产量 (单位: 辆)



资料来源:工业和信息化部, 信达证券研发中心

出口需求强劲

近年来，国内玻纤制造企业凭借技术进步、成本降低和持续的产品质量提升抢占了大量的海外市场。由于国内玻纤企业竞争优势明显，国外传统玻纤企业近五年来已基本没有新增产能。中国的玻纤产能在近三年年均复合增长率达到 6.65%，而同期全球产能年均复合增长率仅为 1.70%，国内玻纤产能已超过全球玻纤总产能的 50%以上。

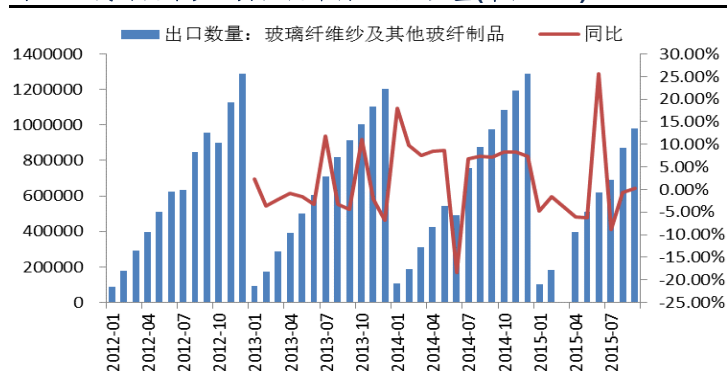
中国是全球最大的玻纤生产国以及出口国，出口分布各个国家和地区。因此，重点出口国家和地区的经济景气度对国内玻纤生产影响重大。

目前中国巨石主要出口区域如欧洲、印度、东南亚、中东及北非地区需求将在经济复苏及基础设施建设等的刺激下不断增长：

(1) 欧洲玻璃纤维复合材料主要运用于建筑领域，城市供水与排污管绝大多数为玻璃纤维增强管道。近年来，玻璃纤维复合材料又被广泛用于风力发电、航空航天及船舶制造等新兴领域。预计未来欧洲玻纤市场主要增长点在于风力发电及航空航天市场，需求增长态势良好。(2) 印度是世界经济发展最快的地区之一，也是玻纤等复合材料需求量快速增长的地区之一。2014年，印度政府宣布了一系列经济刺激的计划，将会加大对城市基础设施，交通运输及制造业的投资，这将有效增强玻纤等复合材料在印度地区的需求量。(3) 中东及北非是世界上石油及天然气出口量最大的地区，经济发展迅速，也将是未来玻璃纤维复合材料的重点销售市场。在经济发展的带动下，油气设施及基础设施建设保持高速增长趋势，促进了对玻璃纤维增强复合材料的需求。中东及北非地区排水管、饮用水输水管和海上采油采气等管道是玻璃纤维重要下游应用领域之一，汽车和船舶行业紧接其后。该地区玻纤供给量小，需求主要依靠进口。未来在持续增长的基础设施，尤其是水利设施建设的刺激下，预计中东及北非地区对玻璃纤维的需求量将会加速增长。

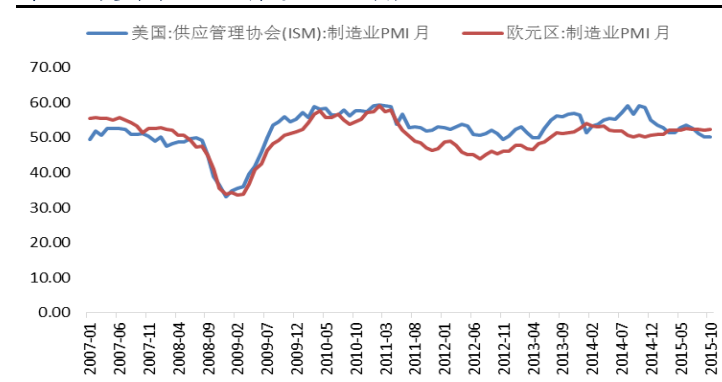
同时，在政府鼓励国内企业“走出去”的大背景和全球经济一体化的大趋势下，面对国际贸易保护主义抬头的挑战，国内玻纤企业将继续加快“走出去”的步伐。通过直接投资和兼并重组两种方式，中国玻纤企业参与国际市场的广度和深度也将不断加深。

图 20：我国玻纤纱及其他玻纤制品出口数量(单位：吨)



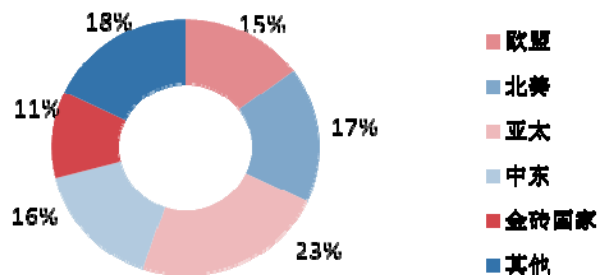
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 21：美国与欧元区制造业 PMI 指数



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 22: 中国巨石及制品出口分布



资料来源: 中国玻纤网, 信达证券研发中心

“一带一路”建设将带动国内外玻纤需求量持续上升

2015年3月, 国家发改委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》, 将建设“一带一路”提升到国家长远战略层面。“一带一路”的建设离不开基础设施投资, 故将极大的刺激包括玻纤在内的建材行业的需求, 加快全行业推进“走出去”战略。同时, “一带一路”所覆盖的国内省份如新疆、江苏、浙江、福建以及重要枢纽城市的建筑建材、交通运输、电力油气等行业需求都将明显提升。

“中国制造 2025”战略为玻纤行业提供历史发展机遇

2015年政府工作报告首次提出“中国制造 2025”概念, 要求企业坚持创新驱动、智能转型, 提高工艺水平和产品质量, 推进智能制造、绿色制造, 提升制造业层次和核心竞争力, 加快从制造大国转向制造强国。2015年3月国务院常务会议部署加快推进实施“中国制造 2025”, 实现制造业升级, 强调要顺应“互联网+”的发展趋势, 以信息化与工业化深度融合为主线, 重点发展新一代信息技术、高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、新材料、生物医药及高性能医疗器械、农业机械装备 10 大领域。

玻璃纤维不仅是新材料的重要代表, 也为信息技术、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车等行业提供重要原材料, 因此中国玻纤行业的发展将在“中国制造 2025”战略推进中迎来巨大历史机遇。

同时, “中国制造 2025”战略也向玻纤企业提出了新的发展要求。智能制造、绿色制造已成为当今全球制造业发展的趋势,

也将成为我国今后一段时期推进工业化和信息化深度融合的主攻方向。通过引入物联网、云计算、大数据手段提升系统管理能力，通过“机器换人”提高智能生产比例，通过技术改造降低单位能耗和生产成本已成为玻纤行业落实“中国制造 2025”战略的必由之路。

长期看好：下游应用领域扩大，新材料行业作为国民经济的先导产业

海水淡化

我国淡水资源较为贫乏，人均水资源占有量只有世界平均水平的四分之一，因此能过发展海水淡化项目解决水资源的贫乏和污染具有现实和长远的战略意义。玻璃钢管是以玻璃纤维为增强材料，具有良好的抗化学腐蚀性、维护简便、寿命长、性价比高等优点，因此随着海水淡化行业的快速发展，对于玻纤有巨大的潜在需求。

游艇与造船

游船与造船对玻纤也有巨大的需求。全世界游艇拥有量大概在 2000 万艘左右，而我国随着人民生活水平的提高，对于游船的需求也日益加大。欧洲国家以及美国政府均有规定，40-60 英尺的船必须用玻璃纤维增强复合材料制造，而我国也要求采用玻璃纤维增强复合材料来制造小型规格的船。

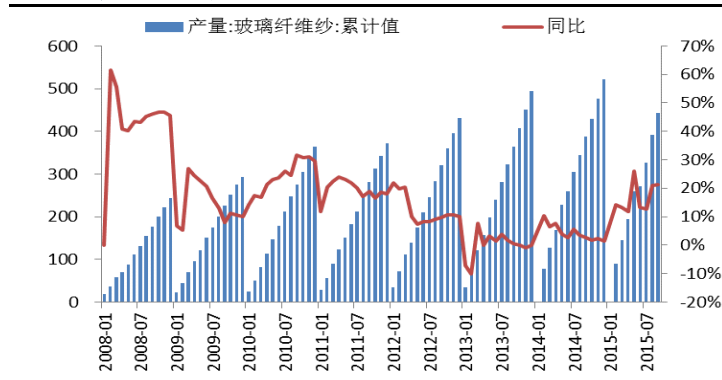
无论是推进大飞机、高速列车、新能源汽车等重点工程，还是在发展新能源、节能环保、高端装备制造等战略性新兴产业领域，都需要具有优异性能的新型材料，高性能玻璃纤维产品在特种管罐、风力发电、造船等高端领域的应用，以及在城市管网升级、水利项目工程建设、海水淡化等领域的应用，都将带来整个玻纤行业的新增长。

产能改善，寡头垄断仍将继续

我国玻纤产量全球第一，技术水平、产能赶超欧美

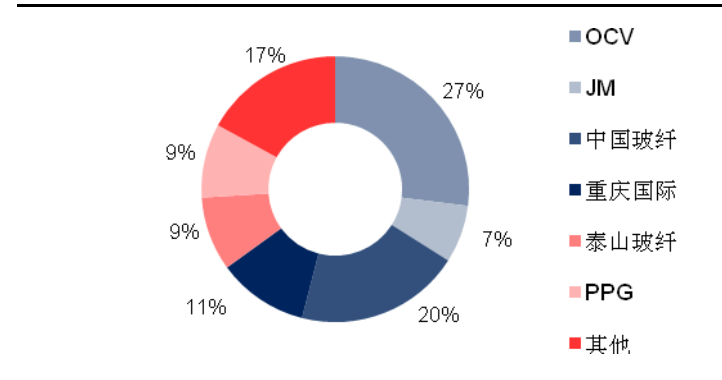
在过去十年间，我国玻纤的产能有了明显的提升，到 2014 年末，我国玻纤纱年产量接近 521 万余吨，产能占全球一半。从玻纤的产能分布来看，主要集中在亚洲，占到全球产能的 67%，美洲占 17%，欧洲占 16%，这也是玻纤主要的需求市场。

图 23: 中国玻纤纱产量



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

图 24: 全球玻纤产能分布



资料来源: 中国玻纤网, 信达证券研发中心

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。面对已有几十年发展历史的海外玻纤企业, 中国玻纤企业凭借不断增强自主创新能力及加大技术研发投入, 玻璃纤维的生产工艺、技术水平已逐渐赶超国外企业, 以中国巨石为代表的国内企业更是在大型池窑建设、大漏板加工、纯氧燃烧等核心技术方面处于领先地位。

以大型池窑设计及建造、纯氧燃烧、全自动物流输送、新型玻璃配方、大漏板加工、废丝回用等为代表的领先技术将在全球玻纤工业逐渐普及, 在提高生产效率的同时, 也将有助于增强玻纤产品的性能, 降低生产成本, 从而提升玻璃纤维替代其他传统材料的优势。此外, 具备高强、高模、低介电、耐高温、绝缘及耐腐蚀等特殊性能的功能性玻纤将突破技术瓶颈, 实现工业化规模生产, 这势必使玻璃纤维的应用领域得到进一步拓宽, 新型汽车、新能源(风电)、造船、飞机、高速铁路与公路、防腐、环保等领域, 将成为玻纤工业的新增长点。

在中国玻纤行业快速发展的同时, 欧美却出现产能增速放缓的现象。国内玻纤制造企业凭借技术进步、成本降低和持续的产品质量提升抢占了大量的海外市场。由于国内玻纤企业竞争优势明显, 国外传统玻纤企业近五年来已基本没有新增产能。中国的玻纤产能在近三年年均复合增长率达到 6.65%, 而同期全球产能年均复合增长率仅为 1.70%, 国内玻纤产能已超过全球玻纤总产能的 50%以上。

行业集中度维持在高位, 寡头垄断仍将继续

玻纤本身存着技术与资金方面的壁垒以及规模经济的状况, 另外国家对玻纤行业进入条件进行了严格规定, 因此在未来一段时间, 这样的寡头垄断竞争格局持续下去的概率较大。

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。玻纤行业本身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。

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 亿元左右，投资规模巨大。

政策壁垒

2012 年，工信部发布《玻璃纤维行业准入条件（2012 年修订）》（征求意见稿）。相比于 2007 年发布实施的《玻璃纤维行业准入条件》来看，2012 新版在企业生产布局、工艺与装备、能源消耗、环境保护和产品质量等领域全面提高了行业的准入门槛，例如对于无碱玻纤最低要求 50,000 吨及以上，此前是 30,000 吨，同时要求现有玻璃纤维和玻璃球生产企业要通过技术改造，在 2015 年底前全面达到环境保护、能源消耗等方面的准入条件，有利于加快淘汰落后产能。

品牌壁垒

由于玻纤被广泛运用到各个领域，有些甚至与人体直接接触，因此对于玻纤本身的安全性、环保性以及质量等方面提出了较高的要求。即便一个新进入厂商能够生产出符合要求的玻纤产品时，其下游顾客对其接受也需要一个长期的过程，特别是中高端产品。玻纤行业存在着这种隐形的“认证”壁垒，我们称之为品牌壁垒。

政策鼓励与支持：产业支持与准入限制

国家鼓励政策将推动行业快速发展

金融危机后，国家加快推进发展方式转型升级，国务院颁布《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》、财政部颁布《基本建设贷款中央财政贴息资金管理办法》等文件，从政策导向、财政补贴、信贷支持多个方面加大对新材料产业的扶持力度，

新材料产业已成为国家加快培育和发展的战略性新兴产业。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。玻璃纤维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。

新颁布的《玻璃纤维行业准入条件》将保障行业有序发展

玻璃纤维行业属于技术、资金密集型行业，具有较高的进入壁垒。国家工信部2012年10月颁布实施的《玻璃纤维行业准入条件》与2007年准入条件相比的最大特点是提高了包括企业布局、工艺装备、能源消耗、环境保护在内的多方面的准入门槛，并新增了产品质量方面的准入要求，势必将淘汰一批在质量、管理、产业规模等方面落后的企业。公司作为国内第一、世界领先的玻璃纤维制造商，将在更加有序的行业市场秩序中发展，为行业的良性发展及转型升级做出更大的贡献。

表 6：我国玻纤行业产业政策

	制定部门	政策名称	具体内容
2005	国务院	《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020年）》	重点研究开发满足国民经济基础产业发展需求的高性能复合材料及大型、超大型复合结构部件的制备技术
2006	科技部	《中国高新技术产品指导目录（2006）》	高性能连续纤维增强热塑性复合材料预浸料，高模量玻纤制品，高硅氧玻纤制品，超细石英玻纤丝，高性能石英玻纤纱，包覆型镀铝玻纤属于高新技术产品
2007	国家发改委	《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南（2007年度）》	无碱玻纤，低成本、高性能、特种用途的玻纤及其制品，绿色玻璃钢-热塑性复合材料制品，玻璃钢输气管道、轴承、渔船、汽车覆盖件属于优先发展高技术产业
2008	科技部	《国家重点支持的高新技术领域》	替代传统材料，可显著降低能源消耗的无污染节能材料制造技术属于高新技术领域
2010	国务院	《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	正式明确了我国七大战略性新兴产业，其中玻璃纤维涉及节能环保、新能源、新材料等领域
2010	中国玻纤工业协会	《玻璃纤维行业“十二五”发展规划》草案	以发展池窑为中心，转移到完善池窑技术，重点发展玻纤制品加工业为主的方向上来，发挥现有池窑产能，限制“玻璃球生产线，铂金坩埚球法拉丝玻纤生产线”，淘汰“陶土坩埚玻纤拉丝生产、工艺与装备”
2011	国家发改委	《产业结构调整指导目录（2011年本）》	鼓励5万吨/年及以上无碱玻纤池窑拉丝技术和高性能玻纤及制品技术开发与生产；限制中碱玻璃球生产线、铂金坩埚球法拉丝玻纤生产线；淘汰陶土坩埚玻纤拉丝生产工艺与装备，使用非耐碱玻纤或非低碱水泥生产的玻纤增强水泥（GRC）空心条板，陶土坩埚

2011	国家发改委	《外商投资产业指导目录（2011 年修订）》	拉丝玻纤增强塑料（玻璃钢）制品 玻纤制品及特种玻纤生产中低介电玻纤，石英玻纤，高硅氧玻纤，高强高弹玻纤，陶瓷纤维等及其制品；高性能涂料；水性汽车涂料及配套水性树脂生产属于鼓励外商投资领域
2011	工信部	《新材料产业“十二五”规划》	“十二五”期间，新能源领域预计需要玻璃纤维 50 万吨，在专栏高性能增强纤维发展重点新型无机非金属纤维名录下提出积极发展高强、低介电、高硅氧、耐碱等高性能玻璃纤维及制品
2012	工信部	《玻璃纤维行业准入条件（2012 年修订）》及《玻璃纤维行业准入公告管理暂行办法》	提高了行业准入门槛要求，使行业更加规范健康有序发展。新建无碱池窑粗纱单线规模必须达到 5 万吨/年及以上，细纱单线规模达到 3 万吨/年及以上；新建代铂坩埚法拉丝生产线必须是生产高性能或特种成分的玻璃纤维；依法立即淘汰陶土坩埚玻璃纤拉丝生产工艺与装备
2014	国家发改委	《鼓励进口技术和产品目录》	年产 5 万吨及以上无碱玻纤池窑拉丝技术和高性能玻纤及制品技术开发与生产属于鼓励进口的技术/产品

资料来源：中国玻纤工业协会，信达证券研发中心整理

中国巨石：行业复苏的最大受益者

产能世界领先，大力拓展海外市场

国内外市场共同开发，内外兼修

中国巨石较早的积极实施“走出去”战略，出口业务目前接近公司营业收入的 50%，出口国家和地区遍及北美、欧盟、中、亚太等全球各地，较为分散，有利于减少对某一地区过度依赖的风险。而国内市场方面，在金融危机之后，其比例开始略有上升，现已超过国外市场的比例。

公司目前共拥有四个大型玻璃纤维生产基地，生产能力位居世界领先，拥有约 116 万吨生产能力，共有投产或建成生产线 16 条，同时还建成桐乡基地年产六十万吨玻璃纤维生产基地配套自动化仓储中心。公司自主设计与建设的年产 12 万吨无碱玻纤池窑生产线为目前世界上最大规模的单座无碱池窑生产线。大型玻纤生产基地在提升规模效应的同时，有效提高了技术水平、降低了制造成本，更为稳定产品质量、提高公司整体效率创造了条件。

为加快建设全球产业布局，规避国际贸易保护主义，公司计划进一步在埃及等新兴市场国家建设玻纤生产线。2013 年 1 月，埃及一期生产线项目建设开工，年产 8 万吨无碱玻纤。2014 年项目建成投产后，成为目前非洲唯一一条大型玻璃纤维池窑拉

丝生产线，和中国在埃及投资金额最大、技术装备最先进、建设速度最快的工业项目。埃及项目完工后，采用集装箱物流，飘过地中海节省物流成本，原材料和燃料当地取材，省掉 20.6%贸易关税，并有效规模贸易摩擦。项目的成功投产成为中埃两国经济合作的重要成果。在技术和管理方面，存进公司积累了丰富的海外建厂经验，为深入开展国际化奠定了坚实的基础。

表 7: 中国巨石生产能力

地点	定项目及生产线名称	实际产能 (吨)	投产日期	建成日期	主要产品名称
巨石桐乡 基地	年产 6 万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线窑炉到期冷修项目	60000	2004-9	2013-04	无碱玻纤纱
	年产 12 万吨池窑拉丝生产线节能技改	120000	2006-1	2014-10	无碱玻纤纱
	年产 12 万吨无碱池窑拉丝生产线节能技改项目	120000	2007-4	2014-07	无碱玻纤纱
	年产十四万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线增资项目	140000	2008-2		无碱玻纤纱
	年产十四万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线增资项目	160000	2008-6		无碱玻纤纱
	年产 4 万吨的高性能玻璃纤维池窑拉丝生产线	40000	2010-6	2015-06	无碱玻纤纱
	年产四万吨玻璃纤维池窑无捻粗纱拉丝生产线技术改造项目	40000	2008-1		无碱玻纤纱
	年产六万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线扩建技术改造项目	60000	2008-8		中碱玻纤纱
年产六十万吨玻璃纤维生产基地配套自动化仓储中心				2015-01	
巨石成都 基地	年产四万吨玻璃纤维池窑生产线技术改造项目	40000	2010-3		无碱玻纤纱
	年产七万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线	70000	2010-2		无碱玻纤纱
	年产八万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线	80000	2010-6		无碱玻纤纱
	年产 5 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线技术改造项目	50000		2013-10	直接无捻粗纱 36,000 吨/ 年; 合股无捻粗纱 14,000 吨/年

	年产 6 万吨中碱玻纤池窑拉丝生产线技术改造项目	80000		2013-07	无碱玻纤
巨石九江基地	年产二万吨玻璃纤维节能环保池窑拉丝生产线	20000	2010-6		无碱玻纤纱
桐乡巨石攀登	年产 1 亿米电子级玻璃纤维布生产线增资项目		2006-11	2014-04	年产 1.1088 亿米电子级玻璃纤维布
巨石埃及	年产八万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线	80000	2014-04	2013-11	无碱玻纤纱
当前产能合计		1160000			

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

埃及基地二期年产 8 万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线项目也已正式动工，目前配套厂房已完成建设，主生产线正在紧张建设之中，辅助车间正在进行设备调试。二期项目投产后，可增加公司产品种类，进一步满足市场需求。

此外，公司还有多项计划改造和计划建设项目，包括桐乡基地年产 36 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线冷修技改项目、成都基地年产 14 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线技改项目、埃及年产 4 万吨高性能玻璃纤维池窑拉丝生产线项目、美国年产 8 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线项目，这些项目改造或建设完成后，将为公司产能增加 33 万吨。

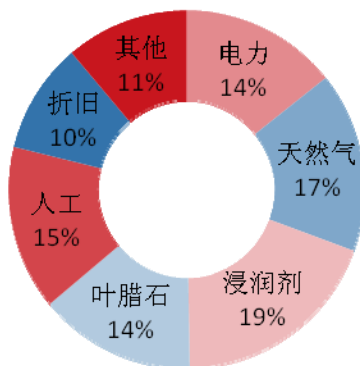
成本控制全球领先

成本控制全球领先，毛利率水平远高于行业。

公司成本逐年下降，目前已达到全行业最低，07 年的成本已经等于现在 12 年的售价，公司毛利率高于行业均值 10% 以上。玻纤的成本的主要由天然气、浸润剂、叶腊石、电力、人工费用以及折旧等构成。具体来看：（1）天然气。燃料成本不断降低，从重油改进到天然气，改进到全氧燃烧。例如浙江用气指标少，会产生气荒。管道兼容 4 种燃料，管道液化气，管道天然气，压缩液化气，压缩天然气，选择较为便宜的燃料；（2）叶腊石。全国已知叶腊石矿床、矿点和矿化点约 102 处，其中矿床和矿点共 76 处。储量最多的福建省为 896 万吨，占全国总储量的 61%，其中工业储量 482 万吨；其次为浙江省，拥有储量 440 万吨，公司主要生产基地也靠近原材料，降低了交通成本；（3）每年公司各个部门贴出来 1000 多项节支降耗规划，长期坚持推行增收节支降耗工作，每月滚动更新工作目标，并建立严格的考核机制，从而保证增收节支降耗落到实处。（4）由于公司工艺改进，大幅提高了效率，虽然工人工资上涨，但是通过减少生产人员，吨劳动力成本下降，公司人均玻纤

产量全球第一。

图 25: 玻纤生产成本估算



资料来源: wind, 信达证券研发中心

研究实力强, 享受 15% 的所得税优惠。

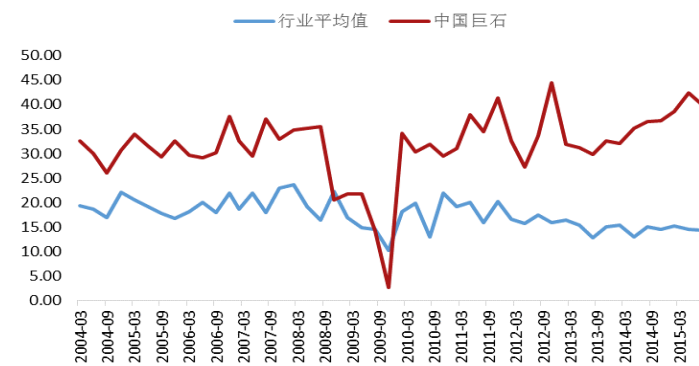
巨石集团通过技术创新战略的实施, 先后实施并成功完成了国家火炬计划、省科技攻关项目、省级新产品科研项目、国家发改委高技术产业化示范工程等项目几十项, 形成了比较成熟的自主创新核心技术体系, 技术水平达到了国内领先水平。公司技术中心已被国家有关部委联合认定为国家级企业技术中心。巨石集团每年按销售收入的 5% 提取技术开发费用, 实际技术开发费投入都超过产品销售收入 5% 以上, 建立科技项目专有账目。公司已经拥有一批具有自主知识产权并达到世界一流水平的核心技术, 如“无碱池窑拉丝生产线全套技术”、“中碱池窑拉丝生产线全套技术”、“玻纤废丝池窑拉丝生产技术”等。公司自主研发的高性能玻璃纤维配方 E6 以及 Vipro 系列产品, 均获得客户的高度认可, 在行业内处于领先地位。截至 2014 年底, 公司有效专利累计 359 件, 其中发明 41 件 (包括 4 件涉外发明专利)。2014 年巨石集团继续被认定为高新技术企业, 继续享受 15% 的企业所得税税收优惠。

国企改革, “双试点”带来的巨大机遇

公司实际控制人中国建筑材料集团有限公司 2003 年成为国资委直接监管的中央企业, 旗下包括中国建材股份有限公司、建材科学研究总院、建材进出口公司、北新建材等九个一级成员单位。中国建材股份有限公司为中国巨石控股股东。2014 年 7 月, 中国建材集团被列为国资委混合所有制经济和央企董事会行使三项职权的双试点企业。

目前, 二级公司中国建材股份的改革思路可分为三个层面。首先, 股份公司层面, 优化股权结构, 建设规范的混合所有制型

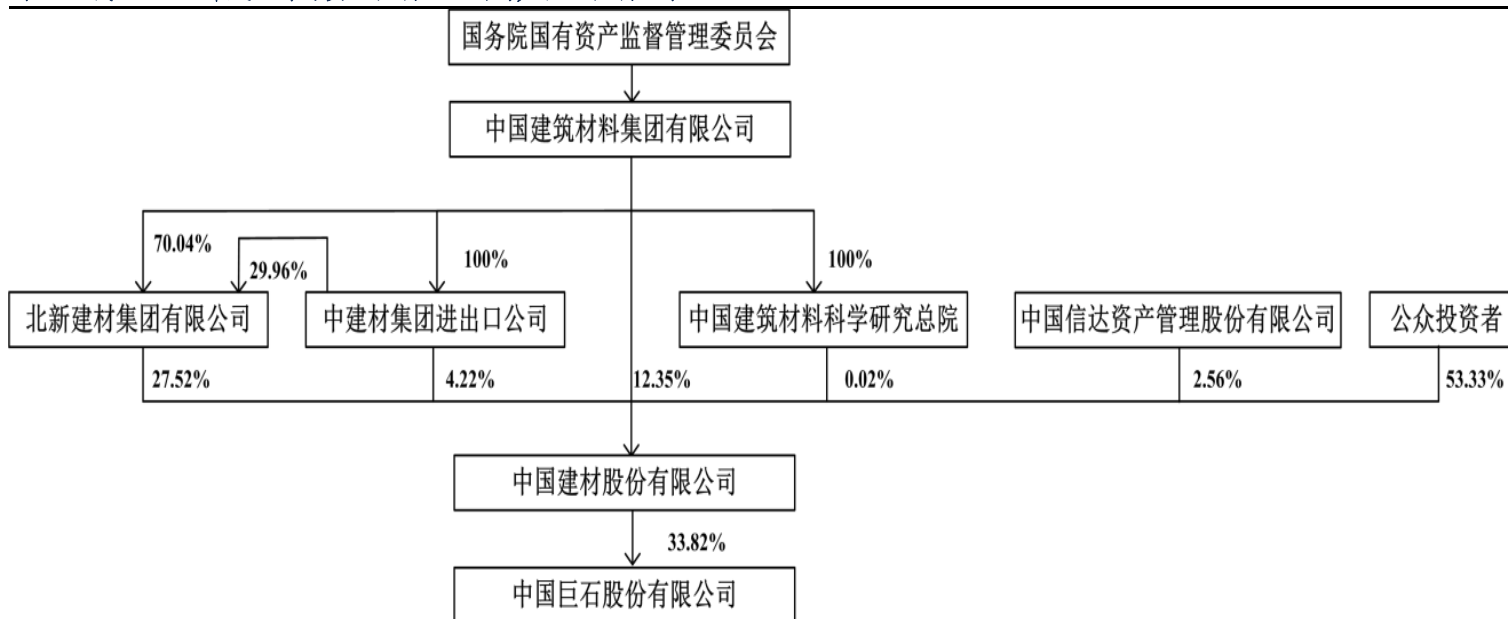
图 26: 中国巨石与玻纤行业的毛利率水平比较 (季度)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

的上市公司。第二，所属业务平台层面，积极引入财务投资机构，实现所有者真正到位。第三，生产经营企业层面，发展股东型管理层持股，形成 3-5 家员工持股公司。具体措施包括规范公司法人治理结构，完善职业经理人制度、引入管理层激励和约束机制，规范开展员工持股，探索对混合所有制企业的有效监管，探索党组织发挥政治核心作用。

图 27: 截至 2014 年底公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

表 8: 中国建材集团改革路径

时间	中国建材集团改革路径	类型
2014 年 7 月 9 日	国资委在央企层面启动“四项改革”，中国建材集团入选	混改试点和董事会改革试点
2014 年 8 月 11 日	中国建材旗下方兴科技公告，在投资项目中引入管理层激励机制，拟通过共同出资的方式，与益兴投资、中创投资分别设立方兴光电、方兴材料两家公司，其中，益兴投资的主要股东刘月豹、陈诚、薄晓燕，目前在方兴科技控股子公司蚌埠华益担任高管；中创投资的主要股东王永和则是方兴科技的前任副总经理	管理层股权激励
2014 年 9 月 28 日	中国建材董事长披露改革内容，包括：混改在二级公司展开，母公司成立国有资本投资公司，引入民间资本	混合所有制改革

2014年12月31日	以资产置换及发行股份购买资产并支付现金的方式收购中国洛阳浮法玻璃集团有限责任公司持有的蚌埠中建材信息显示材料有限公司 100%股权，同时向特定对象发行股份募集配套资金，重组完成将实现公司转型	资产重组、业务转型
2015年1月15日	方兴科技拟以现金及定向发行股份方式购买独立第三方深圳市国显科技股份有限公司 75.58% 的股份	引入民间资本
2015年1月27日	中国玻纤宣布，将更名为“中国巨石”，并扩大经营范围	业务转型
2015年2月6日	中国建材及其持股 100%的中国联合水泥集团有限公司、北新建材和中国巨石将作为集团发展混合所有制经济首批试点实施单位	混合所有制改革

资料来源：信达证券研发中心整理

财务分析

盈利能力分析

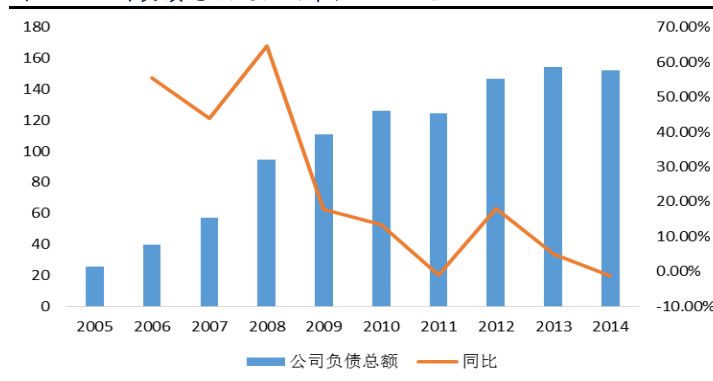
14年公司盈利情况相对13年有显著改善，销售毛利率提升4个百分点，费用率下降0.88个百分点，销售净利率提升1.15个百分点。对比其他以玻纤或玻纤制品为主营产品的公司，公司毛利率显著较高，这与我们前文分析一致。公司费用率相对较高，这与公司较高的财务费用率有关，12-14年行业平均的财务费用率略超2%，而中国巨石三年的财务费用率分别为14.06%、12.65%和12.47%，比行业高出10个百分点。公司财务费用以利息支出为主，08-09年公司负债大幅增加，用于建设玻纤生产线，导致08年后公司利息支出增加，并侵蚀公司息税前收入达50%以上。我们预计随着公司定增项目发行成功，以及前期负债偿还，公司利息支出占EBIT比例将持续下降，并显著改善公司盈利情况。

表9：公司盈利能力行业对比

		销售毛利率 (%)			期间费用率 (%)			销售净利率 (%)		
		2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
002080.SZ	中材科技	20.71	22.09	21.12	17.15	19.16	16.33	5.14	3.54	3.90
002201.SZ	九鼎新材	24.20	20.26	20.72	21.20	21.21	19.66	3.00	0.17	1.44
300196.SZ	长海股份	28.68	24.75	27.02	12.34	12.16	11.90	15.24	11.69	13.37
603601.SH	再升科技	32.38	33.98	40.20	16.04	17.39	20.11	8.23	12.48	17.13
	平均值	26.49	25.27	27.27	16.68	17.48	17.00	7.90	6.97	8.96
600176.SH	中国巨石	33.68	31.37	35.38	27.00	25.67	24.79	5.56	6.40	7.55

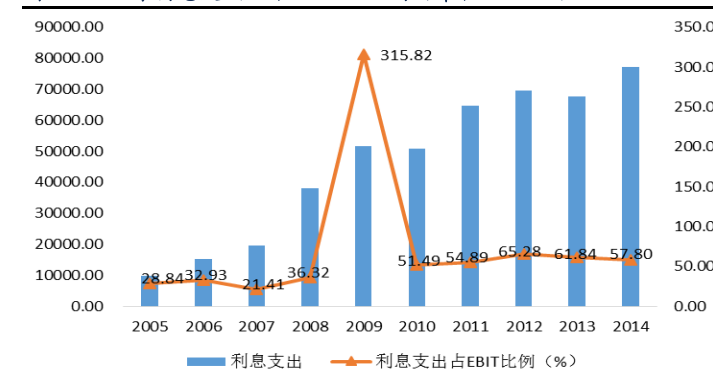
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 28: 公司负债总额变化 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 29: 公司利息支出及占 EBIT 比例 (单位: 万元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

偿债能力分析

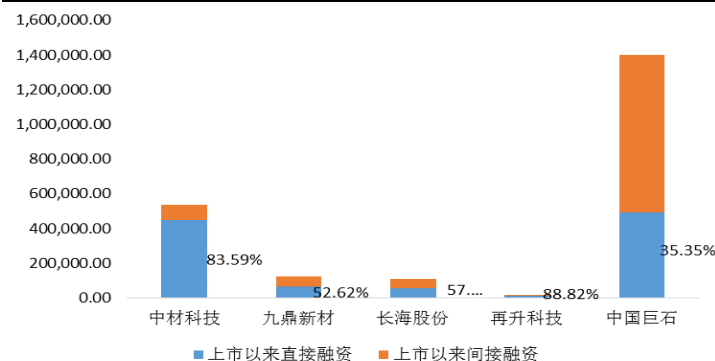
公司偿债能力比率相对行业较低, 流动比率、速动比率均低于 1, 资产负债率相对行业高出约 30 个百分点, 达到近 80%。公司近年来的业务发展所需资金基本依赖于银行借款或自筹资金, 从而导致流动比率和速动比率明显低于行业平均水平。其中再升科技为 15 年刚刚上市, 所以资产负债率较低。本次中国巨石定增项目完成后, 公司资产负债情况将有效改善, 我们以公司季报资产情况为例, 假设募资金额 45 亿元, 公司定增完成后, 资产负债率将由 78% 下降为 65%, 流动比率将由 0.67 上升至 1.06, 而速动比率则也将由 0.44 升至 0.85。

表 10: 公司盈利能力行业对比

		流动比率			速动比率			资产负债率 (%)		
		2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
002080.SZ	中材科技	1.19	1.14	1.05	0.88	0.88	0.83	54.74	59.85	65.91
002201.SZ	九鼎新材	1.13	1.05	0.98	0.85	0.75	0.78	63.57	66.55	73.90
300196.SZ	长海股份	1.35	1.23	1.37	1.18	1.01	1.20	23.45	29.24	25.81
603601.SH	再升科技	2.06	1.80	2.44	1.56	1.36	1.85	25.24	27.66	23.38
	平均值	1.43	1.30	1.46	1.12	1.00	1.17	41.75	45.83	47.25
600176.SH	中国巨石	0.69	0.69	0.56	0.50	0.52	0.45	79.40	80.30	78.82

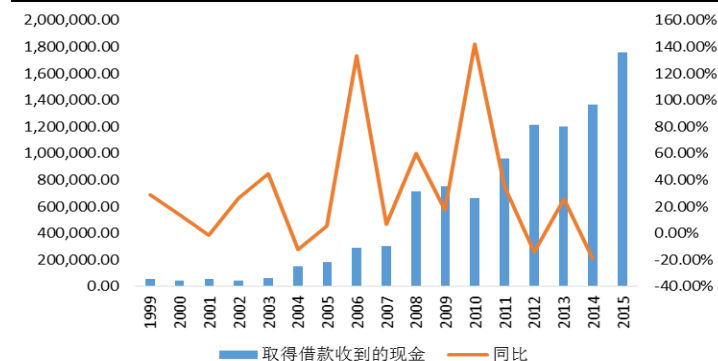
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 30: 玻纤行业公司上市以来募资情况对比 (单位: 万元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 31: 中国巨石上市以来取得借款收到的现金 (单位: 万元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

营运能力分析

由于公司整体规模庞大, 营运能力如存货周转率、应收账款周转率、总资产周转率相对行业内其他公司相对较低, 但值得注意的是, 在行业营运能力均有所恶化的情况下, 公司的营运能力指标均有所好转。

表 11: 公司营运能力行业对比

		存货周转率			应收账款周转率 (次)			总资产周转率 (次)		
		2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
002080.SZ	中材科技	2.82	3.05	3.72	2.53	2.66	3.22	0.53	0.56	0.61
002201.SZ	九鼎新材	3.73	3.14	3.64	3.94	3.54	3.57	0.58	0.52	0.51
300196.SZ	长海股份	10.53	11.48	11.96	8.02	7.87	7.10	0.56	0.70	0.75
603601.SH	再升科技	5.03	5.81	4.80	5.15	5.86	5.16	0.82	0.98	0.88
	平均值	5.53	5.87	6.03	4.91	4.98	4.76	0.62	0.69	0.69
600176.SH	中国巨石	2.11	2.15	2.88	3.81	3.54	3.89	0.30	0.28	0.33

资料来源: wind, 信达证券研发中心

盈利预测与投资评级

我们假设公司 2015—2017 年玻纤及制品平均价格（不含税）分别为 5,648 元、6,119 元和 6 211 元,销量分别为 122.3 万吨、126.8 万吨和 135.5 万吨,预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.08 元、1.68 元和 2.03 元。

表 12:中国巨石主营业务预测

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入 (万元)	510,308.24	520,964.13	626,815.35	727,254.32	834,453.95	914,434.73
增长率	0.00%	2.09%	20.32%	16.02%	14.74%	9.58%
营业总成本 (万元)	338,461.59	357,521.85	405,032.78	445,531.31	463,510.41	497,632.11
增长率	0.00%	5.63%	13.29%	10.00%	4.04%	7.36%
毛利率	33.68%	31.37%	35.38%	38.74%	44.45%	45.58%
玻纤及制品						
收入 (万元)	491,424.48	483,760.04	610,260.97	690,891.60	776,042.18	841,279.95
增长率	7.27%	-1.56%	26.15%	13.21%	12.32%	8.41%
成本 (万元)	329,162.92	329,422.85	394,697.81	429,168.09	436,056.88	461,054.72
毛利率	33.02%	31.90%	35.32%	37.88%	43.81%	45.20%
其他						
收入 (万元)	9090.46	30115.49	10701.74	36362.71579	58411.77661	73154.77826
增长率	-71.10%	231.29%	-64.46%	239.78%	60.64%	25.24%
成本 (万元)	7565.66	26032.79	8416.02	16363.22211	27453.53501	36577.38913
毛利率	0.00%	244.09%	-67.67%	94.43%	67.78%	33.23%

资料来源:公司公告,信达证券研发中心预测

公司估值及投资评级

对于可比上市公司,我们选取了主营业务为玻璃纤维及制品制造销售的中材科技、九鼎新材等五家公司和同属于中建材集团旗下的上市公司方兴科技,这五家公司在 2015-2016 的平均动态 PE 分别为 100.88X 和 68.07X。考虑到中国巨石玻纤龙头的地位,而玻纤行业具有在未来快速增长的潜力,我们认为给予公司 2015 年 25X 的 PE 是比较合理的,对应目标价为 27 元。维持“买入”评级。

表 13: 可比公司估值情况

公司名称	股价	总市值	EPS (元)			PE (倍)		
	(元)	(亿元)	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
中材科技	20.66	82.64	0.38	0.75	0.89	54.30	27.62	23.33
九鼎新材	14.67	37.52	0.05	0.17	0.71	293.40	86.40	20.53
长海股份	28.96	55.60	0.77	1.11	1.43	37.61	26.09	20.29
再升科技	40.89	61.17	0.72	0.32	0.62	57.02	128.06	66.44
方兴科技	18.95	68.03	0.31	0.26	0.49	62.07	72.19	39.00
平均						100.88	68.07	33.92
中国巨石	24.51	213.88	0.54	1.08	1.68	45.07	22.69	14.59

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 (注: 中国巨石为信达证券预测数据, 其余为 wind 一致预期, 采用 2015 年 11 月 13 日收盘价)

风险因素

- 1、贸易壁垒风险;
- 2、汇率风险;
- 3、原材料、燃料价格及供应风险。

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	6,431.98	5,810.72	6,365.71	5,504.64	7,299.80
货币资金	2,061.14	1,209.08	776.58	-655.69	622.23
应收账款	880.00	1,170.98	1,293.54	1,484.21	1,626.47
其它应收款	1,478.37	1,746.71	2,045.19	2,346.66	2,571.58
预付账款	288.01	206.51	293.04	304.86	327.31
存货	1,627.04	1,186.34	1,666.26	1,733.50	1,861.11
其他	97.41	291.11	291.11	291.11	291.11
非流动资产	12,798.03	13,514.40	14,043.37	16,314.46	16,257.53
长期投资	76.29	71.39	71.39	71.39	71.39
固定资产	9,591.45	12,123.42	11,402.45	12,045.76	14,269.71
无形资产	397.37	407.79	370.90	335.15	305.15
其他	2,732.92	911.80	2,198.64	3,862.17	1,611.28
资产总计	19,230.01	19,325.13	20,409.08	21,819.10	23,557.34
流动负债	9,297.90	10,314.10	10,474.00	10,562.68	10,675.11
短期借款	5,850.00	6,070.39	6,070.39	6,070.39	6,064.32
应付账款	773.20	643.49	835.69	869.41	933.41
其他	2,674.70	3,600.21	3,567.91	3,622.88	3,677.37
非流动负债	6,143.82	4,917.15	4,917.15	4,917.15	4,917.15
长期借款	4,674.12	2,393.53	2,393.53	2,393.53	2,393.53
其他	1,469.70	2,523.62	2,523.62	2,523.62	2,523.62
负债合计	15,441.72	15,231.25	15,391.15	15,479.83	15,592.26
少数股东权益	83.19	73.55	73.55	73.55	73.55
归属母公司股东权益	3,705.10	4,020.33	4,944.39	6,265.72	7,891.54
负债和股东权益	19230.01	19325.13	20409.08	21819.10	23557.34

主要财务指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	5,209.64	6,268.15	7,272.54	8,344.54	9,144.35
同比(%)	2.09%	20.32%	16.02%	14.74%	9.58%
归属母公司净利润	319.13	474.54	940.49	1,465.32	1,769.80
同比(%)	16.39%	48.70%	98.19%	55.80%	20.78%
毛利率(%)	31.37%	35.38%	38.74%	44.45%	45.58%
ROE(%)	8.69%	12.29%	20.98%	26.14%	25.00%
每股收益(元)	0.37	0.54	1.08	1.68	2.03
P/E	67	45	23	15	12
P/B	5.77	5.32	4.33	3.41	2.71
EV/EBITDA	18.29	15.83	11.79	9.39	8.38

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	5,209.64	6,268.15	7,272.54	8,344.54	9,144.35
营业成本	3,575.22	4,050.33	4,455.31	4,635.10	4,976.32
营业税金及附加	47.87	47.41	72.73	83.45	91.44
营业费用	173.20	201.42	241.45	292.06	320.05
管理费用	505.13	570.68	686.47	785.49	852.16
财务费用	659.06	781.79	632.82	650.51	662.09
资产减值损失	19.26	21.77	21.77	28.04	30.06
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	67.93	-4.68	-3.84	-4.42	-4.19
营业利润	297.83	590.08	1,158.15	1,865.47	2,208.04
营业外收入	149.47	47.64	89.87	95.66	77.72
营业外支出	4.53	31.76	12.82	16.37	20.31
利润总额	442.78	605.96	1,235.20	1,944.76	2,265.45
所得税	109.16	132.58	294.71	479.44	495.65
净利润	333.62	473.38	940.49	1,465.32	1,769.80
少数股东损益	14.49	-1.15	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	319.13	474.54	940.49	1,465.32	1,769.80
EBITDA	1,850.56	2,161.55	2,903.72	3,645.83	4,085.53
EPS (摊薄)	0.37	0.54	1.08	1.68	2.03

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	1,425.85	1,663.22	1,841.86	2,688.98	3,199.11
净利润	333.62	473.38	940.49	1,465.32	1,769.80
折旧摊销	723.49	784.30	1,020.58	1,040.86	1,166.19
财务费用	684.30	771.29	647.94	660.22	653.90
投资损失	-67.93	4.68	3.84	4.42	4.19
营运资金变动	-270.36	-413.64	-788.80	-510.56	-428.80
其它	22.73	43.20	17.81	28.73	33.84
投资活动现金流	-1,507.42	-1,464.56	-1,549.44	-3,317.04	-1,117.24
资本支出	-1,295.22	-1,486.23	-1,545.59	-3,312.62	-1,113.05
长期投资	36.08	26.72	-3.84	-4.42	-4.19
其他	-248.27	-5.05	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	270.87	-1,004.27	-785.88	-785.88	-791.77
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-402.42	-2,085.11	0.00	0.00	-6.07
支付利息或股息	824.28	838.14	785.88	785.88	785.70
现金净增加额	59.10	-848.07	-499.49	-1,432.27	1,277.92

建筑建材小组简介

关键鑫，经济学硕士，证券从业5年，曾就职于政府部门、民族证券研究发展中心等机构，获得过2010年度“天眼”中国证券分析师金属与采矿行业第三名，2011年度“天眼”中国证券分析师行业盈利预测最准确分析师第三名。目前主要负责非金属材料、建筑与工程行业研究，坚持独立、客观、有针对性的研究风格，挖掘潜在的投资价值。目前，主要覆盖公司包括围海股份、中国巨石等。

重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
东方雨虹	002271	北新建材	000786	中国巨石	600176	海螺水泥	600585
纳川股份	300198	扬子新材	002652	开尔新材	300234	冀东水泥	000401
亚泰集团	600881	太空板业	300344	围海股份	002586	东方园林	002310
江河创建	601886	嘉寓股份	300117	中国建筑	601668	中国铁建	601186
亚厦股份	002375	中国海诚	002116	苏交科	300284	广田股份	002482

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。