

中国巨石 (600176)

供需格局改善利好价格上涨，智能制造战略推动成本下行

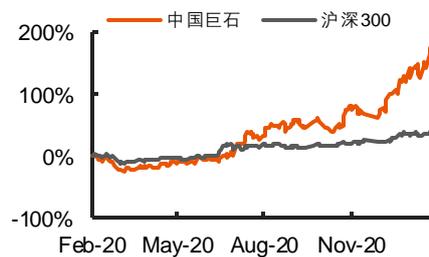
推荐 (首次)

现价: 27.58 元

主要数据

行业	建材
公司网址	www.jushi.com
大股东/持股	中国建材/26.97%
实际控制人	中国建材集团有限公司
总股本(百万股)	3,502
流通 A 股(百万股)	3,502
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	965.94
流通 A 股市值(亿元)	965.94
每股净资产(元)	4.69
资产负债率(%)	52.5

行情走势图



证券分析师

严晓情 投资咨询资格编号
S1060517070005
021-20662256
YANXIAOQING384@PINGAN.COM.
CN

平安观点:

- **全球玻纤龙头，“央企背景+民企基因”助力企业成长：**公司是国内玻纤行业龙头，产品以粗纱为主，玻纤纱总产能 197 万吨，国内/全球产能占比分别达 34%/22%，居全球第一。公司控股股东为中国建材集团，持股比例为 26.97%。上市以来，公司在发挥央企背景优势的基础上，积极推动民营化经营，实现业务快速扩张。2014-2019 年公司营收和归母净利润复合增速分别为 11%、35%。
- **下游风电等热塑产品景气度较高，2021 年行业供需格局继续向好：**1) 玻纤需求虽保持快速增长，但近几年玻纤价格主要受供给端影响较大。由于 2018-2019 年产能集中投放，玻纤价格自 2018 年下半年开始一直下跌。2020 年国内玻纤企业在产产能同比小幅增长约 6%，由于新冠疫情导致下游需求萎缩，玻纤价格上半年进一步下滑，随着 2020 年下半年需求集中释放，特别是风电纱需求量在政策支撑下较往年有明显的增加，玻纤价格大幅上涨至历史高点。2) 预计 2021 年玻纤粗纱新投产产能为 46 万吨，同时有 22 万吨左右产能存在冷修计划，产能净增加增速将小于需求增速，因此 2021 年玻纤市场仍有涨价可能。
- **公司“智能化制造”驱动成本继续下行，全球化战略持续推进：**1) 2013-2016 年，公司启动大规模产能升级（老线技改&新建生产线），玻纤销量增长同时驱动玻纤吨成本大幅下行，2017 年公司净利率攀升至历史最高点 24.9%，公司盈利水平远高于同业。2) 2018 年公司制订了“制造智能化、产销全球化、管控精准化、发展和谐化”的新“四化”战略。随着智能制造战略的推进，公司有望进一步降本提效。此外公司积极布局海外产能，目前海外玻纤产能约 30 万吨，占公司总产能 15.2%，全球化战略有利于公司规避海外国家的反倾销政策。
- **盈利预测与投资建议：**2021 年玻纤行业供需格局继续改善，作为国内玻纤行业龙头，公司一方面通过新建智能生产线继续降低生产成本，另一方



	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10032	10493	11314	12482	13423
YoY(%)	16.0	4.6	7.8	10.3	7.5
净利润(百万元)	2374	2129	2145	3191	3475
YoY(%)	10.4	-10.3	0.8	48.8	8.9
毛利率(%)	45.1	35.5	34.7	43.0	42.8
净利率(%)	23.7	20.3	19.0	25.6	25.9
ROE(%)	16.4	13.1	12.3	15.9	15.2
EPS(摊薄/元)	0.68	0.61	0.61	0.91	0.99
P/E(倍)	40.7	45.4	45.0	30.3	27.8
P/B(倍)	6.8	6.2	5.6	4.9	4.3

面优化产品结构提高产品综合单价，盈利能力得到不断提升。随着公司智能生产线逐步投产，玻纤量价齐升将助力公司业绩高增长。我们预计 2020~2022 年公司 EPS 分别为 0.61 元、0.91 和 0.99 元，对应当前 PE 为 45.0 倍、30.3 倍和 27.8 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

- **风险提示：**1、国内下游需求如风电等行业增长不及预期；2、海外疫情恶化超预期致使玻纤需求低于预期；3、新增产能集中投放导致玻纤价格下跌；4、公司在建生产线投产不达预期。

正文目录

一、 国内玻纤龙头，“央企背景+民企基因”助力成长	6
1.1 国内玻纤行业龙头，“央企背景+民企基因”助力业务快速扩张	6
1.2 2020年三季度公司业绩拐点已现	7
二、 玻纤需求快速增长，下游风电等热塑产品景气度较高	8
2.1 玻璃纤维：性能优良的功能材料&结构材料	8
2.2 玻纤行业稳健增长，下游风电等热塑产品需求持续向好	10
三、 新增产能有限，2021年玻纤行业供需格局继续改善	15
四、 公司“智能制造”驱动成本继续下行，全球化战略持续推进	18
4.1“技改升级+管理提效”齐发力，公司盈利能力不断提升	18
4.2 公司成本管控能力强，盈利水平远高于同业	20
4.3 公司全球化战略不断推进	21
五、 盈利预测与投资建议	22
六、 风险提示	24

图表目录

图表 1	公司主要产品类别及用途.....	6
图表 2	公司发展历程.....	6
图表 3	公司股权结构.....	7
图表 4	2020 年前三季度公司收入同比增长 1.8%.....	7
图表 5	2020 年前三季度公司归母净利润同比下滑 17.4%.....	7
图表 6	公司毛利率/净利率于 3Q2020 触底.....	8
图表 7	公司期间费用率持续降低.....	8
图表 8	主要复合材料性能对比.....	8
图表 9	玻璃纤维产业链.....	9
图表 10	玻璃纤维产品分类情况.....	10
图表 11	国内玻璃纤维下游应用领域需求占比.....	10
图表 12	2019 年中国玻纤产量占全球比重为 65.9%.....	10
图表 13	2019 年中国玻纤纱产量同比增长 12.9%.....	11
图表 14	2019 年中国玻纤及制品出口同比下滑 3%.....	11
图表 15	中国规模以上玻纤企业收入及利润总额增速.....	11
图表 16	2019 年中国玻纤复合材料产量同比增长 3.5%.....	11
图表 17	我国历年新增风电装机容量.....	12
图表 18	2010-2019 年中国电力能源发电量结构情况.....	12
图表 19	中材科技风电叶片售价持续提升.....	12
图表 20	覆铜板-线路板产业链情况.....	13
图表 21	2019 年我国 PCB 产值同比增长 2.9%.....	13
图表 22	中国电子玻纤纱需求及增速.....	13
图表 23	2020 年中国电子纱产能格局.....	14
图表 24	3Q20 以来玻纤电子纱价格自底部回升.....	14
图表 25	2020 年新能源汽车销量累计同比增长 17.3%.....	15
图表 26	全球玻纤行业总产能.....	15
图表 27	全球玻纤行业产能格局.....	15
图表 28	中国玻纤行业总产能.....	16
图表 29	中国玻纤行业产能格局.....	16
图表 30	2020 年国内玻纤新投产和冷修停产生产线.....	16
图表 31	1H20 玻纤企业库存量处于高位.....	17
图表 32	2015-2019 年国内玻纤纱价格走势.....	17
图表 33	中国巨石玻纤价格自 3Q20 开始不断上涨.....	17
图表 34	目前国内在建玻纤生产线.....	17
图表 35	中国巨石玻纤 14-16 年实行大规模技改提高单线产能.....	18
图表 36	中国巨石玻纤纱产能.....	19

图表 37	中国巨石收入结构	19
图表 38	中国巨石无碱玻纤纱销量	19
图表 39	中国巨石玻纤制品销量	19
图表 40	公司综合毛利率与净利率提高至历史高位	19
图表 41	公司历年收入与净利润增速对比	19
图表 42	中国巨石玻纤产品综合毛利率远高于同行业公司	20
图表 43	公司无碱粗纱销售均价与泰山玻纤相近	20
图表 44	中国巨石无碱粗纱毛利率远高于同行业公司	20
图表 45	中国巨石无碱粗纱吨成本低于同业	20
图表 46	公司玻纤产品各项成本占比变动情况	21
图表 47	公司主要原材料/能源占成本比重情况	21
图表 48	公司叶腊石采购价格低于同业	21
图表 49	公司天然气采购价格低于同业	21
图表 50	中国巨石国内收入占比逐渐提升	22
图表 51	中国巨石海外业务收入不断提升	22
图表 52	公司玻纤产品国内外销量保持快速增长	22
图表 53	中国巨石营业收入预测	23
图表 54	中国巨石历史 PE-Bands (TTM)	24
图表 55	可比公司估值比较	24

一、国内玻纤龙头，“央企背景+民企基因”助力成长

1.1 国内玻纤行业龙头，“央企背景+民企基因”助力业务快速扩张

公司是国内玻纤行业的龙头企业，主营业务为玻璃纤维及制品的生产和销售，主要产品分 20 多个种类，近 500 个品种，可分为无碱玻璃纤维纱、玻璃纤维制品及其他产品三个主要的业务板块，具体包括无碱 SP 纱、无碱直接纱、无碱 SMC 纱、无碱增强纱以及无碱 TP 短切纱等。

根据公司公告和卓创资讯数据，截至 2020 年 11 月，公司拥有 21 条玻璃纤维池窑拉丝生产线（含电子布），主要分布在桐乡、成都、九江、埃及和美国五大生产基地，设计产能合计为 197 万吨/年，产能居全球及中国第一，公司国内产能占全国总产能比重达 34%。公司在全球 14 个国家和地区建立了生产基地和销售网络，销售网络布局完善。

图表1 公司主要产品类别及用途

产品类别	主要品种类型	用途/应用领域
无碱玻纤纱	无碱直接纱、无碱合股纱，无碱短切原丝等	管道、风电、汽车部件、增强塑料等
玻纤制品	短切毡、方格布、防震布等	造船、汽车顶棚、风力叶片、管道接头、高速公路等
电子纱/电子布	玻纤电子纱、电子布	电路板用覆铜板玻纤基布

资料来源：公司公告，平安证券研究所

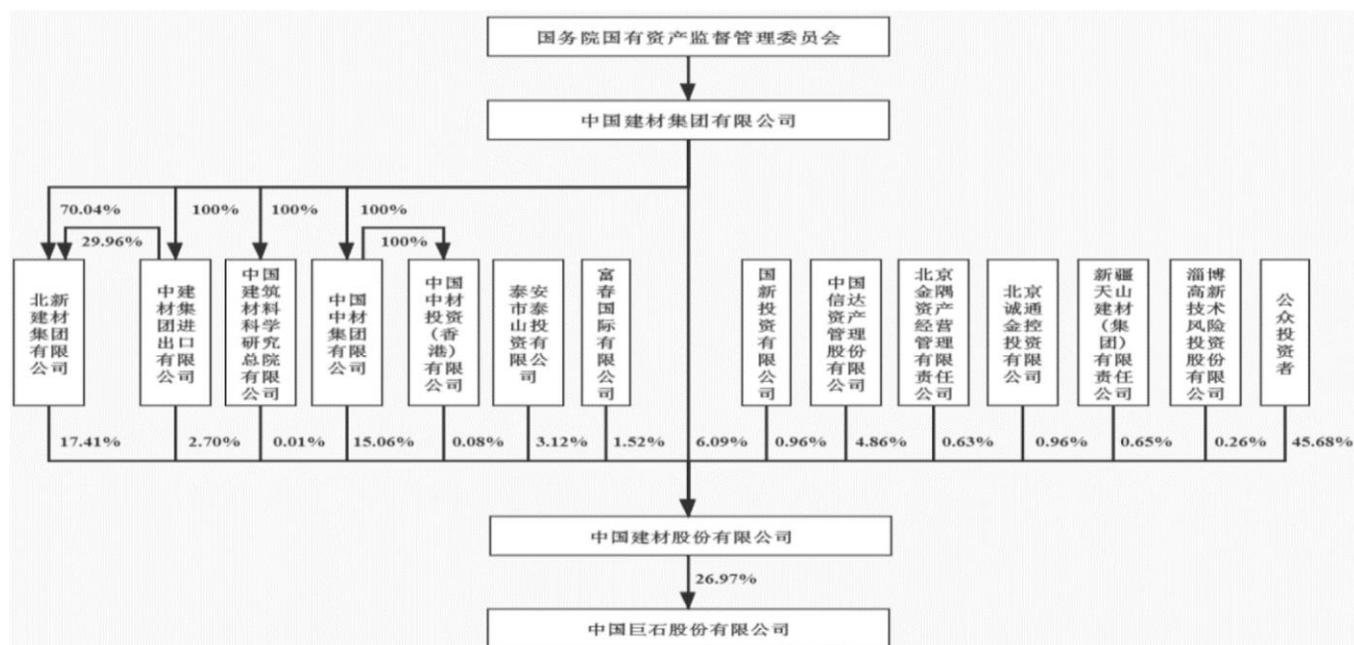
“央企背景+民企基因”深度融合，公司业务快速扩张。公司前身是中国化学建材股份有限公司，由中国建材、振石股份等 4 家公司联合设立，1999 年 4 月成功于上交所上市。上市以来，公司在发挥央企背景优势的基础上，积极推动民营化经营，引入国内外战投，充分释放公司活力，助推公司业务快速扩张。截止目前，公司控股股东为中国建材集团，持股比例为 26.97%，第二大股东为振石控股集团，持股比例为 15.59%。公司总经理张毓强先生兼任振石控股董事长与巨石集团董事长。

图表2 公司发展历程



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司股权结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 2020 年三季度公司业绩拐点已现

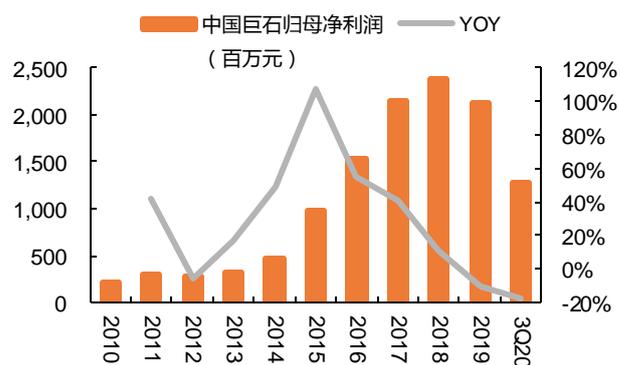
2014 年以来，公司业绩保持快速增长，2014-2019 年公司营收和归母净利润复合增速分别为 11%、35%。受 2018-2019 年新增产能投放较大以及 2020 年新冠疫情影响，2020 年前三季度公司实现收入 78.76 亿元，YoY+1.8%，实现归母净利润 12.8 亿元，YoY-17.4%。但 2020 年下半年公司已对部分产品提价，公司业绩拐点已现，未来持续向好。由于高端产品占比提升以及成本管控优化，2015 年以来公司毛利率/净利率不断提升，期间费用率不断下降，公司盈利能力不断提升。

图表4 2020 年前三季度公司收入同比增长 1.8%



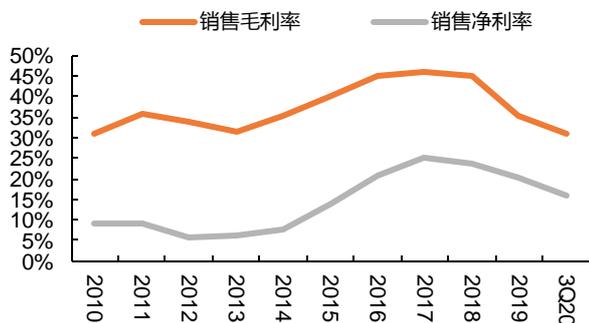
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表5 2020 年前三季度公司归母净利润同比下滑 17.4%



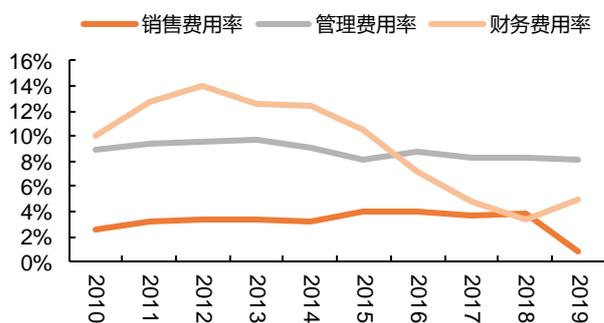
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表6 公司毛利率/净利率于3Q2020触底



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 公司期间费用率持续降低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、 玻纤需求快速增长，下游风电等热塑产品景气度较高

2.1 玻璃纤维：性能优良的功能材料&结构材料

玻璃纤维是一种以叶腊石、石英砂、石灰石、白云石、硼钙石、硼镁石等主要矿物原料和硼酸、纯碱等化工原料生产的无机非金属材料，具有质量轻、强度高、耐高低温、耐腐蚀、隔热、阻燃、吸音、电绝缘等优异性能。其单丝的直径相当于一根头发丝的 1/20-1/5，每束纤维原丝都有数百根甚至数千根单丝组成。玻纤可作为复合材料中的增强材料、绝缘材料和保温隔热材料，目前约占全球复合材料所用增强材料的 90%。因此玻纤能够替代钢、铝、木材、水泥、PVC 等多种传统材料，广泛应用于交通运输、建筑与基础设施建设、电子电气、环保等产业。

从品类来看，玻璃纤维已发展到 5000 多个品种，6 万多个规格，并且品种和规格以平均每年 1000~1500 个的速度增长。

图表8 主要复合材料性能对比

	直径 (μm)	密度 (g/cm^3)	比强度 ($\text{Gpa}/\text{gam}^{-3}$)	比模量 ($\text{Gpa}/\text{gam}^{-3}$)	热膨胀系数 ($10^{-6}/\text{C}$)	断裂伸长率 (%)
玻璃纤维	3.8-25	2.1-2.7	1.2-1.8	26-34	2-8	3.37
铝合金	-	2.8	0.27	29	23	-
玄武岩纤维	7-17	2.6-2.8	-	34-38	-	-
芳纶纤维	12	1.39-1.44	2.23-2.8	53-129	-0.6	2.4
碳纤维	5-12	1.7-2.18	5.6-38	2.8-21	-0.5	1.5
聚乙烯纤维	27-38	0.97	2.6-3	117-120	90	3.5
碳化硅纤维	10-20	2.55	1.1-1.56	75	3.1	1.6

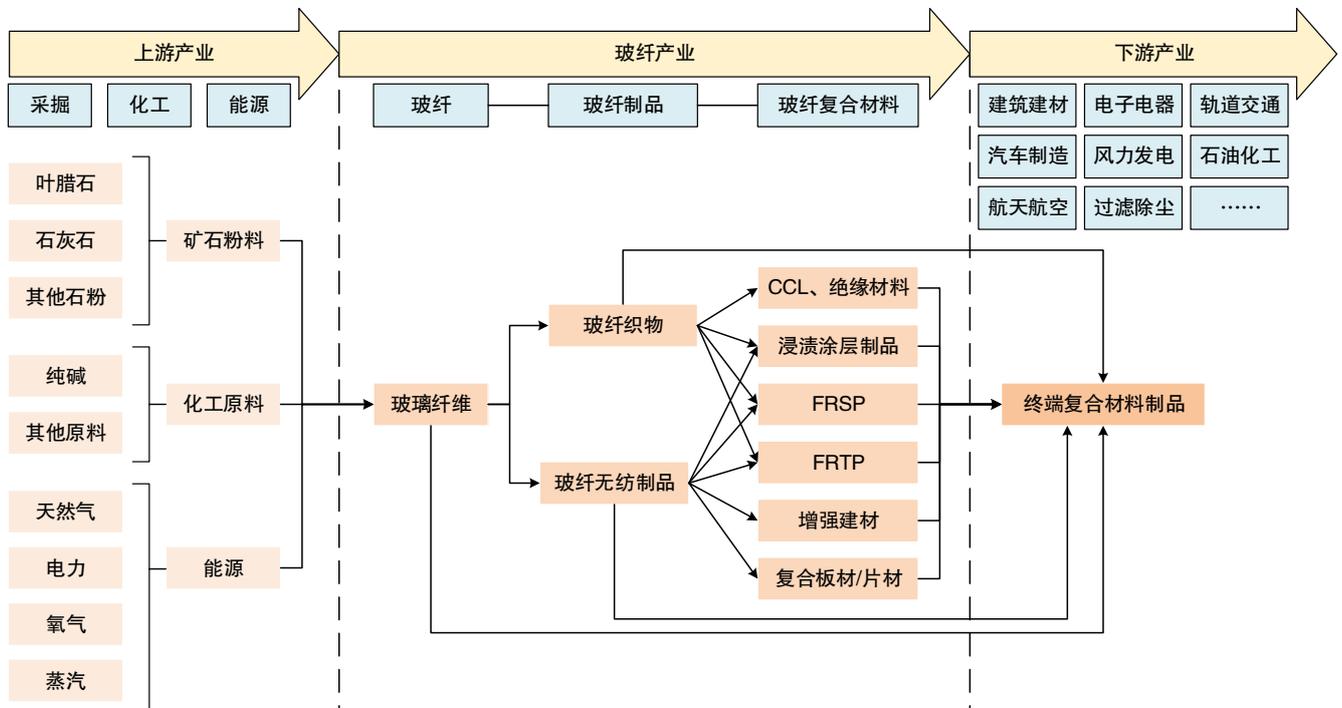
资料来源:《中国工程材料大典-第10卷》，平安证券研究所

目前，全球玻纤产业已经形成从玻纤、玻纤制品到玻纤复合材料的完整产业链，其上游产业涉及采掘（叶腊石、石灰石等非金属矿物）、化工（纯碱等）和能源（天然气、电力等），下游产业涉及建筑建材、电子电器、轨道交通、石油化工、汽车制造等多个领域。

我们将玻纤产业分为前端玻璃纤维原丝、中端玻璃纤维制品和后端玻璃纤维复合材料。

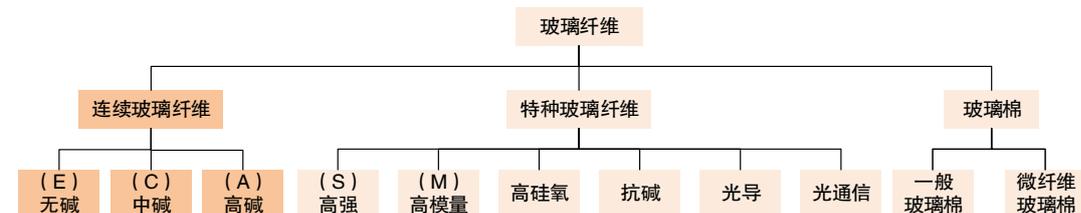
- 前端玻璃纤维按品种可分为连续玻璃纤维、特种玻璃纤维和玻璃棉，目前我国玻纤生产企业主要集中在连续玻璃纤维领域，连续玻纤按玻璃成分又可分为无碱玻纤（E-玻璃纤维）、中碱玻纤（C-玻璃纤维）和高碱玻纤，其中无碱玻纤凭借在耐高温、耐水、物理机械力学性能的优势成为目前的主流产品。从性能上看，无碱、中碱、高碱玻璃纤维其强度依次降低、耐久性依次变差、绝缘性依次减弱，只是耐酸性依次增强。无碱玻璃纤维多用于增强和绝缘材料，高碱玻璃纤维多用于稀酸环境，如蓄电池隔板、电镀槽、酸贮罐、酸过滤材料等，中碱玻璃纤维价格低。
- 中端玻璃纤维制品由玻纤进行初级加工制成，主要包括玻纤无纺制品（短切毡、湿法薄毡、连续毡、缝编毡、针刺毡等）和各种玻纤织物（方格布、网格布、电子布等）。各种玻纤织物是通过机织、编织、针织、缝编等手段制成各种用途的玻璃纤维材料，方法是将原丝退解成无捻纱，加捻成单股纱，再合股成纱线，继续合股可制成缆线或绳索，变形加工可制成膨体纱，以上纱、线、绳即可单独应用又可借助纺织技术做成各种片状或立体织物，以满足多种场合下的工业需要。玻纤织物品种多，附加值高，但用量少。
- 后端玻璃纤维复合材料由玻纤制品进行深加工制成，主要包括玻璃纤维增强复合材料和玻纤基覆铜板，此外还包括绝缘材料、浸渍涂层制品、增强建材。其中，玻璃纤维增强复合材料根据其基体材料树脂的不同，可以分为玻璃纤维增强热固性塑料（热固性玻璃钢，FRSP）与玻璃纤维增强热塑性塑料（热塑性玻璃钢，FRTP），其中热固性玻璃钢主要以热固性树脂如不饱和聚酯树脂、环氧树脂、酚醛树脂、乙烯基酯树脂等为基体；热塑性玻璃钢基体材料则以聚丙烯树脂（PP）、（PA）为主。此外，玻璃纤维还广泛用于制作玻纤基覆铜板，覆铜板作为电子工业的基础材料，主要用于加工制造印制电路板（PCB）。

图表9 玻璃纤维产业链



资料来源：长海股份招股书，平安证券研究所

图表10 玻璃纤维产品分类情况



资料来源：新材料在线，平安证券研究所

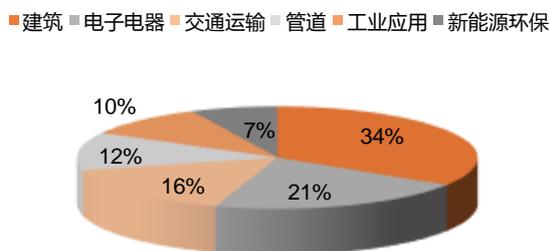
2.2 玻纤行业稳健增长，下游风电等热塑产品需求持续向好

在中国玻纤消费市场中，玻纤的主要应用领域集中在建筑、电子电气、交通运输、管道、工业应用以及新能源环保等领域，占比分别为 34%、21%、16%、12%、10%和 7%。有相对比较偏周期的应用领域（建筑、管道等），也有比较新兴的应用领域（5G、风电、汽车轻量化），所以玻纤行业兼具“周期”和“成长”双重属性。其中作为交通运输领域的汽车轻量化替代品，以及以风电叶片为代表的环保玻纤的需求增长较快。

相较欧美等发达国家，我国玻纤行业起步较晚，但经过二十多年的发展，中国玻璃纤维行业规模逐步扩大，已成为全球玻璃纤维产能第一大国。2019 年全球玻纤产量约 800 万吨，同比增长 3.9%。而中国玻纤产量 527 万吨，同比增长 12.9%，我国玻纤产品出口量 154 万吨，占国内总产量的 29.2%。2010-2019 年我国玻纤产量占全球玻纤产量比重呈现波动上升态势。2019 年我国玻纤产量占全球比重达 65.9%，较 2010 年提升了 11.7 个百分点。

从终端需求来看，2019 年玻纤复合材料（热固和热塑产品）产量为 445 万吨，同比增长 3.5%，低于上游玻纤产量增速，未来玻纤下游需求应用仍有较大发展空间。美国玻纤下游应用种类超过 60,000 种。中国虽然近几年已经超越美国发展成为最大的玻纤生产国和消费国，但目前成熟并广泛应用的下游领域仅有美国的十分之一。

图表11 国内玻璃纤维下游应用领域需求占比



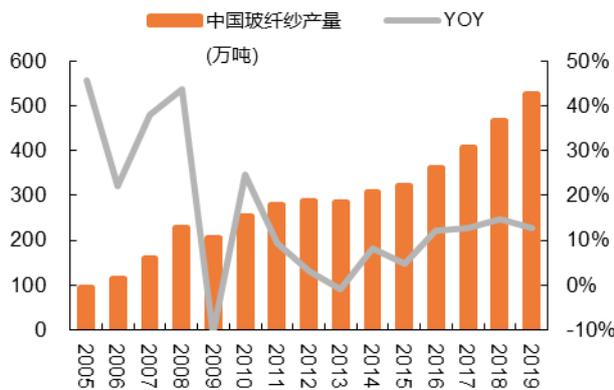
资料来源：中材科技债券评级报告，平安证券研究所

图表12 2019 年中国玻纤产量占全球比重为 65.9%



资料来源：卓创资讯，中国玻纤工业协会，平安证券研究所

图表 13 2019 年中国玻纤纱产量同比增长 12.9%



资料来源：中国玻纤工业协会，平安证券研究所

图表 14 2019 年中国玻纤及制品出口同比下滑 3%



资料来源：中国玻纤工业协会，平安证券研究所

图表 15 中国规模以上玻纤企业收入及利润总额增速



资料来源：中国玻纤工业协会，平安证券研究所

图表 16 2019 年中国玻纤复合材料产量同比增长 3.5%



资料来源：中国玻纤工业协会，平安证券研究所

■ 2021 年风电用玻纤纱高景气度持续，未来十年中国风电行业将继续高速增长

在风电行业，玻纤主要被应用于制造风电叶片与机舱罩部分，其中叶片占风机成本 20%。中国目前已经成为世界规模最大的风电市场。根据中国风能协会的统计，截至 2019 年底，全国风电累计装机容量为 2.1 亿千瓦，其中陆上风电累计装机 2.04 亿千瓦、海上风电累计装机 593 万千瓦，风电装机占全部发电装机的 10.4%。从中国近年来的电力能源看，风电已经成为仅次于火电和水电的第三大电力来源。2019 年风电发电量为 4057 亿千瓦时，占全国发电量的 5.54%，2010-2019 年风力发电量年均复合增速 26.4%。

未来十年中国风电行业仍将保持高速增长。2020 年 12 月，国家主席习近平在气候雄心峰会上提到：到 2030 年，中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 65% 以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到 25% 左右，森林蓄积量将比 2005 年增加 60 亿立方米，风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上。

政策是我国风电产业发展的驱动力，同时也是导致市场供需关系变化的根本原因。2019 年 5 月，国家发改委下发《关于完善风电上网电价政策的通知》，再次调低风电上网电价，并首次明确陆上风电

平价，2020年底以后陆上风电补贴取消。2019-2020年风机设备抢装进入高潮，预计2020年新增风电装机同比增长20%以上。风电用玻纤纱需求也因此紧俏，自2019年底，玻纤企业纷纷对产品结构进行调整，加大对风电用玻纤纱的生产。2021年底以后海上风电补贴也将取消，海上风机设备也将进入抢装高峰期。由于2020年疫情影响，部分风电项目建成时间延迟，预计2021年风电行业高景气度将持续。

2021年陆上风电进入平价时代，未来风电需求的增长主要依赖于度电成本的下降，大容量、长叶片、高塔架被认为是降低度电成本的主要手段。1GW风电叶片需1万吨玻纤用量，随着风机机型容量越来越大，风机叶片朝着大型化趋势演变，每兆瓦风电叶片所需玻纤用量增加，长期利好风电用玻纤产品需求。

图表17 我国历年新增风电装机容量



资料来源: CWEA, 平安证券研究所

图表18 2010-2019年中国电力能源发电量结构情况

能源类型	2010年		2019		年均复合增长率
	发电量	占比	发电量	占比	
火电	34,166	80.82%	50,450	68.87%	4.43%
水电	6,867	16.24%	13,019	17.77%	7.37%
风电	494	1.17%	4,057	5.54%	26.36%
核电	747	1.77%	3,487	4.76%	18.67%
太阳能	1	0.00%	2,238	3.06%	135.62%
总计	42,275		73,253	100%	

资料来源: 国家能源局, 平安证券研究所

图表19 中材科技风电叶片售价持续提升

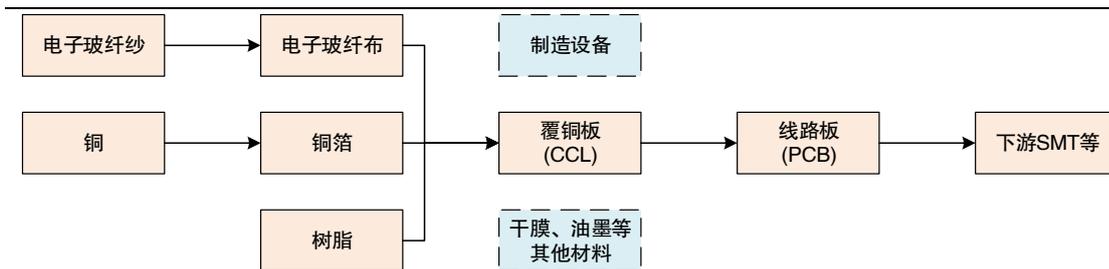
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	1H2020
销售额(亿元)	16.31	24.8	39.93	32.34	29.25	33.29	50.39	32.58
YOY		52.1%	61.0%	-19.0%	-9.6%	13.8%	51.4%	66.1%
销量(MW)	3,100	4,688	6,965	5,557	4,859	5,587	7,941	4,588
YOY		51.2%	48.6%	-20.2%	-12.6%	15.0%	42.1%	43.3%
平均单价(万元/套)	89	92	101	112	125	145	158	
YOY		3.1%	10.1%	10.7%	11.6%	16.0%	9.0%	

资料来源: 中材科技债券评级报告, 平安证券研究所

■ 电子信息产业市场空间巨大，电子纱下游需求向好

电子玻纤纱是覆铜板的关键原材料，在电子信息领域应用的产业链为电子纱-电子布-覆铜板 (CCL)-印制电路板 (PCB)。电子纱单丝直径为 4-9 微米 (粗纱单丝直径 10-20 微米)，是一种绝缘性较好的玻璃纤维纱，可制成电子级玻纤布，电子玻纤布是覆铜板的主要增强材料，电子布浸上由不同树脂组成的胶粘剂而制成覆铜板，而覆铜板是制造 PCB 的核心基材。印制电路板的功能是让电子元器件按照预定的电路连接起来，几乎所有的电子设备，都需要 PCB，因此被称为“电子产品之母”，广泛应用于计算机、通信、消费电子、工业/医疗、军事、半导体和汽车等行业。

图表20 覆铜板-线路板产业链情况



数据来源：PCB 信息网，平安证券研究所

覆铜板占 PCB 原材料成本最高，约为 35%。覆铜板的原材料成本中，铜箔占 30%~50%，玻纤占 25%~40%，树脂占 25%~30%。

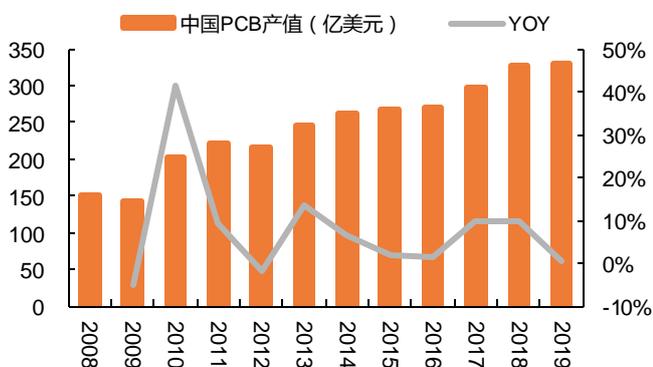
PCB 的三大下游领域是通信设备、消费电子和汽车电子，分别占全球 PCB 需求比重约为 30.3%、13.4%、8.8%。而玻纤基覆铜板是覆铜板最大的细分板块，2018 年玻纤基覆铜板占刚性覆铜板产量的 64%。我国 PCB 市场占据全球市场份额 50%以上，随着 5G 商用时代的来临、智能家居、智能交通以及汽车等联网发展和云端服务的刺激，消费电子面临新一轮发展，全球 PCB 产业链将享受增量红利，将带动电子玻纤纱需求持续提升。

从行业产能格局来看，2020 年电子纱产能 81 万吨，大陆龙头企业中国巨石、光远新材、重庆国际、泰山玻纤电子纱产能合计 34 万吨，国内占比约为 42%。昆山必成、建滔化工、台嘉三家港台资企业产能合计 34.4 万吨，国内占比约为 43%。

2020 年二季度，受出口影响，电子纱出口量明显下滑，加之国内终端市场需求量缩减，电子布出货速度放缓，电子纱价格大幅下跌，三季度以来终端电子电器需求转好，电子纱价格自底部回升。特别是 2020 年四季度以来，随着国外突发卫生事件的不断蔓延和升级，欧美等区域对电子电器需求量增加明显，这也使得国内电子电器企业订单明显增加，助推国内电子纱价格上涨 35%以上。

展望 2021 年，虽然供应端中国巨石有一条 6 万吨大线新投产，以及个别产线有冷修技改计划，但从需求端来看，2021 年下游 PCB 主要大厂仍存在一定扩产计划，将逐步消化掉行业新增电子纱产能，预计 2021 年的电子纱价格将大概率维持在较高水平。

图表21 2019 年我国 PCB 产值同比增长 2.9%



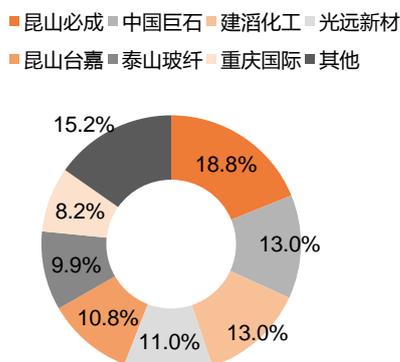
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表22 中国电子玻纤纱需求及增速



资料来源：中国产业信息网，平安证券研究所

图表23 2020年中国电子纱产能格局



资料来源：卓创资讯，平安证券研究所

图表24 3Q20以来玻纤电子纱价格自底部回升



资料来源：卓创资讯，平安证券研究所

■ 汽车轻量化大势所趋，玻纤应用空间巨大

玻璃纤维复合材料作为汽车轻量化领域传统金属材料的重要替代品，近年随着汽车的节能减排以及新能源汽车的推广，需求快速增长。2008~2018年，我国汽车轻量化用热塑型玻璃钢的复合增速在15%左右，高于国内玻纤粗砂产量复合增速。

汽车轻量化指的是在保证汽车的强度和安全性能的前提下，尽可能地降低汽车的整备质量，从而提高汽车的动力性，减少燃料消耗，降低排气污染。相关研究证明，若汽车整车重量降低10%，燃油效率可提高6%~8%；汽车整备质量每减少100公斤，百公里油耗可降低0.3~0.6升；汽车重量降低1%，油耗可降低0.7%。

节能减排是汽车轻量化的核心驱动力，材料轻量化成重点内容。汽车轻量化技术可以分为结构优化设计、轻量化材料的应用和先进制造工艺等3个主要方面。其中，轻量化材料的应用方面包括：高强度钢、铝合金、镁合金、塑料和复合材料等。

目前，汽车上应用的玻璃纤维增强复合材料包括：玻璃纤维增强热塑性材料（QFRTP）、玻璃纤维毡增强热塑性材料（GMT）、片状模塑料（SMC）、树脂传递模塑材料（RTM）以及手糊FRP制品。玻纤在汽车及厢内设施制造方面应用广泛，占到全球玻璃纤维总消费量的20%左右。欧美平均每辆轿车使用塑料达117公斤，占轿车重量的5-10%，其中42%为玻璃纤维增强热塑性塑料；国内经济型轿车用量每辆16-20公斤，载货汽车为20-30公斤。西欧汽车工业每年消耗玻纤基复合材料达20万吨，我国约为15-20万吨。

而新能源汽车对轻量化的需求更为迫切。对于新能源汽车，轻量化不仅能够节能降耗，还可以通过增加续航里程，减少动力电池的更换次数，从而降低电池使用成本。在目前电池成本高、关键技术尚未突破背景下，新能源汽车对轻量化的需求显得更为迫切。

处于高速增长的新能源汽车将有力拉动玻纤轻量化材料需求。在政策支持下，近几年新能源汽车销量快速增长。2019年12月，工信部发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》（征求意见稿），2025年我国新能源车销量占比要达到当年汽车总销量的25%。

图表25 2020年新能源汽车产量同比增长7.5%

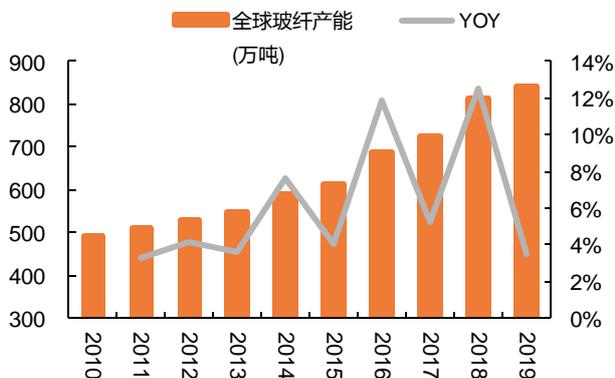


数据来源: 工信部, 平安证券研究所

三、新增产能有限，2021年玻纤行业供需格局继续改善

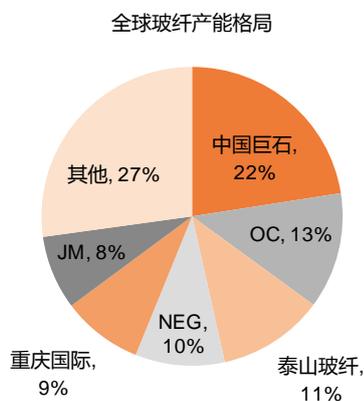
玻璃纤维行业具有高投入、高技术、高集中度的行业特征。玻纤是全球贸易品，每万吨粗纱玻纤产能需要投资 1.5 亿元左右。玻纤行业技术壁垒也较高，世界玻纤行业长期以来一直是寡头竞争格局，目前全球前六大玻纤企业占据全球约 73%左右的产能，我国企业占据三席。

图表26 全球玻纤行业总产能



资料来源: 卓创资讯, 平安证券研究所

图表27 全球玻纤行业产能格局



资料来源: 卓创资讯, 平安证券研究所

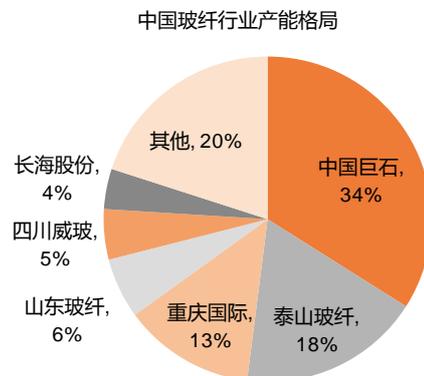
从国内情况来看，2014年后新增产能主要集中在几大龙头企业当中，因此国内玻纤纱行业集中度也较高。中国 TOP3 企业中国巨石、泰山玻纤（中材科技子公司）和重庆国际的玻纤纱产能占比分别为 34%、18%、13%。中国巨石和泰山玻纤都是中国建材旗下公司，若未来资产重组完成后，两家合计在国内的产能占比将达到 50%以上，玻纤纱行业集中度将进一步提高。

图表28 中国玻纤行业总产能



资料来源: 卓创资讯, 平安证券研究所

图表29 中国玻纤行业产能格局



资料来源: 卓创资讯, 平安证券研究所

玻纤需求虽保持快速增长, 但产能供给端波动大, 近几年玻纤价格主要受供给端影响较大。由于 2018-2019 年产能集中投放, 玻纤价格自 2018 年下半年开始一直下跌。2019 年底国内在产产能基本趋于平稳, 2020 年国内玻纤企业在产产能同比小幅增长约 6%。由于新冠疫情导致下游需求萎缩, 2020 年一二季度国内池窑企业样本库存量较高, 平均在万吨以上, 玻纤粗纱价格上半年出现了进一步下滑, 2020 年下半年, 需求集中释放, 特别是风电纱需求量在政策支撑下较往年有明显的增加, 玻纤价格进入上升通道, 部分企业在 6 月提高玻纤及制品价格, 8 月迎来价格全面提升, 价格升至历史高位。

预计 2021 年玻纤粗纱新投产产能为 46 万吨, 同时有 22 万吨左右产能存在冷修计划, 产能净增加增速将小于需求增速, 因此 2021 年玻纤市场仍有涨价可能。

图表30 2020 年国内玻纤新投产和冷修停产生产线

企业名称	基地	产线名称	品种	产能 (万吨)	投产/冷修停产时间
重庆国际	长寿	H04	高性能玻纤 (试验线)	0.4	2020.03 投产
山东玻纤	格赛博	1 线	高模量 (内外墙网布)	8	技改完成, 2020.05 投产
中国巨石	桐乡	智能生产线 2	无碱纱	15	2020.06 投产
中国巨石	成都	智能生产线 1	无碱纱	13	2020.07 投产
中国巨石	成都	智能生产线 2	无碱纱	12	2020.09 投产
泰山玻纤	泰安满庄新址	7 线	无碱粗纱	10	2020.05 投产
泰山玻纤	泰安满庄新址	8 线	耐碱纱	4	2020.07 投产
重庆国际	长寿	F08	无碱粗纱	7	冷修技改, 预计 2021.03 投产
中国巨石	成都	2 线	无碱纱	8	2020.03 搬迁停产
中国巨石	成都	3 线	无碱纱	5	2020.03 搬迁停产

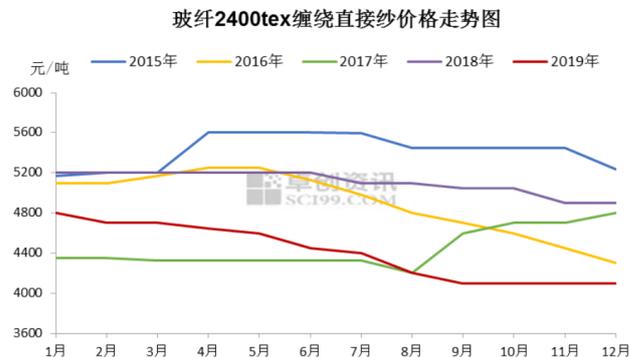
资料来源: 卓创资讯, 平安证券研究所

图表31 1H20 玻纤企业库存量处于高位



资料来源：卓创资讯，平安证券研究所

图表32 2015-2019年国内玻纤纱价格走势



资料来源：卓创资讯，平安证券研究所

图表33 中国巨石玻纤价格自3Q20开始不断上涨



资料来源：卓创资讯，平安证券研究所

图表34 目前国内在建玻纤生产线

省份	企业名称	基地	产品类型	设计产能 (万吨)	状态	建设进展
江苏	江苏长海复合材料股份有限公司		无碱玻璃纤维粗纱	10	在建	计划2021年一季度点火
浙江	中国巨石集团(桐乡)有限公司	桐乡	无碱玻纤粗纱	15	在建	预计2021年三季度投产
浙江	中国巨石集团(桐乡)有限公司	桐乡	电子纱	6	在建	预计2021年二季度投产
河北	邢台金牛	邢台	无碱玻璃纤维纱	10	在建	计划2021年3月点火
重庆	重庆国际复合材料	庾家坳	无碱粗纱	12	在建	7万吨技改12万吨, 计划2021年3月份点火
重庆	重庆三磊玻纤股份有限公司	黔江区	无碱玻纤粗纱	10	在建	点火具体时间未定
辽宁	辽宁省炜盛新材料有限公司	凌源	中碱高性能纺织用纱	7	在建	点火具体时间未定

资料来源：卓创资讯，平安证券研究所

四、公司“智能制造”驱动成本继续下行，全球化战略持续推进

4.1 “技改升级+管理提效”齐发力，公司盈利能力不断提升

虽然中国在 2007 年已经超过美国成为全球第一大玻纤生产国,但未来玻纤下游需求仍有较大发展空间。作为行业龙头,公司不断扩充产能,2020 年中国巨石玻纤产能达 197 万吨,2007-2020 年年复合增速约 11%。

规模化效益显著,技术升级保障了公司“成本领先”战略的践行。2013-2016 年,公司启动大规模产能升级(老线技改&新建生产线),玻纤销量增长提速,更重要的是驱动玻纤吨成本不断下降,同时公司玻纤产品销售均价回升,综合毛利率逐步提高,期间费用率持续下行,2017 年公司净利率攀升至历史最高点 24.9%。

2018 年公司制订了“制造智能化、产销全球化、管控精准化、发展和谐化”的新“四化”战略。2018 年 8 月公司桐乡总部智能制造基地粗纱一期年产 15 万吨生产线点火投产,标志着公司单线规模又上升到一个新台阶。随着智能制造战略的推进,公司有望进一步实现降本提效。

图表35 中国巨石玻纤 14-16 年实行大规模技改提高单线产能

生产基地	生产线	主要产品	设计产能 [万吨]	投产时间	中国巨石生产线冷修技改情况													
					2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021			
桐乡基地	1号生产线	无碱纱	6	2004.09														
	2号生产线	无碱纱	12	2006.01		12.11-13.04												
	3号生产线	无碱纱	12	2007.08				14.05-14.10										
	4号生产线	无碱纱	18	2008.06				13.12-14.07										
	5号生产线	无碱纱	18	2008.08						15.09-16.12								
	6号生产线	无碱纱	3.5	2010.05						15.09-16.12								
	智能生产线1	无碱纱	15	2018.08						15.03-15.06								
	智能生产线2	无碱纱	15	2020.06									18.08投产					
	智能生产线3	无碱纱	15	预计21Q3投产														20.06投产
	智能生产线1	电子纱	6	2018.12										18.12投产				
智能生产线2	电子纱	6	预计21Q2投产															2021Q2投产
成都基地	1号生产线	中碱纱	5	2006.06				13.08-14.01				17年停产						
	2号生产线	无碱纱	8	2008.07			13.03-14.09										20.03搬迁投产	
	3号生产线	无碱纱	5	2008.03						15.05-16.09							20.03搬迁投产	
	4号生产线	无碱纱	9	2013.12				13.08-13.12		15.05-16.09					19.11搬迁投产			
	智能生产线1	无碱纱	13	2020.07													20.07投产	
	智能生产线2	无碱纱	12	2020.09														20.09投产
九江基地	1号生产线	无碱纱	10	2010.02									18.02-18.05					
	2号生产线	无碱纱	12	2010.07									17.11-18.01					
	3号生产线	无碱纱	12	2018.02									18.02投产					
埃及基地	生产线1期	无碱纱	8	2014.05				14.05投产										2021Q4冷修
	生产线2期	无碱纱	8	2016.06						16.06投产								
	生产线3期	无碱纱	4	2017.09														17.09投产
美国基地	南卡	无碱纱	9.6	2019.05														19.05投产
	巨石攀登	电子纱	1.5	2006.11														17.01-18.01
		电子纱	3	2014.09				14.09投产										

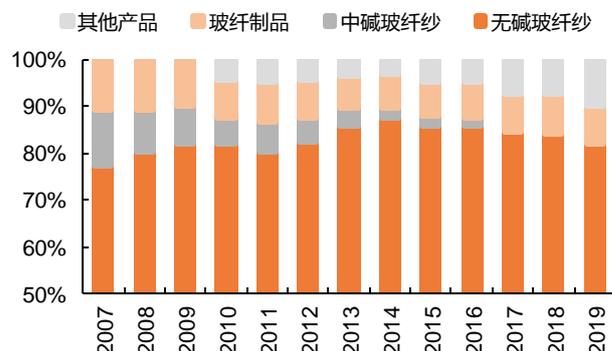
资料来源:卓创资讯,公司公告,平安证券研究所

图表36 中国巨石玻纤纱产能



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表37 中国巨石收入结构



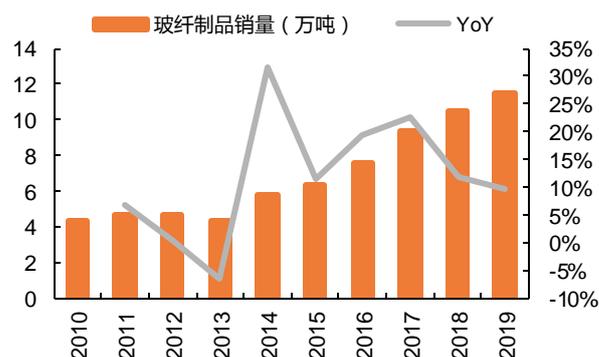
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表38 中国巨石无碱玻纤纱销量



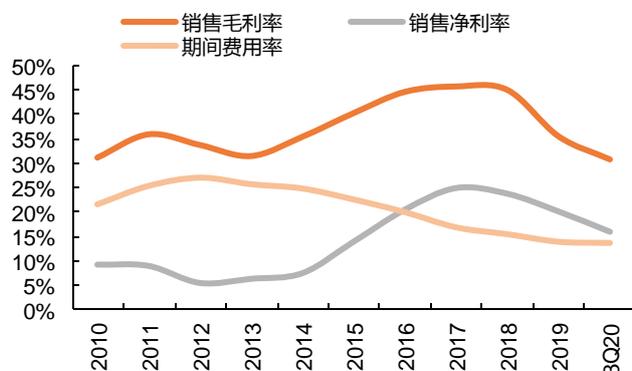
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表39 中国巨石玻纤制品销量



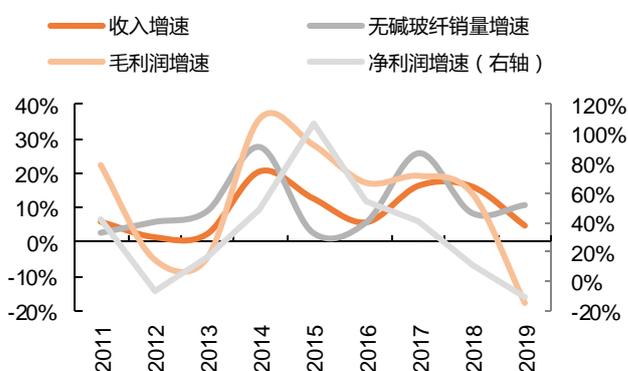
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表40 公司综合毛利率与净利率提高至历史高位



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表41 公司历年收入与净利润增速对比

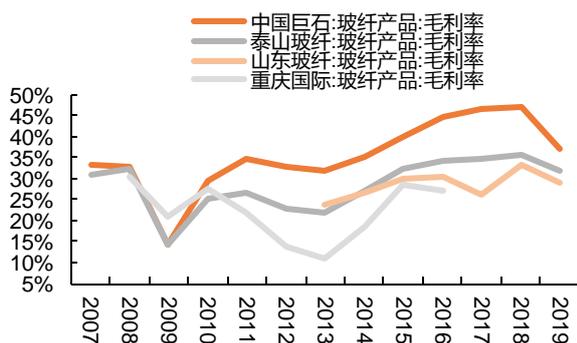


资料来源：公司公告，平安证券研究所

4.2 公司成本管控能力强，盈利水平远高于同业

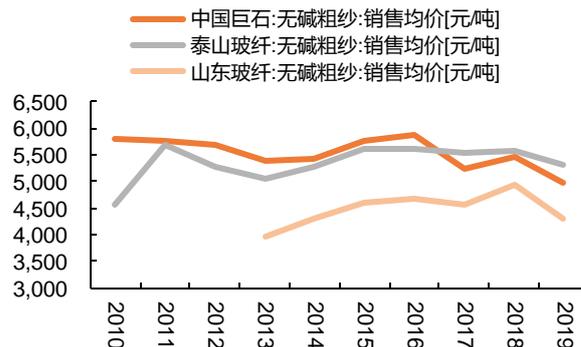
公司盈利水平远高于同业。以无碱粗纱为例，中国巨石与泰山玻纤销售的高端产品占比大，因此两者销售均价差不多，但中国巨石吨成本低于泰山玻纤 10%多，2017 年和 2018 年吨成本甚至低于后者 25.6%、22.7%。泰山玻纤 2019 年下半年因泰安老厂搬迁，原 5 条小规模的生产线全部停产，搬迁后新基地生产线单线规模大多接近 10 万吨，19 年泰山玻纤的吨成本下降较多。中国巨石吨成本与山东玻纤差异不大，而中国巨石高端产品占比多，销售均价高于山东玻纤 10%以上。因此中国巨石毛利率高于泰山玻纤和山东玻纤。

图表 42 中国巨石玻纤产品综合毛利率远高于同业公司



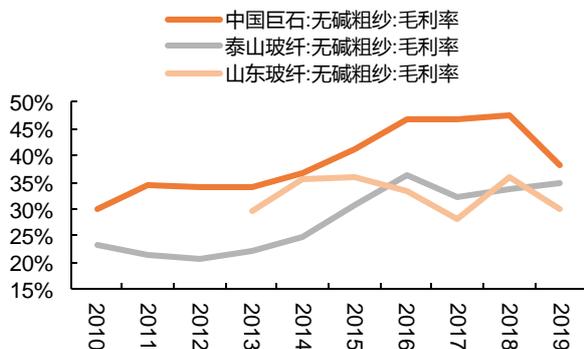
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 43 公司无碱粗纱销售均价与泰山玻纤相近



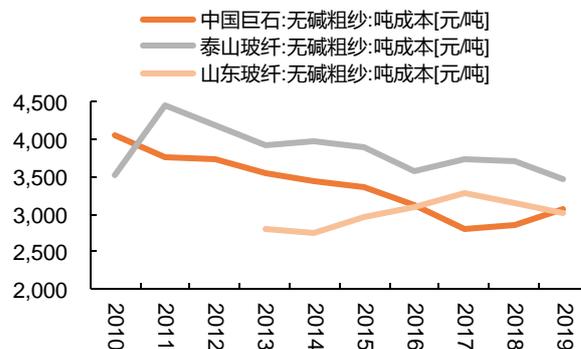
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 44 中国巨石无碱粗纱毛利率远高于同业公司



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 45 中国巨石无碱粗纱吨成本低于同业



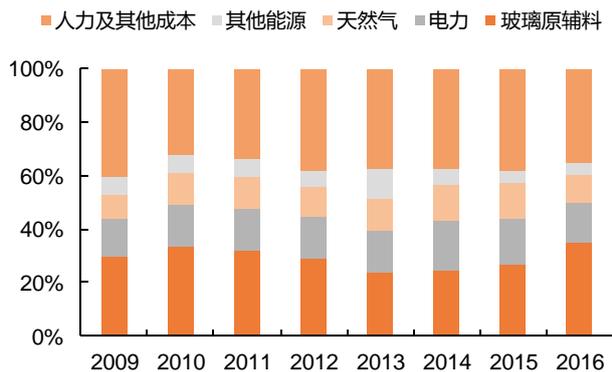
资料来源：公司公告，平安证券研究所

收购上游原料供应商，提升生产把控能力。公司玻纤生产中涉及的原辅料主要包括叶腊石、石灰石、其他石粉以及化工辅料等，其中叶腊石为主要原材料，2015 年叶腊石占公司成本比重达 9.2%。2013 年，公司通过巨石集团收购桐乡金石贵金属设备有限公司和桐乡磊石微粉有限公司 100% 股权，有效控制了铂/铑漏板设备和玻璃原材料的主要供应商，实现了主要原材料和设备完全自给，助力公司成本管控能力提升。

为了满足公司玻纤产能扩张对于原材料的需求，公司于 2016 年 6 月开工建设了年产 60 万吨叶腊石微粉生产线，将进一步提升矿物原料在品种、数量、质量方面的保障能力。

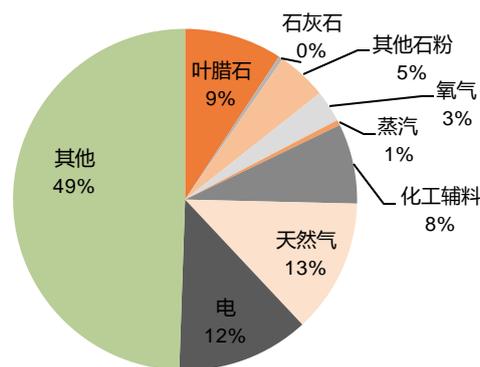
能源方面，公司天然气大部分依托由管道运输的西气以及川气，此外还从市场采购其他气源作为补充。此外，浙江省政府对公司能源供应上给予了有力支持，不仅为公司安排定量的管道天然气供应，同时还在天然气管道工程中专门开通了德清—嘉兴天然气长输管道桐乡巨石支线，保证了公司天然气的供应。

图表 46 公司玻纤产品各项成本占比变动情况



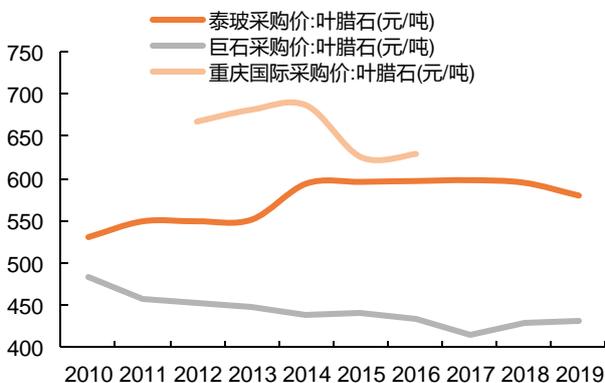
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 47 公司主要原材料/能源占成本比重情况



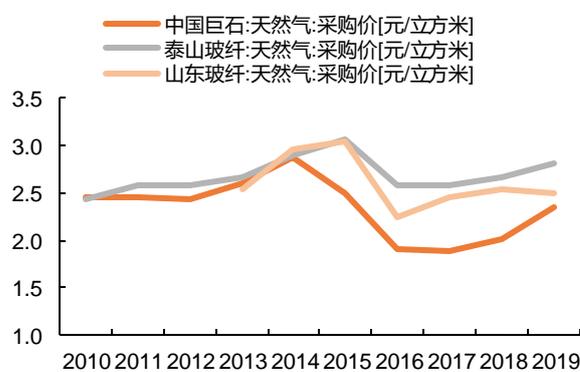
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 48 公司叶腊石采购价格低于同业



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 49 公司天然气采购价格低于同业



资料来源：公司公告，平安证券研究所

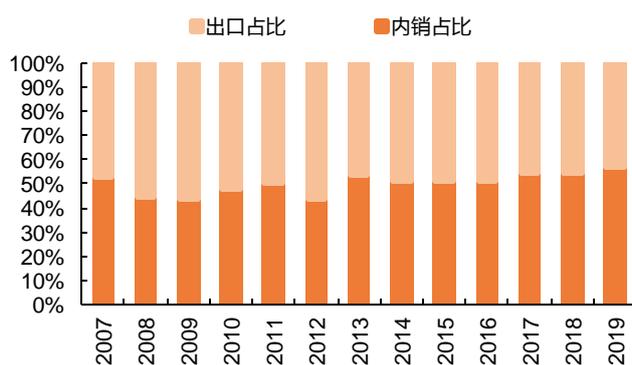
4.3 公司全球化战略不断推进

积极布局海外产能，全球化战略持续推进。为了进一步开拓海外市场，规避欧美国家的反倾销调查，公司于 2012 年正式启动埃及基地建设，目前埃及 3 条生产线合计产能达 20 万吨，美国南卡罗来纳州生产线设计产能为 9.6 万吨/年。目前海外玻纤产能约 30 万吨，占公司总产能 15.2%，未来公司将继续在海外扩充产能，积极推进全球化战略。

2019 年公司海外收入达到 43.8 亿元，2013-2019 年年均复合增长 10.8%。近几年公司国外销售收入占比维持在 40%左右，2019 年较上年同期下降 4.31 个百分点，主要是由于 2018 年中美贸易摩擦出现以来，海外市场需求放缓。

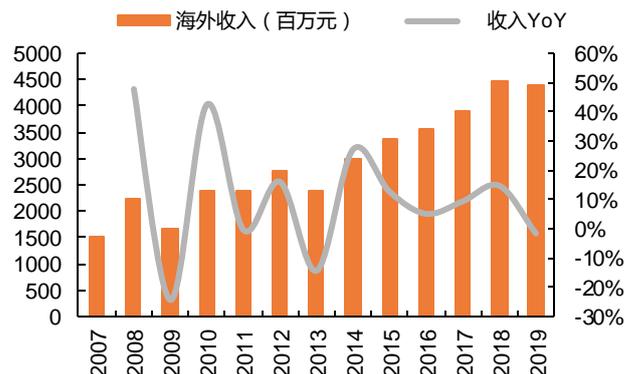
公司海外销售主要采用海外贸易子公司、经销商以及直销相结合的方式，其中直销占比约 20~30%，经销商销售占比 9%，其余均通过海外子公司销售。目前海外销售子公司为 16 家，公司还将考虑在中东、土耳其以及澳大利亚等国家和地区设立贸易型公司，全球营销网络布局亦将不断完善。

图表 50 中国巨石国内收入占比逐渐提升



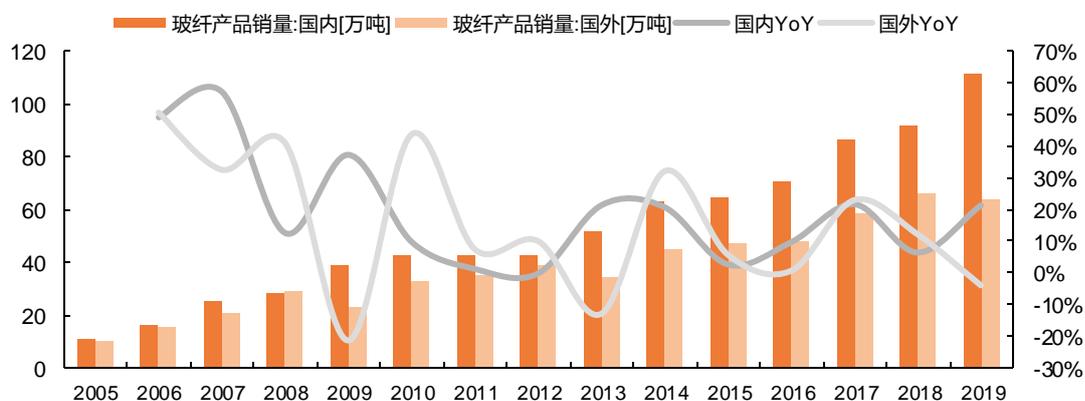
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 51 中国巨石海外业务收入不断提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 52 公司玻纤产品国内外销量保持快速增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

五、 盈利预测与投资建议

公司营业收入预测核心假设：

1、产品价格：2020 年下半年玻纤价格大幅上涨，2021 年因行业供需格局继续改善，因此玻纤价格仍有涨价预期，预计公司 2020-2021 年公司无碱玻纤纱吨价格增速分别为-0.5%/12%。

2、产品销量：公司总产能保持稳步增长，受益行业集中度提高，我们预计 2020-2021 年公司无碱玻纤纱销量增速分别为 8%/10%。

3、产品成本：随着公司智能生产线逐步投产，公司吨成本将保持稳中有降的趋势，预计 2020-2021 年公司无碱玻纤纱综合吨成本增速分别为 0.5%/-2%。

图表53 中国巨石营业收入预测

单位：百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
玻纤纱及制品						
收入	8,427	9,537	9,939	10,684	11,752	12,603
收入 YoY		13.2%	4.2%	7.5%	10.0%	7.2%
成本	4,497	5,050	6,277	6,820	6,478	6,982
毛利	3,930	4,487	3,662	3,864	5,273	5,620
毛利率(%)	46.6%	47.0%	36.8%	36.2%	44.9%	44.6%
1、无碱玻纤纱						
收入	7,121	8,042	8,149	8,757	10,789	11,424
收入 YoY		12.9%	1.3%	7.5%	23.2%	5.9%
成本	3,784	4,212	5,027	5,456	5,882	6,260
毛利	3,337	3,830	3,122	3,300	4,907	5,164
毛利率(%)	46.9%	47.6%	38.3%	37.7%	45.5%	45.2%
2、玻纤制品						
收入	695	775	811	851	963	1,179
收入 YoY		11.5%	4.7%	4.9%	13.1%	22.4%
成本	431	471	507	535	596	722
毛利	265	304	304	316	367	456
毛利率(%)	38.1%	39.2%	37.5%	37.2%	38.1%	38.7%
3、其他产品						
收入	611	720	978	1,076	1,205	1,446
收入 YoY		17.7%	35.9%	10.0%	12.0%	20.0%
成本	283	367	742	829	892	1,041
毛利	328	353	236	248	313	405
毛利率(%)	53.7%	49.0%	24.1%	23.0%	26.0%	28.0%
其他						
收入	164	371	401	450	480	520
收入 YoY		126.8%	7.8%	12.3%	6.7%	8.3%
成本	161	363	393	441	470	510
毛利	2	8	7	9	10	10
毛利率(%)	1.5%	2.2%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
其他主营业务						
收入	61	124	154	180	250	300
收入 YoY		104.8%	24.1%	16.8%	38.9%	20.0%
成本	27	94	103	126	170	192
毛利	33	31	51	54	80	108
毛利率(%)	54.7%	24.7%	33.3%	30.0%	32.0%	36.0%
公司合计						
收入	8,652	10,032	10,493	11,314	12,482	13,423
收入 YoY		16.0%	4.6%	7.8%	10.3%	7.5%
成本	4,686	5,507	6,773	7,387	7,119	7,684
毛利	3,966	4,526	3,721	3,927	5,363	5,738

毛利率(%)	45.8%	45.1%	35.5%	34.7%	43.0%	42.8%
--------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2021 年玻纤行业供需格局继续改善。作为国内玻纤行业龙头，公司一方面通过新建智能生产线继续降低生产成本，另一方面优化产品结构提高产品综合单价，盈利能力得到不断提升。随着公司智能生产线逐步投产，玻纤量价齐升将助力公司业绩高增长。我们预计 2020~2022 年公司 EPS 分别为 0.61 元、0.91 和 0.99 元，对应当前 PE 为 45.0 倍、30.3 倍和 27.8 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表54 中国巨石历史 PE-Bands (TTM)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表55 可比公司估值比较

代码	股票名称	股价	市值	EPS (元)			PE (倍)			评级
		2021/2/10	亿元	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
600176.SH	中国巨石	27.58	966	0.61	0.61	0.91	45.4	45.0	30.3	推荐
002080.SZ	中材科技*	25.03	420	0.82	1.25	1.43	30.4	20.1	17.6	-
605006.SH	山东玻纤*	10.86	54	0.29	0.34	0.42	37.1	31.9	25.9	-

资料来源：Wind，平安证券研究所（带*公司估值为Wind一致预期）

六、 风险提示

- 国内下游需求如风电等行业增长不及预期：2020 年是风电抢占高峰期，若 2021 年风电装机增速不及预期，将影响玻纤需求。
- 海外疫情恶化超预期致使玻纤需求低于预期：出口需求仍占据国内玻纤企业 30%左右，若海外疫情恶化导致玻纤需求低于预期，公司收入增长或将受影响。
- 新增产能集中投放导致玻纤价格下跌：2020 年下半年以来国内玻纤价格大幅上涨，目前已达到历史高位，或引致企业纷纷投建玻纤生产线，产能集中投放或导致玻纤价格下跌。

4、公司在建生产线投产不达预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9150	11342	15906	19614
现金	1446	2147	5359	7756
应收票据及应收账款	1361	2680	2867	3376
其他应收款	135	158	174	193
预付账款	128	249	306	366
存货	2070	1448	2299	2824
其他流动资产	4010	4660	4900	5100
非流动资产	24454	26716	29141	31325
长期投资	1231	1447	1711	2026
固定资产	19597	21619	23561	25119
无形资产	803	1004	1230	1501
其他非流动资产	2823	2647	2639	2679
资产总计	33604	38059	45047	50939
流动负债	11666	11883	13933	15335
短期借款	6611	5000	6500	6500
应付票据及应付账款	2411	2683	3012	3392
其他流动负债	2644	4200	4421	5443
非流动负债	5858	8617	11018	12718
长期借款	5346	8117	10488	12158
其他非流动负债	512	500	530	560
负债合计	17524	20500	24950	28054
少数股东权益	434	443	455	469
股本	3502	3502	3502	3502
资本公积	3439	3439	3439	3439
留存收益	8582	10036	12212	14574
归属母公司股东权益	15647	17116	19642	22416
负债和股东权益	33604	38059	45047	50939

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2769	3461	3375	4792
净利润	2113	2154	3204	3489
折旧摊销	1102	1294	1501	1706
财务费用	515	534	618	678
投资损失	-64	-70	-67	-68
营运资金变动	-906	-437	-1862	-1009
其他经营现金流	8	-15	-18	-4
投资活动现金流	-4778	-4348	-3870	-3897
资本支出	5109	2073	2141	1829
长期投资	78	-216	-65	-315
其他投资现金流	409	-2490	-1794	-2383
筹资活动现金流	2029	1588	3708	1502
短期借款	1679	-1611	1500	0
长期借款	2293	2771	2371	1671
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1943	428	-163	-169
现金净增加额	-43	701	3212	2397

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10493	11314	12482	13423
营业成本	6773	7387	7119	7684
营业税金及附加	61	91	100	107
营业费用	88	102	112	121
管理费用	577	600	624	638
研发费用	284	283	287	295
财务费用	515	534	618	678
资产减值损失	-6	-6	0	0
其他收益	145	150	80	120
公允价值变动收益	41	5	23	14
投资净收益	64	70	67	68
资产处置收益	129	0	0	0
营业利润	2524	2550	3792	4102
营业外收入	28	60	70	80
营业外支出	15	21	25	28
利润总额	2537	2589	3837	4154
所得税	424	435	633	665
净利润	2113	2154	3204	3489
少数股东损益	-15	9	13	14
归属母公司净利润	2129	2145	3191	3475
EBITDA	4349	4403	5881	6431
EPS(元)	0.61	0.61	0.91	0.99

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	4.6	7.8	10.3	7.5
营业利润(%)	-11.0	1.0	48.7	8.2
归属于母公司净利润(%)	-10.3	0.8	48.8	8.9
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	35.5	34.7	43.0	42.8
净利率(%)	20.3	19.0	25.6	25.9
ROE(%)	13.1	12.3	15.9	15.2
ROIC(%)	9.6	8.0	9.2	8.7
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	52.1	53.9	55.4	55.1
净负债比率(%)	68.7	74.9	74.3	67.3
流动比率	0.8	1.0	1.1	1.3
速动比率	0.3	0.5	0.7	0.8
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	4.4	5.6	4.5	4.3
应付账款周转率	2.3	2.9	2.5	2.4
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.61	0.91	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.99	0.96	1.37
每股净资产(最新摊薄)	4.47	4.89	5.61	6.40
估值比率	-	-	-	-
P/E	45.4	45.0	30.3	27.8
P/B	6.2	5.6	4.9	4.3
EV/EBITDA	24.8	24.8	18.9	17.3

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033