

成长为舵 周期为帆

——中国巨石 (600176.SH)

化工/化学制品

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

玻纤本质是替代性材料,产品创新和新应用发现不断,生命周期处在持续成长阶段。玻纤及其制品下游需求扩容伴随结构切换,风电、汽车轻量化、PCB 拉动玻纤需求。未来风电向大容量、长叶片、高塔架发展,以降低度电成本。每兆瓦风电叶片所需玻纤用量增加,风电纱需求有望翻倍增长。未来环保节能政策趋严下,轻量化是新能源以及降低油耗的必经之路。玻璃纤维制成的复合材料在同等条件下,其重量仅为钢体材料的 1/3,未来需求潜力巨大。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。由于电子纱资金和技术壁垒更高、较长的技术认证周期带来强的客户粘性。近年来受 5G/AI/服务器设备/汽车电子等拉动,PCB 有望快速发展。中性假设下,我们测算国内 2021 和 2022 年玻纤表观需求量分别为 458 和 494 万吨,对应同比增长率 7%、8%。

中国巨石成本控制能力成就制造业标杆,开启新一轮成本下降周期。巨石的玻纤及制品毛利率长期高于同行 10 个百分点以上。在行业周期波动中始终保持较高的盈利水平,成本控制能力是核心要素。未来巨石将进入第二轮冷修技改周期,冷修后可以提高窑炉的生产效率并降低其折旧成本,产品生产成本有望下降。若以冷修周期为 8 年计算,我们预计巨石桐乡无碱约 70 万吨与桐乡攀登电子纱 3 万吨将于 2021-24 年陆续冷修。参考 2015-17 无碱玻纤吨成本下降 15%左右,第二轮冷修技改周期总成本下降预计 15%*70/200=5%。

核心优势打造玻纤龙头护城河。1) 巨石立足自主创新,积极向上游产业链进行延伸,核心技术拥有自主知识产权并达到世界一流水平。2) 产品高端化一直是公司的发展战略,通过高端化的产品结构可以规避低端产能过剩带来的价格下跌,同时也有助于提高下游客户的粘性。巨石 E9 玻纤于 2020 年 8 月上市,全玻纤叶片的极限长度有望由 85 米左右提高至 90-100 米,将进一步替代碳纤维等材料,满足风电大型化、海洋化应用场景需求。3) 央企背书,公司融资成本低。巨石背靠中建材,属于玻纤行业绝对龙头,资产优质、现金流佳,融资成本处于同业最低。

投资建议:首次覆盖,给予买入评级。按照假设,我们预测公司 2021-2023 年营收分别为 176.3、192.3、199.7 亿元,归母净利润分别为 65.5、77.2 和 82.2 亿元,对应 EPS 分别为 1.64、1.93 和 2.05 元,PE 分别为 10.09 倍、8.56 倍、8.04 倍。

风险提示:在建项目投产不及预期,化工品价格下跌。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,493.29	11,666.20	17,629.50	19,234.51	19,965.28
增长率(%)	4.59%	11.18%	51.12%	9.10%	3.80%
归母净利润(百万)	2,128.87	2,416.11	6,549.90	7,724.31	8,222.32
增长率(%)	-10.32%	13.49%	171.09%	17.93%	6.45%
净资产收益率(%)	13.61%	13.86%	31.11%	31.41%	28.99%
每股收益(元)	0.61	0.69	1.64	1.93	2.05
PE	27.16	23.93	10.09	8.56	8.04
PB	10,493.29	11,666.20	17,629.50	19,234.51	19,965.28

资料来源:公司财报、申港证券研究所

评级

买入(首次)

2021年08月05日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

交易数据

时间 2021.08.05

总市值/流通市值(亿元)	658.5/658.5
总股本(万股)	40.03
资产负债率(%)	48.53
每股净资产(元)	5.29
收盘价(元)	16.51
一年内最低价/最高价(元)	12.33/28.74

公司股价表现走势图



资料来源:申港证券研究所

相关报告

内容目录

1. 渗透率提升需求扩容 玻纤具备“成长”属性	4
1.1 玻纤的本质是替代性材料.....	4
1.2 渗透率提升 风电、汽车轻量化、PCB 拉动玻纤需求.....	5
2. 中国巨石 全球玻纤行业领航者	7
2.1 三地五洲 全球布局.....	7
2.2 营运能力持续改善 盈利稳定性逐步提升.....	10
3. 成本控制能力成就制造业标杆	12
3.1 盈利能力大幅领先同行.....	12
3.2 开启新一轮成本下降周期.....	12
4. 核心优势打造玻纤龙头护城河	14
4.1 立足自主创新 整合产业链上游.....	14
4.2 布局高端产品 提高盈利能力.....	15
4.3 玻纤重资产行业 公司融资成本优势.....	16
5. 盈利预测及估值	17

图表目录

图 1: 普通钢材的强度为 200 到 500 兆帕.....	4
图 2: 玻纤性能优越 本质是替代性材料.....	4
图 3: 交运、电子、风电占玻纤需求占比超 50%.....	5
图 4: 2011-2020 国内玻纤表观消费量复合增速 9%.....	5
图 5: 中国玻纤需求增速和 GDP 增速具有一定关联性 (%).....	5
图 6: 2011-2020 年全球风电新增装机容量 (万千瓦).....	6
图 7: 中国新增风电装机变化情况 (GW).....	6
图 8: 中国电子计算机产量及同比增速 (万台, %).....	7
图 9: 地产新开工面积和竣工面积“剪刀差”修复 (%).....	7
图 10: 2020 年世界玻纤厂产能占比 (%).....	7
图 11: 巨石历年玻纤产能-不含电子纱 (万吨).....	8
图 12: 公司处于玻纤产业链上游.....	8
图 13: 公司股权结构.....	9
图 14: 公司近十年营收及增速 (亿元、%).....	10
图 15: 公司近十年归母净利润及增速 (亿元、%).....	10
图 16: 公司 ROE 稳步提升 (%).....	10
图 17: 公司玻纤及制品毛利领先可比公司 (%).....	12
图 18: 近十年期间费用率不断下降 (%).....	12
图 19: 巨石综合销售净利率在各周期品龙头中处于较高位置 (%).....	12
图 20: 巨石无碱玻纤单吨成本 (元/吨).....	12
图 21: 巨石玻纤成本占比 (%).....	12
图 22: 巨石天然气单耗 (千立方米/吨).....	13
图 23: 人均产值 (万元、%).....	13
图 24: 巨石将迎来第二轮冷修周期, 毛利水平有望继续上升 (%).....	13
图 25: 研发费用规模领先同行 (亿元).....	14

图 26: 巨石研发人员数量稳步提升 (人)	14
图 27: 中国巨石营收结构 (亿元)	15
图 28: 高端产品营收占比逐步提升 (%)	15
图 29: 公司单吨财务费用低于可比公司 (元/吨)	16
图 30: 公司短融票面利率低于中材科技 (%)	16
表 1: 国内玻纤表观消费量测算 (万吨)	5
表 2: 公司玻纤产能布局情况 (万吨、亿米)	7
表 3: 公司主要控股子公司	10
表 4: 巨石整合上游产业链 细分方向做到极致	14
表 5: 中国巨石产品持续创新	15
表 6: 巨石产品市场价格估计 (元/吨)	17
表 7: 公司盈利预测表	18

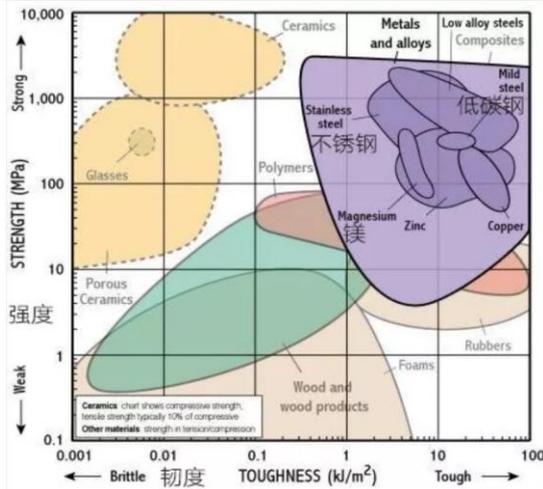
1. 渗透率提升需求扩容 玻纤具备“成长”属性

供给端，目前全球玻纤产量约 800 万吨，已经形成了稳定的寡头竞争格局，主要有 6 大供应商 OCV, PPG, JM, 中国巨石, 泰山玻纤和重庆国际，总共占据 80% 的市场份额。需求端，未来风电、汽车轻量化、PCB 等高端应用领域需求有望加速扩容，驱动下游结构不断调整。因此，我们认为行业的成长属性将不断得到强化。

1.1 玻纤的本质是替代性材料

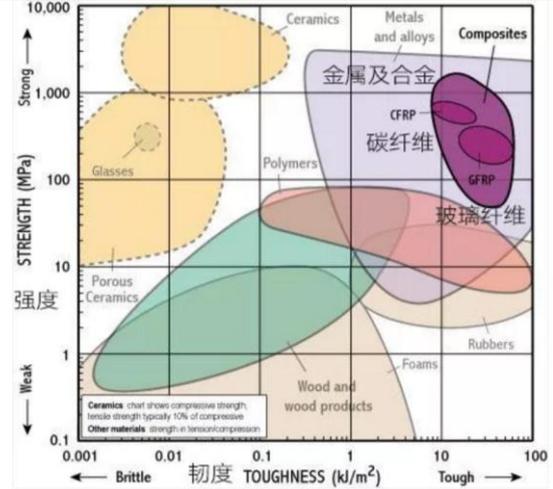
玻纤是一种性能优越的无机非金属材料，种类繁多，应用广泛。玻纤相比于钢铁、铝等金属材料，具有轻质、高强等优势，相比于碳纤维具有高性价比、高比模量等优势。玻纤制品和玻纤复合材料是玻纤主要的制产品，由玻纤初级加工而成，主要包括玻纤织物（方格布、网格布、电子布等）以及玻纤无纺制品（短切毡、湿法薄毡、连续毡、缝编毡、针刺毡等）。

图1：普通钢材的强度为 200 到 500 兆帕



资料来源：CNKI，申港证券研究所

图2：玻纤性能优越 本质是替代性材料



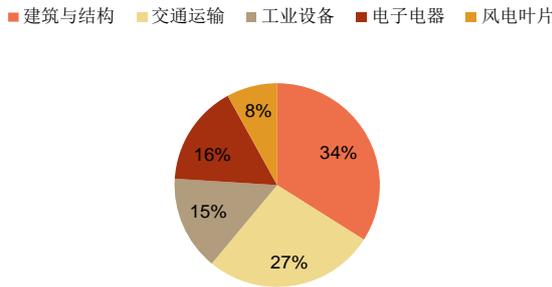
资料来源：CNKI，申港证券研究所

产品创新和新应用发现不断，生命周期仍处在持续成长阶段。玻纤下游领域既有建筑、管道等周期性应用领域，也有新能源环保、智能交通等新兴成长型领域。电子级玻纤产品用于印刷线路板 (PCB)，是各类信息处理设备的基础材料。目前随着汽车轻量化、5G 智能及风电叶的发展，玻纤渗透率上升需求持续扩容。

玻纤应用方式可主要分为三类：

- ◆ 1) 单独使用；
- ◆ 2) 作为复合材料中的增强材料，与各种有机或无机材料制成复合材料，如玻纤增强热固性塑料（玻璃钢）、玻纤增强热塑性塑料、增强橡胶制品、玻璃纤维增强无机胶凝材料制品等；
- ◆ 3) 采用有机被覆处理的办法提高其柔性制成各种软制品，如包装布、窗纱、窗帘、壁布、篷盖布、建筑膜材及特种防护用品等。

图3: 交运、电子、风电占玻纤需求占比超 50%



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图4: 2011-2020 国内玻纤表观消费量复合增速 9%

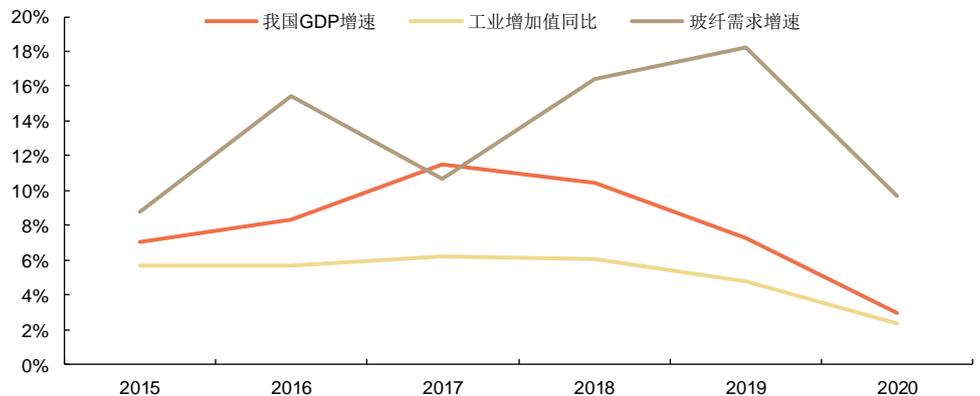


资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.2 渗透率提升 风电、汽车轻量化、PCB 拉动玻纤需求

中国玻纤需求增速和 GDP 增速具有一定关联性。从历史数据来看，玻纤需求增速高于 GDP 增速，主要原因是玻纤下游应用广泛且中高端应用领域在不断拓宽，新兴领域发展潜力巨大。中性假设下，我们测算国内 2021 和 2022 年玻纤表观需求量分别为 458 和 494 万吨，对应同比增长率 7%、8%。

图5: 中国玻纤需求增速和 GDP 增速具有一定关联性 (%)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

表1: 国内玻纤表观消费量测算 (万吨)

	2020	2021	2022
建筑与结构	145	157	166
同比		8%	6%
交通运输	115	129	142
同比		12%	10%
工业设备	64	67	71
同比		4%	6%
电子电器	68	75	83
同比		10%	10%
风电叶片	34	31	33
同比		-10%	7%

	2020	2021	2022
国内表观消费量	427	458	494
同比		7%	8%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

地产新开工面积和竣工面积“剪刀差”修复，提升竣工端对于玻纤的需求。建筑领域是玻纤应用最传统也是需求最高的领域，主要包括房地产和基建，在我国玻纤下游市场中已占到近40%的份额，包括前端的现浇混凝土模板、承重结构，以及后端的卫浴门窗、保温防水材料、外墙屋面等。房屋竣工面积的上半年累计增速及六月单月增速均大幅反弹，分别达到25.7%和66.6%，较前值分别提高9.3%和56.4%。过去几年的竣工数据、销售数据和新开工数据之间存在较大缺口，市场因此存在竣工修复的预期。2021年上半年的数据在一定程度上兑现了该预期，下半年竣工高峰预计仍将延续，全年竣工增速或将大幅改善，提升竣工端对于玻纤的需求。

2021年风电纱需求增速预计回落，长期有望翻倍增长。单位风电装机量(GW)玻纤纱用量约1万吨。2020年400余家风能企业代表联合发布《风能北京宣言》，提出“十四五”期间须保证风电年均新增装机5000万千瓦以上，2025年后中国风电年均新增装机容量应不低于6000万千瓦，到2030年风电装机容量至少达到8亿千瓦，到2060年至少达到30亿千瓦。由于2020年底发生抢装，我们认为新增风电装机2021年将有所回落。长期来看，风电将向大容量、长叶片、高塔架发展，以降低度电成本。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。

环保节能政策趋严下，汽车轻量化需求潜力巨大。汽车每减重10%，将降低油耗5%-10%。玻璃纤维制成的复合材料在同等条件下，其重量仅为钢体材料的1/3。轻量化是新能源车发展的必经之路，不仅能够节能降耗，也能增加续航里程从而降低电池的使用成本。当前我国整车配件上改性塑料(主要为玻纤)应用比例仅占8%左右，与欧美国家的16%相比仍有较大差距，未来仍有较大提升空间。

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。电子纱和粗纱的窑炉产能不能相互切换，电子纱纺织成电子布后主要应用于覆铜板。目前已经形成电子纱-电子布-覆铜板(CCL)-印制电路板(PCB)完整产业链。由于电子纱资金和技术壁垒更高，较长的技术认证周期带来更强的客户粘性。近年来受5G/AI/服务器设备/汽车电子等拉动，PCB有望快速发展。

图6: 2011-2020年全球风电新增装机容量(万千瓦)



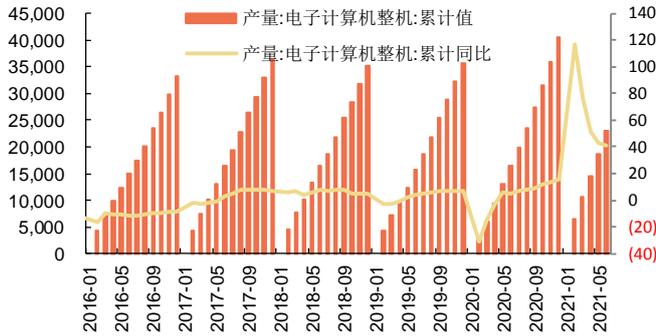
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图7: 中国新增风电装机变化情况(GW)



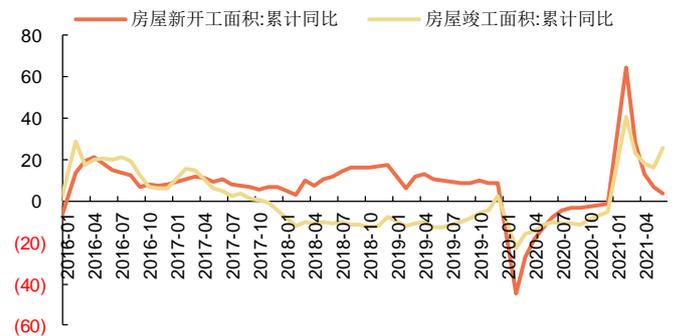
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图8: 中国电子计算机产量及同比增速 (万台, %)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图9: 地产新开工面积和竣工面积“剪刀差”修复 (%)



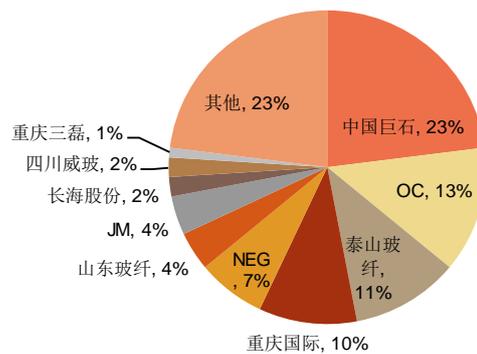
资料来源: Wind, 申港证券研究所

2. 中国巨石 全球玻纤行业领航者

2.1 三地五洲 全球布局

中国巨石成立于1993年, 目前已成为全球最大的玻纤生产企业, 拥有23条玻璃纤维池窑拉丝生产线(含电子布), 设计产能合计为200万吨/年, 占全球总产能的23%, 产能份额远高于国内其他同行业公司, 稳居玻纤行业龙头地位。巨石生产线主要分布在浙江桐乡、江西九江、四川成都、埃及、美国五个生产基地。截止2020年, 公司94.7%的收入和98.5%的毛利来自于玻纤及制品的生产和销售。

图10: 2020年世界玻纤厂产能占比 (%)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

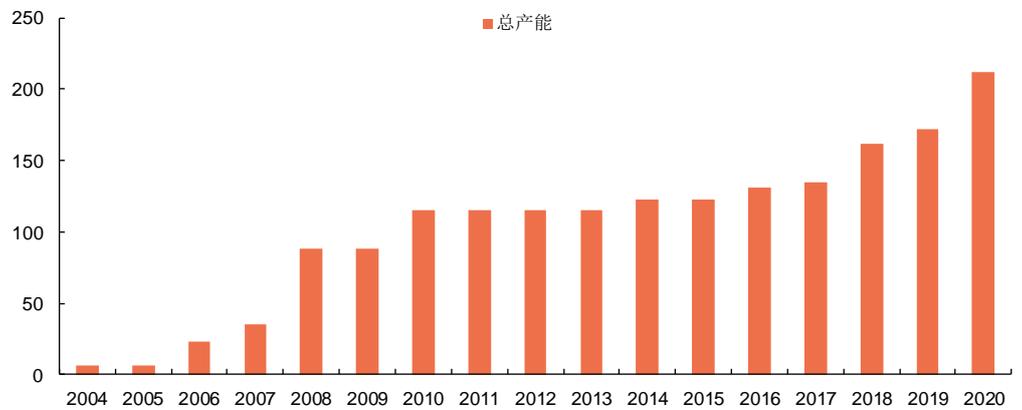
表2: 公司玻纤产能布局情况 (万吨、亿米)

生产基地	生产线	主要产品	设计产能
本部	一号生产线	无碱玻璃纤维纱	6
	二号生产线	无碱玻璃纤维纱	12
	三号生产线	无碱玻璃纤维纱	12
	四号生产线	无碱玻璃纤维纱	18
	五号生产线	无碱玻璃纤维纱	18
	六号生产线	无碱玻璃纤维纱	3.5

生产基地	生产线	主要产品	设计产能
	七号生产线	无碱玻璃纤维纱	15
	八号生产线	无碱玻璃纤维纱	15
成都	一号生产线	无碱玻璃纤维纱	5
	二号生产线	无碱玻璃纤维纱	8
	三号生产线	无碱玻璃纤维纱	9
	四号生产线	无碱玻璃纤维纱	13
	五号生产线	无碱玻璃纤维纱	12
九江	一号生产线	无碱玻璃纤维纱	20
	二号生产线	无碱玻璃纤维纱	3
	三号生产线	无碱玻璃纤维纱	12
埃及	无碱玻纤生产线一期	无碱玻璃纤维纱	8
	无碱玻纤生产线二期	无碱玻璃纤维纱	8
	无碱玻纤生产线三期	无碱玻璃纤维纱	4
美国	一号生产线	无碱玻璃纤维纱	9.6
攀登	--	电子纱	4.5
	--	电子布	1.5
本部		电子纱	6
		电子布	2

资料来源：公司公告，申港证券研究所

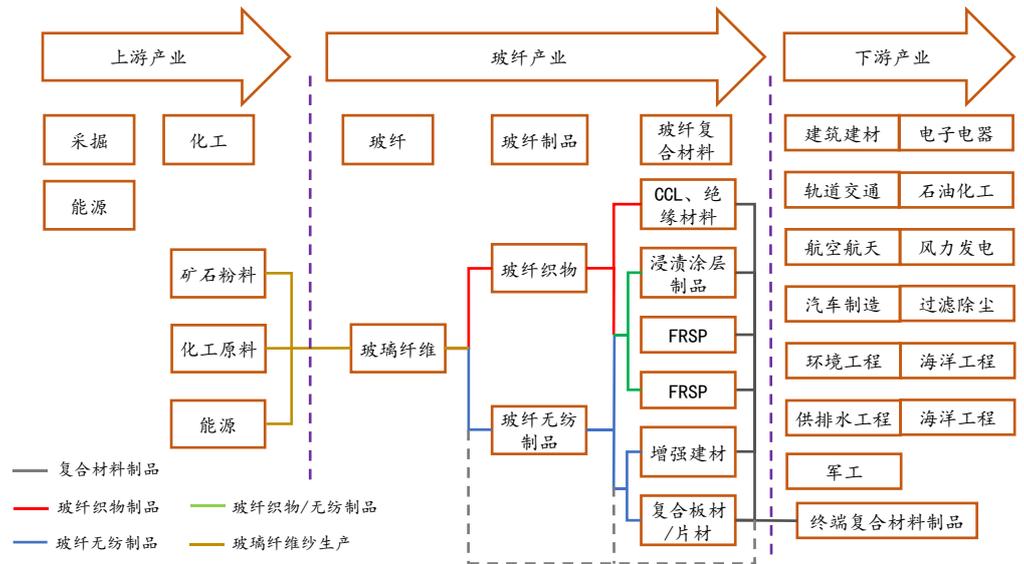
图11：巨石历年玻纤产能-不含电子纱（万吨）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

公司玻纤产品品种广泛、品类齐全，有 20 多个大类 1000 多个规格品种，是玻纤产业链上游的绝对龙头。公司产品主要包括无碱玻璃纤维无捻粗纱、短切原丝、短切毡、方格布、电子布等玻纤产品。

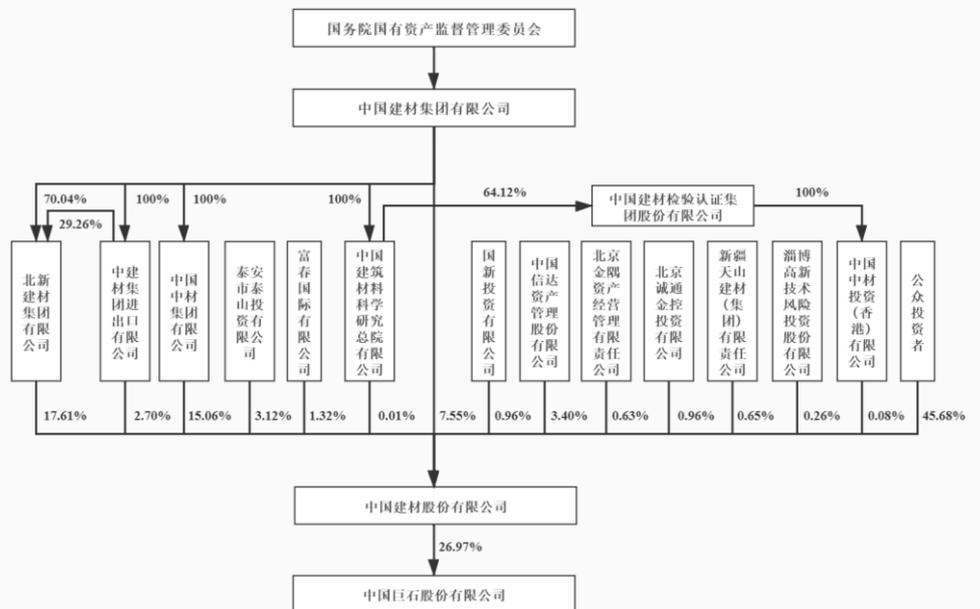
图12：公司处于玻纤产业链上游



资料来源：公司公告，申港证券研究所

混合所有制提升企业活力。央企控股+民营参股经营+战略投资者和外资入股的多元化股东结构，机制灵活。公司的控股股东和实际控制人为中国建材集团，持股比例 26.97%。巨石集团发起人振石集团为第二大股东，持股比例 15.59%，巨石集团董事长张毓强通过控股振石集团间接持有中国巨石。截至 2021 年 3 月底，香港中央结算有限公司(陆股通)持股比例增加至为至 8.95%，中央汇金持股比例为 1.25%。

图13：公司股权结构



资料来源：公司公告，申港证券研究所

公司拥有全资及控股子公司 26 家，主要子公司包括巨石集团、中复连众、巨石美国。2014 年，公司以换股方式全面收购当时规模最大、盈利能力最强的玻纤生产企业巨石集团，并通过巨石集团开展玻璃纤维及制品业务，公司对子公司巨石集团和北新科技发展有限公司拥有 100% 股权，对控股子公司巨石美国股份有限公司拥有 70% 股权，同时公司投资入股连云港中复连众复合材料集团有限公司，所占股份

32.04%，中复连众是国内规模最大、全球前三的兆瓦级风机叶片制造企业。对广荣达金融租赁有限公司持股 20.1% 股份，以促进企业转型升级与现代服务业相融合。

表3：公司主要控股子公司

主要子公司	持股比例 (%)	投资额 (亿元)	2020 年营收 (亿元)	2020 年净利润 (亿元)	主营业务
巨石集团	100.00	89.95	109.92	24.23	玻纤及制品
巨石美国	70.00	9.36	3.19	-1.84	玻纤及制品
广融达金融租赁	20.10	1.01	0.27	0.03	融资租赁业务
中复连众	32.04	12.16	49.89	5.68	风机叶片生产与销售
北新科技	100.00	0.90	4.15	0.01	国内贸易；
巨石印度	100.00	1.15	-	-	玻纤及制品

资料来源：公司公告、申港证券研究所

2.2 营运能力持续改善 盈利稳定性逐步提升

巨石近 5 年盈利稳定性逐步提升。公司 2020 年实现营收 116.66 亿元，同比增长 11.18%，玻纤及制品占总营收比例为 95%；实现归母净利润 24.16 亿元，同比增长 13.49%。从十年维度来看，公司增长稳定。2011-2020 年营收 CAGR 达 8.76%、归母净 CAGR 达 20.66%。根据最新披露的一季报，公司 2020 年 Q1 实现营收 39.96 亿元，同比增长 63.62%；归母净利润实现 10.63 亿元，同比增长 243.56%。公司每一轮行业底部的盈利在增加，近 5 年净利率保持在 20% 以上，盈利稳定性持续增强。

图14：公司近十年营收及增速（亿元、%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

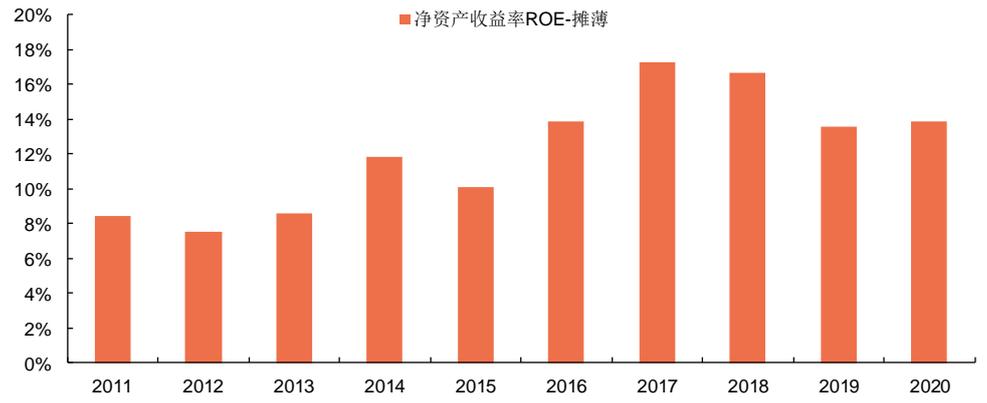
图15：公司近十年归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

营运能力持续改善，公司 ROE 稳步提升。公司周转率改善明显，存货周转率由 2011 年 2.44 提升至 2020 年 4.23，应收账款周转率由 2011 年 4.34 提升至 2020 年 9.38，流动资产周转率由 2011 年 1.07 提升至 2020 年 1.15。公司存货主要包含原材料、库存商品及发出商品，通过合理安排生产及销售、加强应收账款管理，公司营运能力持续改善。除了 2009 年因亏损产生负值，公司 ROE 水平波动幅度较低。2015 年以后，公司盈利能力显著增强，ROE 回到 15% 以上水平。

图16：公司 ROE 稳步提升 (%)



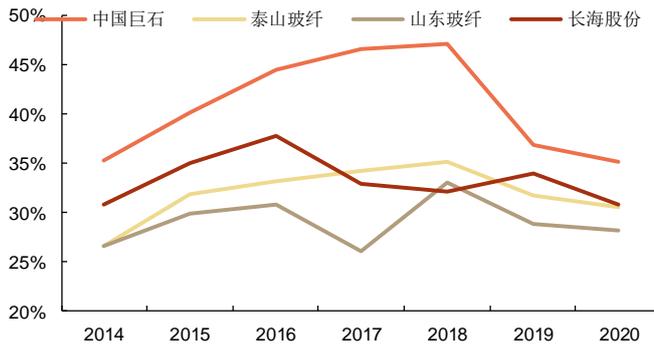
资料来源: Wind, 申港证券研究所

3. 成本控制能力成就制造业标杆

3.1 盈利能力大幅领先同行

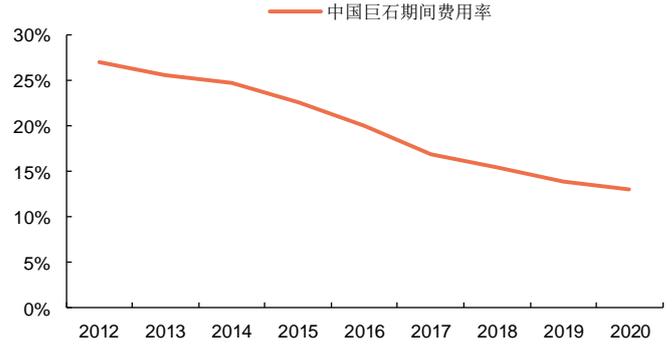
巨石将“降本”作为公司的重要战略。巨石的玻纤及制品毛利率长期高于同行 10 个百分点以上。在行业周期波动中始终保持较高的盈利水平，成本控制能力是核心要素。随着公司规模扩张和对费用的精细管控，期间费用率也在 2012-2020 年间不断下降。

图17：公司玻纤及制品毛利领先可比公司（%）



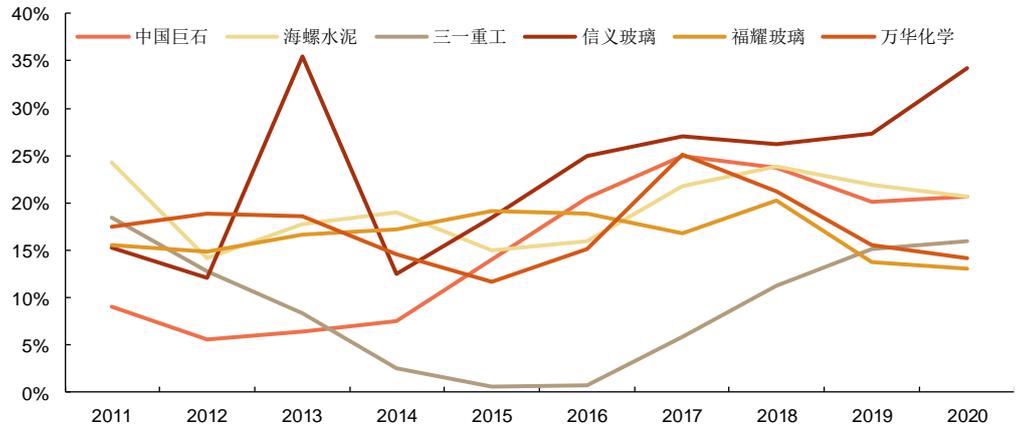
资料来源：Wind，申港证券研究所

图18：近十年期间费用率不断下降（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图19：巨石综合销售净利在各周期品龙头中处于较高位置（%）



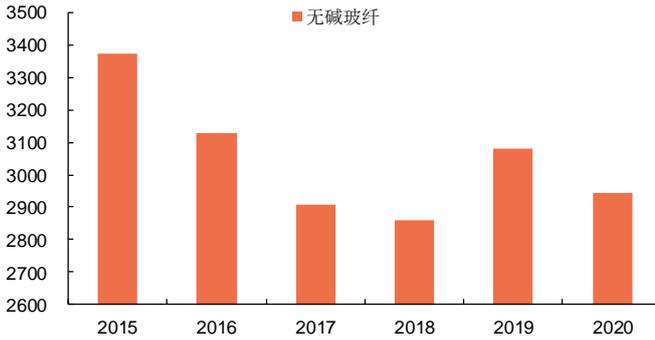
资料来源：Wind，申港证券研究所

3.2 开启新一轮成本下降周期

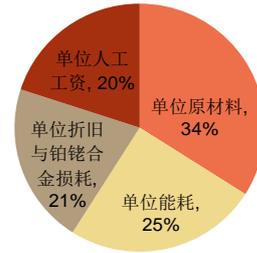
智能制造产线的投产，行业成本有望进一步下探。池窑大型化带来能耗下降，从 2015 年到 2020 年，中国巨石天然气单耗下降 19.5%。同时，自动化率带来效率提升，中国巨石人均产值从 11 年 54 万元提升至 20 年 100 万元，CAGR+6.3%。巨石吨成本大幅低于泰山玻纤和山东玻纤，多年来一直处于下行区间。

图20：巨石无碱玻纤单吨成本（元/吨）

图21：巨石玻纤成本占比（%）

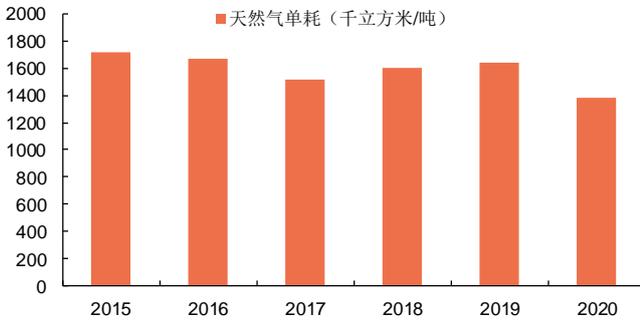


资料来源: Wind, 申港证券研究所



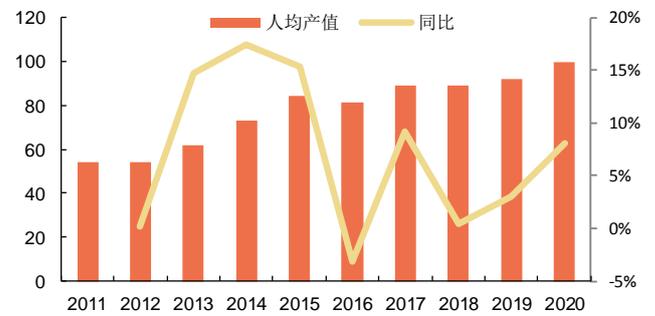
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图22: 巨石天然气单耗 (千立方米/吨)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

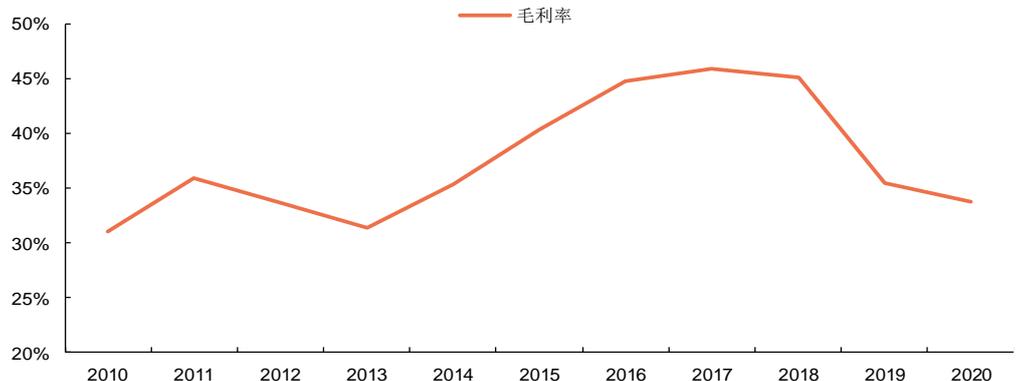
图23: 人均产值 (万元、%)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

未来巨石将进入第二轮冷修技改周期, 产品生产成本有望下降。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, 提高窑炉的生产效率并降低其折旧成本。未来巨石将进入第二轮冷修技改周期。若以冷修周期为 8 年计算, 我们预计巨石桐乡无碱约 70 万吨与桐乡攀登电子纱 3 万吨将于 2021-24 年陆续冷修。参考 2015-17 无碱玻纤吨成本下降 15%左右, 第二轮冷修技改周期总成本下降预计 $15% \times 70 / 200 = 5%$ 。

图24: 巨石将迎来第二轮冷修周期, 毛利水平有望继续上升 (%)



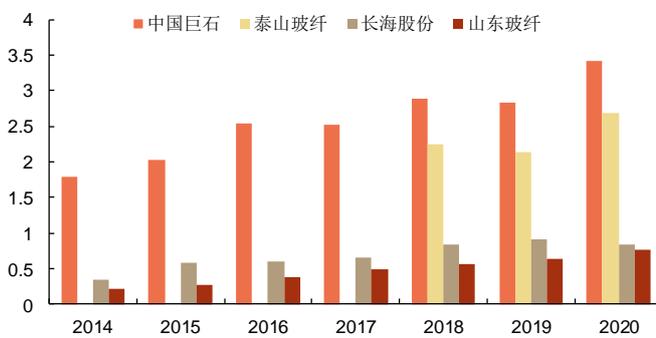
资料来源: Wind, 申港证券研究所

4. 核心优势打造玻纤龙头护城河

4.1 立足自主创新 整合产业链上游

公司立足自主创新，核心技术拥有自主知识产权并达到世界一流水平。玻纤生产，特别是窑炉、浸润剂配方、多孔漏板、粘结剂等技术差异会造成产品品质与生产成本上的差异。公司致力于技术创新和产品升级，技术人员数量占总员工人数比例 15% 左右，且仍在稳步提升。公司研发费用处于行业领先水平，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。公司自主设计、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。

图25：研发费用规模领先同行（亿元）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图26：巨石研发人员数量稳步提升（人）



资料来源：Wind，申港证券研究所

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关键环节逐一击破。产业链一体化上的各个环节，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极致水平。

表4：巨石整合上游产业链 细分方向做到极致

产业链环节	环节描述	获取方式	技术水平
浸润剂	提高玻纤复材性能和加工性能；浸润剂化工原料的自主制造降低玻纤吨成本	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/通路全氧然燃烧系统	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	1 吨玻纤需要 0.8 吨的叶腊石，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，全球贵金属玻纤漏板加工领域龙头，提供巨石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，申港证券研究所

4.2 布局高端产品 提高盈利能力

巨石高端产品产能持续扩张且占比提升。产品高端化一直是公司的发展战略，通过高端化的产品结构可以规避低端产能过剩带来的价格下跌，同时也有助于提高下游客户的粘性。公司玻璃配方体系向着更高强度和模量、更低成本的方向不断完善，先后开发出 E6、E7、E8 的高模量玻纤产品。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正突破技术瓶颈，应用领域将得到进一步拓宽，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，特别是热塑纱和风电纱。例如，巨石 E9 玻纤于 2020 年 8 月上市，全玻纤叶片的极限长度有望由 85 米左右提高至 90-100 米，将进一步替代碳纤维等材料，满足风电大型化、海洋化应用场景需求。

表5：中国巨石产品持续创新

巨石	新品	说明
2009	E6	较传统 E 玻纤，降低配料成本，物理性能、耐腐蚀性、节能环保等大幅提升
2010	Vipro	拉伸强度、拉伸模量、耐腐蚀、耐高温等性能比 E6 玻纤有提升
2013	石油高压管用纱	通过著名高压管道生产商 Ameron 的全面认证，正式进军世界高端管道领域
2014	E7	模量、强度、软化温度等性能有提升，应用包括大功率风力发电叶片、高压容器、高性能挤压型材等
2014	LFT 用纱	通过浸润剂配方及生产工艺的创新，高分散性 LFT 用纱进入批量稳定生产阶段
2014	增强尼龙用短切原丝	为公司短切原丝产品打入高端市场奠定了基础
2014	整体卫浴 SMC 用纱	对整体卫浴 SMC 用纱进行浸润剂配方多次改进和生产工艺优化，达到日本市场的严苛标准实现批量供应
2014	高铁枕木用纱	通过浸润剂体系创新、纱线耐磨性改良，使产品得到了日本积水公司的认可，实现批量化生产
2016	E8	填补超高模量国际市场空白，推动大型风力叶片的革新和应用
2016	电子纱	高性能电子布用处理剂和高性能电子纱用浸润剂开发成功
2020	E9	实现超高模量玻璃纤维的量产，在风电、5G、交通等领域都有广泛的应用前景

资料来源：公司公告，申港证券研究所

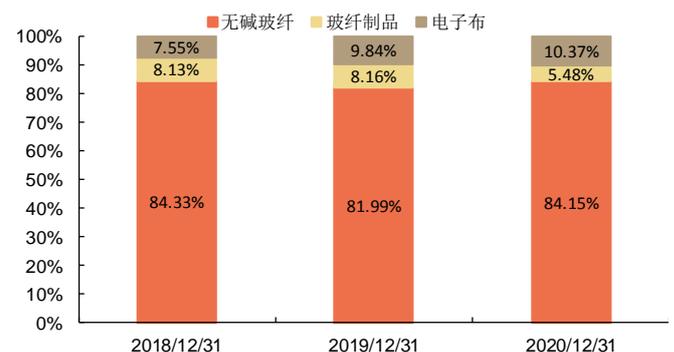
电子纱高于现有业务盈利水平。2017 年公司在桐乡本部建设新材料智能制造基地生产线，分三期建设 18 万吨电子纱项目，加上巨石攀登已投产的 4.5 万吨产能，未来公司电子纱产能将增至 22.5 万吨。2020 年，一期 6 万吨电子纱项目已投产，根据公司披露的项目收益预测，三期项目投产后的利润率（利润总额/营收）区间为 35%-40%，高于现有业务的利润水平。

图27：中国巨石营收结构（亿元）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图28：高端产品营收占比逐步提升（%）



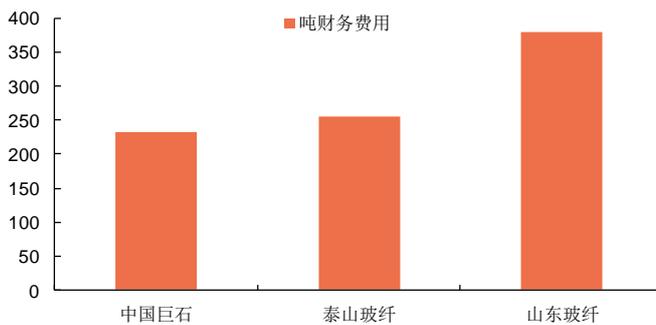
资料来源：Wind，申港证券研究所

4.3 玻纤重资产行业 公司融资成本优势

玻纤属于重资产行业，投资规模下限被进一步限定。每万吨单池窑线建设成本 1-2 亿元，主要体现为池窑、厂区的建设与拉丝机、铂铑合金等设备需要较大投入。以公司最新的几个建设产线为例：“年产 15 万吨巨石集团玻璃纤维智能制造生产线扩建项目”计划总投资 14.71 亿元、“年产 6 万吨电子纱暨年产 2 亿米电子布生产线”预计投入近 22 亿元。巨石普通粗纱的单吨投资接近万元，电子纱和细纱的投资额更加高昂。《产业结构调整指导目录（2019 年本）》中将单窑规模小于 8 万吨/年（不含）的无碱玻璃纤维粗纱池窑拉丝生产线列入限制类；因此玻纤产线的投资额一般在 10 亿元或更高，一定程度上限制了小企业进入。从政策层面加强了对小产能、落后产能玻纤生产线的调控，构成了玻纤行业新进企业的政策壁垒。

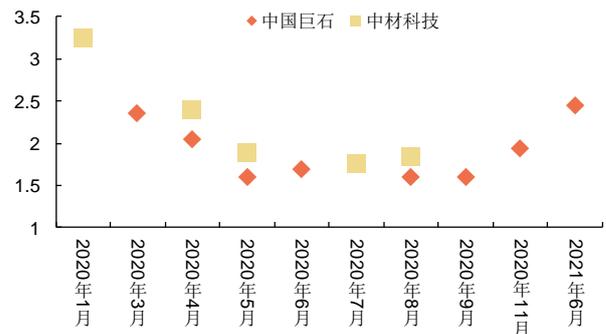
央企背书，公司融资成本低。巨石背靠中建材，属于玻纤行业绝对龙头，资产优质，现金流佳，融资成本处于同业最低。2021 年 4 月 19 日，中国巨石一般中期票据票面利率 3.61%，2021 年 1 月 22 日，中材科技一般中期票据票面利率 3.96%，中材科技的成本高于中国巨石 30bps。较低的融资成本下，公司扩产和技改成本更低。

图29：公司单吨财务费用低于可比公司（元/吨）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图30：公司短融票面利率低于中材科技（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

5. 盈利预测及估值

假设:

- ◆ 公司玻纤及其制品价格趋势向上, 带动吨毛利提升。
- ◆ 巨石集团年产十五万吨玻璃纤维智能制造生产线扩建项目、桐乡本部新材料智能制造基地三期 6 万吨电子纱项目如期投产。

表6: 巨石产品市场价格估计 (元/吨)

	2020	2021	2022	2023
玻纤粗纱	5,450	8500	8300	7800
YOY	-7.46%	55.96%	-	2.35%
电子纱	8,400	17000	17000	16000
YOY	-6.67%	102.38%	0.00%	-5.88%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

首次覆盖, 给予买入评级。按照假设, 我们预测公司 2021-2023 年营收分别为 176.3、192.3、199.7 亿元, 归母净利润分别为 65.5、77.2 和 82.2 亿元, 对应 EPS 分别为 1.64、1.93 和 2.05 元, PE 分别为 10.09 倍、8.56 倍、8.04 倍。

表7: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10493	11666	17630	19235	19965	流动资产合计	9150	11102	13185	14432	18858
营业成本	6773	7725	7750	7969	8136	货币资金	1446	1870	2825	3743	8017
营业税金及附加	61	102	154	168	174	应收账款	1361	1127	1703	1858	1929
营业费用	88	134	203	221	230	其他应收款	135	1112	1681	1834	1903
管理费用	577	557	842	918	953	预付款项	128	106	83	60	36
研发费用	284	342	376	413	455	存货	2070	1580	1585	1630	1664
财务费用	515	485	549	398	281	其他流动资产	309	196	196	196	196
资产减值损失	-5.89	-144.01	0.00	0.00	0.00	非流动资产合计	24454	25635	24922	24178	23428
公允价值变动收益	41.48	-7.68	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	1231	1369	1369	1369	1369
投资净收益	64.24	184.73	0.00	0.00	0.00	固定资产	19552.89	20814.56	20950.51	20663.31	20169.12
营业利润	2524	2871	7757	9148	9737	无形资产	803	783	705	634	571
营业外收入	28.30	27.53	0.00	0.00	0.00	商誉	473	473	473	473	473
营业外支出	14.83	44.74	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	0	0	0	0	0
利润总额	2537	2854	7757	9148	9737	资产总计	33604	36737	38107	38610	42285
所得税	424	444	1207	1423	1515	流动负债合计	11666	11546	9742	6691	6592
净利润	2113	2410	6550	7724	8222	短期借款	6611	4201	2968	0	0
少数股东损益	-15	-6	0	0	0	应付账款	1272	1743	1725	1774	1811
归属母公司净利润	2129	2416	6550	7724	8222	预收款项	0	0	-121	-252	-389
EBITDA	4929	5391	9429	10698	11178	一年内到期的非流动负债	398	613	613	613	613
EPS (元)	0.61	0.69	1.64	1.93	2.05	非流动负债合计	5858	6845	6516	6532	6540
主要财务比率						长期借款	3149	4430	4430	4430	4430
						应付债券	2197	1833	1833	1833	1833
成长能力						负债合计	17524	18391	16259	13224	13131
营业收入增长	4.59%	11.18%	51.12%	9.10%	3.80%	少数股东权益	434	910	910	910	910
营业利润增长	-11.04%	13.77%	170.18%	17.93%	6.45%	实收资本(或股本)	3502	3502	4003	4003	4003
归属于母公司净利润增长	171.09%	17.93%	171.09%	17.93%	6.45%	资本公积	3439	3726	3726	3726	3726
获利能力						未分配利润	8058	9709	11071	12678	14388
毛利率(%)	35.46%	33.78%	56.04%	58.57%	59.25%	归属母公司股东权益合计	15647	17437	21052	24591	28358
净利率(%)	20.14%	20.66%	37.15%	40.16%	41.18%	负债和所有者权益	33604	36737	38107	38610	42285
总资产净利润(%)	6.34%	6.58%	17.19%	20.01%	19.44%	现金流量表					
ROE(%)	13.61%	13.86%	31.11%	31.41%	28.99%	单位:百万元					
偿债能力						经营活动现金流	2769	2052	6137	8863	9413
资产负债率(%)	52%	50%	43%	34%	31%	净利润	2113	2410	6550	7724	8222
流动比率	0.96	1.35	2.16	2.86	2.86	折旧摊销	1890.34	2035.36	0.00	1082.56	1096.87
速动比率	0.82	1.19	1.91	2.61	2.61	财务费用	515	485	549	398	281
营运能力						应付帐款减少	0	0	-576	-155	-71
总资产周转率	0.33	0.33	0.47	0.50	0.49	预收帐款增加	0	0	-121	-132	-137
应收账款周转率	8	9	12	11	11	投资活动现金流	-4778	-1528	-410	-410	-410
应付账款周转率	6.53	7.74	10.17	10.99	11.14	公允价值变动收益	41	-8	0	0	0
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.69	1.64	1.93	2.05	投资收益	64	185	0	0	0
每股净现金流(最新摊薄)	0.01	0.12	0.24	0.23	1.07	筹资活动现金流	2029	-91	-4771	-7535	-4729
每股净资产(最新摊薄)	4.47	4.98	5.26	6.14	7.08	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	27.16	23.93	10.09	8.56	8.04	普通股增加	0	0	501	0	0
P/B	3.70	3.32	3.14	2.69	2.33	资本公积增加	0	287	0	0	0
EV/EBITDA	13.94	12.43	7.75	6.47	5.81	现金净增加额	20	432	956	917	4275

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

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

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港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法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上