

中国巨石 (600176)

中国巨石 VS 福耀玻璃：通往伟大之路

——巨石系列深度报告之三

鲍雁辛 (分析师) 戚舒扬 (研究助理)
 0755-23976830 0755-23976213
 baoyanxin@gtjas.com qishuyang@gtjas.com
 证书编号 S0880513070005 S0880116040064

本报告导读：

我们认为中国巨石正在演绎福耀玻璃式的成长路径，以世界一流的成本做世界一流的产品，并能将产品卖向全世界，成就中国制造全球扩张的典范。

投资要点：

- 维持“增持”评级，维持目标价 15.11 元。玻纤和玻璃制造属于高温连续生产的重资产行业，巨石和福耀财务表现非常相似。我们认为巨石正在玻纤行业演绎福耀玻璃式的成长路径。我们预测 2016 年巨石业绩增幅为 60%，对应净利近 16 亿元，大幅高于 WIND 一致预期，公司价值被严重低估，未来有望估值业绩双升。维持 2016-18 年 EPS 0.65、0.77、0.92 元，维持目标价 15.11 元，维持“增持”评级。
- 全世界最一流的成本生产全世界一流的产品：福耀和巨石毛利率均显著超越同侪，发展初期两者曾享人口红利，现皆从劳动密集成功转型智能制造，巨石 2007 年至今产能翻倍增长员工数却下降近 1000 人（但技术人员数量翻倍），自动化率和效率大幅提升；产品福耀除了汽车前挡玻璃外，开发出附加值更高的全景天窗玻璃、HUD 等产品；同样，巨石从 E6 至 E7、E8 玻璃配方、关键技术浸润剂实现突破、设备完全自产等，产品结构向高端风电、汽车、航空拓展至世界一流。
- 产品卖到全世界，从生产端聚集到向客户靠近。国外建厂实现综合成本小于国内直接出口，战略上向客户靠近抓住广大的海外需求（约是国内 4 倍）；福耀从中国到欧洲再入北美，打开成长空间；巨石埃及二条线亦落地，2018 年美国南卡线将建成，走出类似扩张路线。
- 估值提升：实际控制人中建材改革此时正在提速，我们认为巨石或将成为新集团的复合材料/新材料整合平台，进一步打开成长空间。
- 风险提示：海外建厂进度和效果低于预期、原料成本大幅上升。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	6,268	7,055	8,440	9,791	11,539
(+/-)%	20%	13%	20%	16%	18%
经营利润 (EBIT)	1,398	1,949	2,484	2,866	3,377
(+/-)%	54%	39%	27%	15%	18%
净利润	475	983	1,573	1,881	2,228
(+/-)%	49%	107%	60%	20%	18%
每股净收益 (元)	0.20	0.40	0.65	0.77	0.92
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	22.3%	27.6%	29.4%	29.3%	29.3%
净资产收益率 (%)	11.4%	10.1%	14.1%	14.7%	15.1%
投入资本回报率 (%)	6.9%	10.0%	10.3%	11.7%	12.6%
EV/EBITDA	9.7	6.5	5.6	4.7	3.9
市盈率	55.9	27.0	16.9	14.1	11.9
股息率 (%)	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：15.11

上次预测：15.11

当前价格：10.91

2016.09.14

交易数据

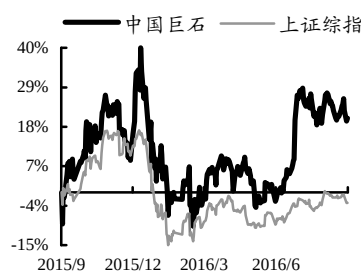
52 周内股价区间 (元)	8.51-28.48
总市值 (百万元)	26,535
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,432/1,920
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	79%
日均成交量 (百万股)	2087.09
日均成交值 (百万元)	226.55

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	10,214
每股净资产	4.20
市净率	2.6
净负债率	59.24%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.08	0.15
Q2	0.12	0.17
Q3	0.12	0.15
Q4	0.09	0.18
全年	0.40	0.65

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	24%	32%
相对指数	0%	17%	32%

相关报告

《制造业典范演绎全球化成长》2016.08.18

《被忽视的成长性，由质变到“量变”》2016.07.15

《确定性强，且更加健康的高增长》2016.04.27

《重拾景气逻辑，上调盈利预测》2016.04.21

《维持高景气，产品结构进一步优化》

模型更新时间: 2016.09.14

股票研究

原材料

建材

中国巨石 (600176)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 15.11

上次预测: 15.11

当前价格: 10.91

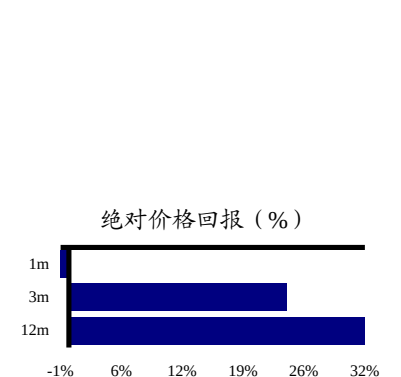
公司网址

www.jushi.com

公司简介

公司是中国建材股份有限公司玻璃纤维业务的核心企业,以玻璃纤维及制品的生产与销售为主营业务。

2015 年公司进行了更名,为充分利用“巨石”品牌优势,不断拓宽业务发展空间,进一步提升公司行业影响力,经营范围变为新材料的技术开发、技术服务;玻璃纤维及其制品、复合材料等。



52 周价格范围 8.51-28.48
市值 (百万) 26,535

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

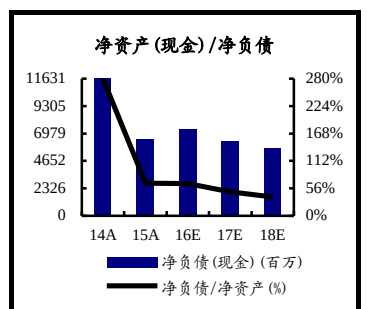
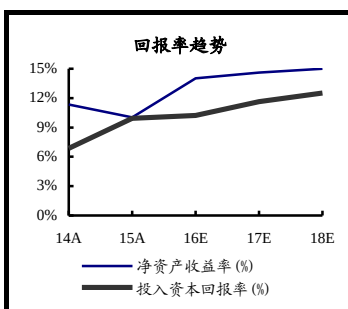
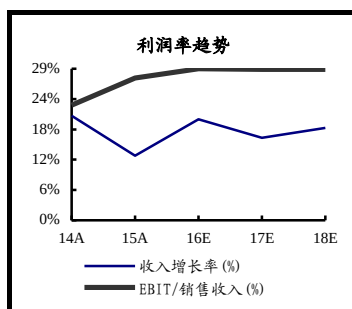
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入	6,268	7,055	8,440	9,791	11,539
营业成本	4,050	4,212	4,926	5,730	6,771
税金及附加	47	44	59	69	81
销售费用	201	281	295	343	398
管理费用	571	570	675	783	912
EBIT	1,398	1,949	2,484	2,866	3,377
公允价值变动收益	0	-39	0	0	0
投资收益	-5	4	50	45	20
财务费用	782	741	534	531	489
营业利润	590	1,138	2,000	2,380	2,908
所得税	133	195	472	532	687
少数股东损益	-1	3	6	7	9
净利润	475	983	1,573	1,881	2,228
货币资金、交易性金融资产	1,209	3,290	2,500	2,860	3,010
其他流动资产	197	1,720	0	0	0
长期投资	71	71	71	71	71
固定资产合计	12,519	13,363	14,495	15,123	16,053
无形资产及其他资产	888	881	891	900	910
资产合计	19,325	24,083	23,420	24,913	27,102
流动负债	10,254	8,769	7,179	7,004	7,174
非流动负债	4,917	5,480	5,049	5,051	5,054
股东权益	4,148	9,769	11,121	12,780	14,787
投入资本(IC)	15,823	16,328	18,495	19,099	20,543
NOPLAT	1,092	1,628	1,913	2,236	2,584
折旧与摊销	784	927	968	1,072	1,171
流动资金增量	-96	590	-664	34	-505
资本支出	-1,486	-882	-2,060	-1,670	-2,095
自由现金流	294	2,262	157	1,672	1,155
经营现金流	1,663	2,430	2,102	3,495	3,418
投资现金流	-1,465	-2,393	-2,010	-1,625	-2,075
融资现金流	-1,004	1,867	-883	-1,510	-1,193
现金流净增加额	-806	1,903	-790	360	150
收入增长率	20.3%	12.5%	19.6%	16.0%	17.9%
EBIT 增长率	54.0%	39.4%	27.5%	15.4%	17.8%
净利润增长率	48.7%	107.2%	60.0%	19.6%	18.5%
利润率					
毛利率	35.4%	40.3%	41.6%	41.5%	41.3%
EBIT 率	22.3%	27.6%	29.4%	29.3%	29.3%
净利率	7.6%	13.9%	18.6%	19.2%	19.3%
净资产收益率(ROE)	11.4%	10.1%	14.1%	14.7%	15.1%
总资产收益率(ROA)	2.5%	4.1%	6.7%	7.5%	8.2%
投入资本回报率(ROIC)	6.9%	10.0%	10.3%	11.7%	12.6%
存货周转天数	127	105	100	95	90
应收账款周转天数	94	91	83	79	74
总资产周转天数	1123	1123	1027	901	823
净利润现金含量	3.50	2.47	1.34	1.86	1.53
资本支出/收入	24%	13%	24%	17%	18%
资产负债率	78.5%	59.2%	52.2%	48.4%	45.1%
净负债率	280.4%	66.5%	66.2%	49.3%	38.8%
PE	55.9	27.0	16.9	14.1	11.9
PB	2.3	1.2	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.7	6.5	5.6	4.7	3.9
P/S	1.5	1.7	1.4	1.2	1.0
股息率	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%



目 录

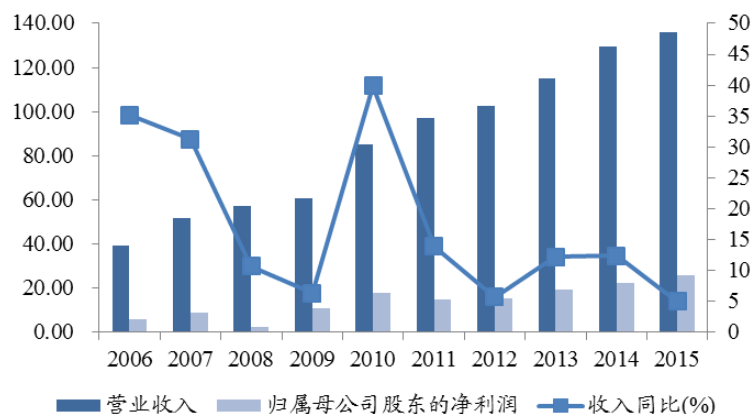
1. 新视角，比较发现价值：中国巨石 VS 福耀玻璃.....	4
1.1.有望估值业绩双升.....	4
2. 经营能力：全世界最一流的成本.....	5
2.1 曾享人口红利，现在从劳动密集成功转型智能制造.....	6
2.2 专注主营业务，深耕细分市场.....	6
3. 生产研发能力：做出世界一流产品.....	7
4. 产品卖到全世界，从生产端聚集到向客户靠近.....	8
5. 新的阶段，资产整合带来新的空间.....	10
6. 风险提示.....	11

1. 新视角，比较发现价值：中国巨石 VS 福耀玻璃

本文的目的在于讲述并未被市场所认知的“伟大企业”，福耀玻璃 VS 中国巨石：全世界独一无二竞争力；我们采用比较的方式，更清楚的阐述这个投资故事。

我们认为中国巨石正在玻纤行业演绎福耀玻璃式的成长路径，本质是以世界一流的成本（经营）做世界一流的产品（研发），并能将产品卖向全世界（企业家精神），成长成为全世界独一无二的企业。并且，实际控制人央企中建材改革此时正在提速，我们认为，巨石或将成为中建材及中材整合后新集团复合材料/新材料整合平台，进一步打开成长空间。

图 1： 福耀玻璃成长性已被历史证实



数据来源：wind，国泰君安证券研究

表1： 玻纤和玻璃制造属于高温连续生产的重资产属性行业，巨石和福耀财务数据非常相似

	中国巨石	福耀玻璃
毛利率（2015）	40%	42%
毛利率高出行业平均	15%	20%
ROE(2015)	22%	19%
国内市占率	40%	65%
海外生产基地（数目）	1	2
全球市场空间/国内空间	3.7 倍	4 倍
主营业务占比	98%	96%
研发投入/营收（2015）	2.86%	4.30%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

1.1.有望估值业绩双升

对比玻纤下游复合材料环节，长海股份市场给与 2016 年 30 倍的估值，定增后我们持续看好长海发展，但同时我们更想强调专注于上游玻纤的龙头中国巨石低估值，估值业绩双升的投资价值。我们预测 2016 年中国巨石业绩增幅为 61%，对应净利润近 16 亿元，大幅高于 WIND 一致预期，维持 2016-18 年 EPS 0.65、0.77、0.92 元（增长 61%、19%、

19%)，2016 年估值目前仅 16.8 倍。

表2: 巨石价值被市场严重低估 (PE/PB 为 wind 一致预期)

	中国巨石	长海股份
收入 (2015): 亿	70.5	15.2
毛利率 (2015)	40%	31%
净利润 (2015): 亿	9.8	2.1
PE (2016E)	18.7	29.9
PB (2016E)	2.3	4.1
目前市值 (亿)	265	83.41

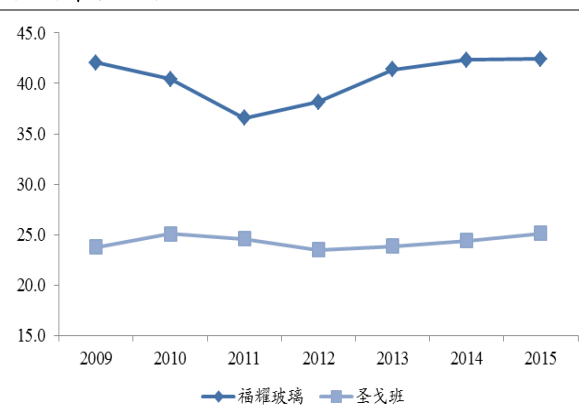
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2. 经营能力: 全世界最一流的成本

福耀玻璃: 福耀的汽车玻璃毛利率高于传统浮法玻璃, 并显著超出竞争对手平均毛利率约 20pct。成本控制是福耀市占率不断提升的核心优势。

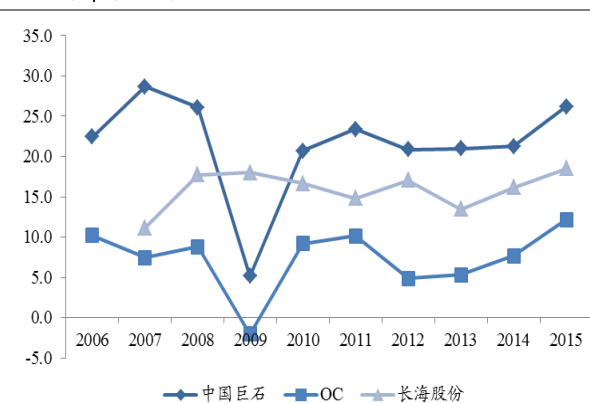
同样, 巨石毛利率显著超出竞争对手。对比国际玻纤巨头 Owens Corning (复材部门) 以及长海股份 (从池窑拉丝到毡及复材, 上下游一体化), 巨石利润率显著超过同侪。

图 2: 福耀毛利率大幅超过国际竞争对手圣戈班 (单位%)



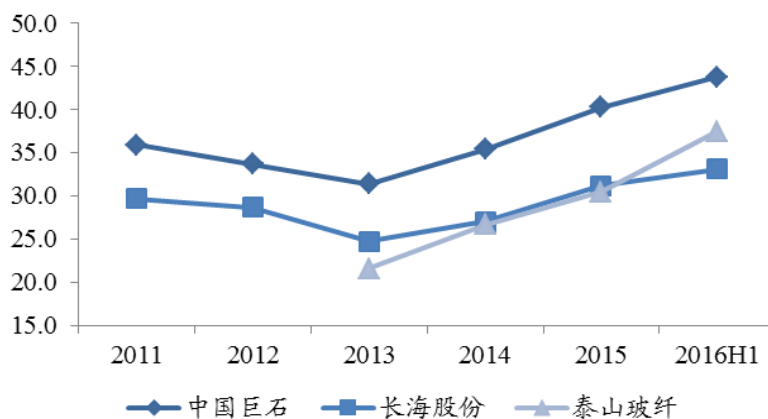
数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 3: 巨石利润率 (EBIT%) 显著超过长海股份、OC (单位%)



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 4: 对比上游可比公司泰山玻纤、上下游全产业链的长海股份, 巨石 (仅上游) 毛利率却仍明显领先 (单位%)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

我们认为中国巨石低成本高毛利原因与福耀玻璃有异曲同工之妙:

2.1 曾享人口红利, 现在从劳动密集成功转型智能制造

2014 年福耀制造工人的平均年薪是 6 万人民币(是 5 年前一倍), 相对美国汽车玻璃制造业工人 3 万美金的年薪, 具有很强的竞争优势, 但随着用工成本迅速升高优势越发不明显; 近年来转型智能制造和精细化管理, 在客户需求向小批量、多品种定制化发展的背景下, 成本不仅没有提升, 反而在持续下降。

中国巨石与福耀相似, 公司前十年的发展充分得益于较为廉价的劳动力, 但近十年来不断进行产线改造, 巨石从劳动密集型产业升级为智能制造标杆。巨石员工数对比 2007 年下降近 1000 人, 产能翻倍增长, 自动化率和生产效率提升 (在成本下降上甚至比福耀更加优秀), 且对比 OC 来看仍有下降空间。

表3: 福耀和巨石实现了从劳动力成本优势向自动化程度优势的转变

	福耀玻璃	中国巨石	泰山玻纤
产能 (2007)	1500 万套	50 万吨	24 万吨
员工总数 (2007)	15601 人	9343 人	9500
产能 (2015)	2800 万套	123 万吨	57 万吨
员工总数 (2015)	22777 人	8388 人	7400
每员工产能 (2007)	961 套/人	54 吨	25
每员工产能 (2015)	1229 套/人	147 吨	77

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

注: 产能使用截止报告日的有效产能; 泰玻 2007、2015 年员工数为估计值。

表4: 中国巨石员工总数十年间减少, 但技术人员却翻倍式增加

年份	产能	员工合计	人均产能	生产人员	技术人员
2007	50 万吨	9343	53 吨/人	7417	706
2014	110 万吨	8594	128 吨/人	5800	1241

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

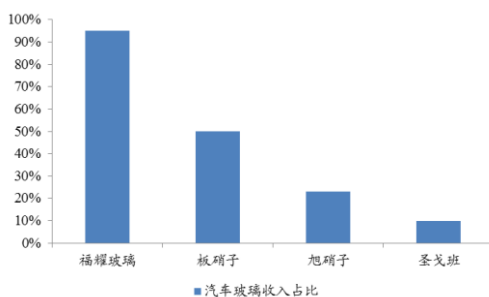
2.2 专注主营业务, 深耕细分市场

福耀是唯一一家以汽车玻璃唯一主营业务的公司, 汽车玻璃带来收入

占比超过 95%，而第二名仅不超过 50%（信义、圣戈班等）。因为专注做汽车玻璃，可以把规模经济和生产管理经验发挥到极致。并且产线多、专线专用，迅速以低成本（不用频繁转换线）适应小批量多品种。福耀在国内汽车玻璃市场市占率一路攀升至约 65%，对市场话语权非常大。

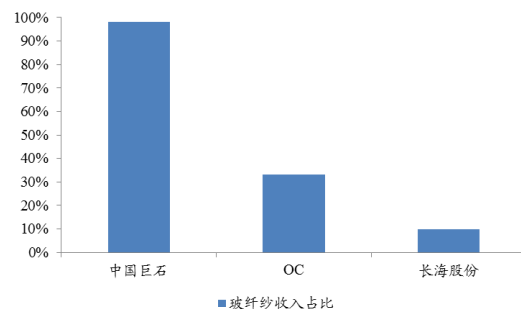
巨石专注于上游玻纤纱，收入占比超过 98%，国内对比主要竞争对手泰山玻纤，巨石毛利率平均高出 5-8%，对比国际对手优势更明显；对比上下游一体化的竞争对手（如长海），毛利率平均超出 10pct。巨石在国内市占率攀升至 40%，且泰玻（市占率近 20%）跟公司属同一实际控制人（中建材集团），未来将不存在直接竞争关系。

图 5： 福耀汽车玻璃收入占比超 95%



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 6： 巨石上游玻纤纱收入占比超 98%



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

表5： 中国巨石平均单线产能规模目前明显领先，亦是成本及技术优势所在

公司	平均单线产能（万吨）	总产能（万吨）
中国巨石	8.8	123
重庆国际	4.9	53.5
泰山玻纤	7.1	57

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3. 生产研发能力：做出世界一流产品

福耀产品线不断顺应潮流。主要产品是夹层玻璃（前挡）和钢化玻璃（后挡、侧面），品质有保障，生产所需的原片浮法玻璃自给自足率近 90%，质量和供应有充分保障；产品高端化，开发出附加值更高的全景天窗玻璃、抬头显示玻璃（HUD）、夹丝加热玻璃、放红外线玻璃、憎水玻璃等，满足客户个性化需求。

巨石产品和应用领域不断高端化，已经跻身世界一流：

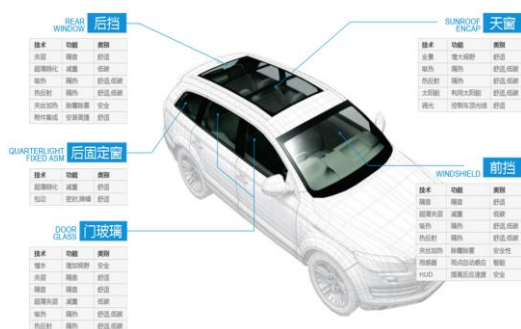
1）玻璃配方研发进一步加快。代表最高技术的 E8 配方已实现量产（高强 S 级玻纤），复材展上订货紧俏。公司拥有自主知识产权，第四代高模量高强度 E7 玻璃配方，增强了高模量高强度玻纤产品的市场竞争力；根据风电市场需求，开发 E6S 玻璃配方，从性能和成本上打好全面取代 E6 配方的基础；

2）关键环节——浸润剂技术突破。自主研发的浸润剂配方研制取得成果；并正推进不饱和聚酯树脂开发和基础原料替代试验。打破浸润

剂等技术被国外垄断的历史；从建筑、工业用普通玻纤起家，不断升级产品技术，出口欧洲的的风电等高端产品由3万吨增长至十几万吨的订单（埃及线满产）。产品结构不断升级，应用领域扩张至汽车、电子、风电、航空等高端领域。毛利率也呈现不断提升的过程。

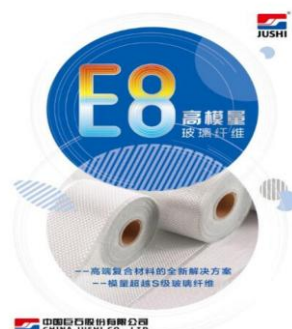
3) 全体生产线设备自产。不同于国内其他竞争对手，巨石生产设备全部自己生产自己消化，拥有具有自主知识产权的大型无碱池窑、中碱池窑、环保池窑设计和建造技术；研发了国际首创的纯氧燃烧技术并进行了工业化应用，大大降低单位产能能耗。如今自主研发的机器人、立体仓储等都已经大面积投入使用，自动化程度高，且掌握技术主动权。

图 7: 福耀产品和功能不断延伸



数据来源：公司官网

图 8: 巨石最新 E8 高模产品紧俏



数据来源：公司官网

研发投入奠定领先基础，持续投入大幅领先行业。福耀和巨石收入体量均行业领先，但是研发投入占比基本保持增长，研发投入是产品不断创新和利润提升的保障，我们认为对产品技术创新的投入与企业家精神密不可分。

福耀董事长曹德旺先生 30 年前一手创立公司，曹德旺白手起家，福耀成为第一家状告美国商务部并赢得反倾销胜利中国企业。在企业发展战略上坚持拥有自己产品专利，不再受制于人；巨石由董事长张毓强一手带大，张董从 84 年任副厂长开始从业逾 30 年，是我国玻纤行业先驱。两家企业在研发方面的支出金额均大幅领先于行业。

表6: 福耀和巨石研发保持高投入（百万元）

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
福耀玻璃	87.4	155.2	180.3	236.5	388.8	517.9	592.9
研发/收入 (福耀)	1.44%	1.82%	1.86%	2.31%	3.38%	4.01%	4.37%
中国巨石		136.9	157.6	158.8	145.2	179.3	202.3
研发/收入 (巨石)		2.87%	3.13%	3.11%	2.79%	2.86%	2.87%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4. 产品卖到全世界，从生产端聚集到向客户靠近

从经济学角度看，当一国的生产要素成本相对他国足够低廉时，企业出于逐利会选择成本较低国家组织生产。对于重资产的玻璃、玻纤制造业来说海外建厂有利可图：

- 中国人口红利逐渐丧失，而美国、欧洲市场能源价格相对中国更加便宜，例如美国天然气(页岩气)成本比中国便宜 50%以上；
- 高度自动化工厂人工成本占比减少，用工成本问题影响被摊薄；
- 欧美是中国企业主要出口地，设厂后首先运输费用降低；另外，“双反”问题可以被绕过，我们测算巨石集团直接出口欧盟涉案产品征收反倾销及反补贴税合计税率为 24.80%，加上进口关税 7% 共 31.8%。海外工厂供货可以规避“双反”，直接增厚业绩。
- 更重要的是贴近客户。中国经济增速逐渐下行，欧美经济复苏走势，企业有望快速捕捉并响应终端需求，在低成本精细化管理下，进一步提高全球市占率可能性高。

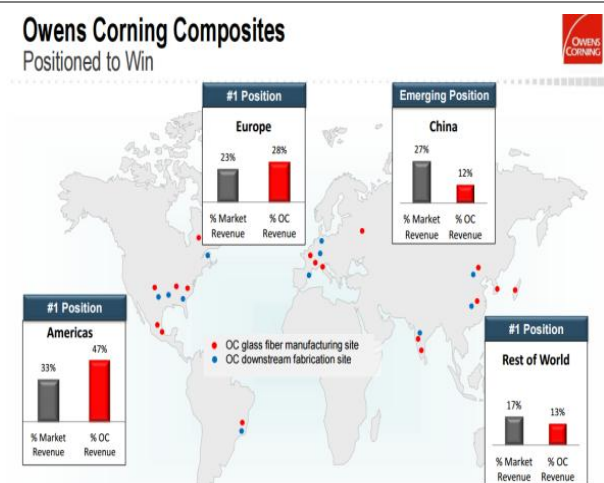
福耀玻璃，从中国到欧洲，再进入北美，打开成长空间，将市场对中国企业认知的不可能转变为可能：福耀在俄亥俄州有莫瑞恩工厂（世界上制造汽车玻璃最大的单体厂房），在密歇根州有法纳工厂，组成了汽车玻璃完整的产业链；

福耀在国内是为合资 OEM 整车厂做配套起家，进入包括奥迪、宝马、福特、现代等主流车厂全球 OEM 配套服务体系。目前，俄罗斯设厂辐射整个欧洲，美国厂覆盖美国庞大的市场。

中国巨石，从桐乡已经走向欧洲，下一步美国，再下一步是哪？巨石的埃及线出口欧洲和北非，第一期 8 万吨满产（订单饱满）、二期 6 月点火，已经订单饱满，3 期生产线已经开工建设（同时我们看到的是 Owens Corning 欧洲市场份额的下滑）；与福耀设立的俄罗斯工厂有异曲同工之妙；

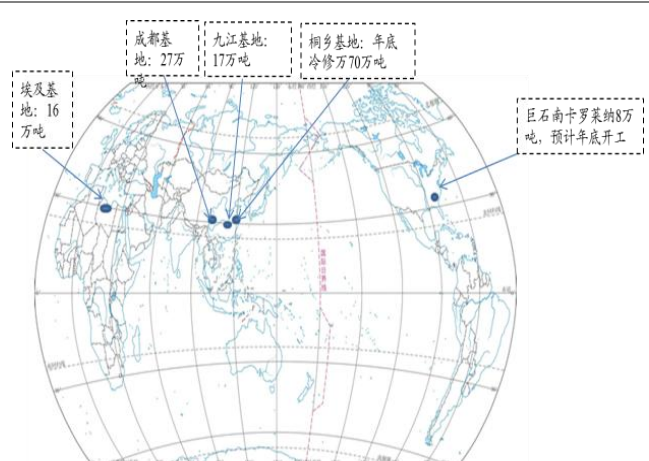
巨石位于美国南卡厂区已经进入建设阶段，单线规模 8 万吨，或将成为世界最先进的单体玻璃纤维生产线，使用公司自主开发的世界最先进的智能化生产设备。

图 9： 2015 年 OC 工厂分布与份额



数据来源：OC 官网

图 10： 中国巨石全球产能布局空间广阔

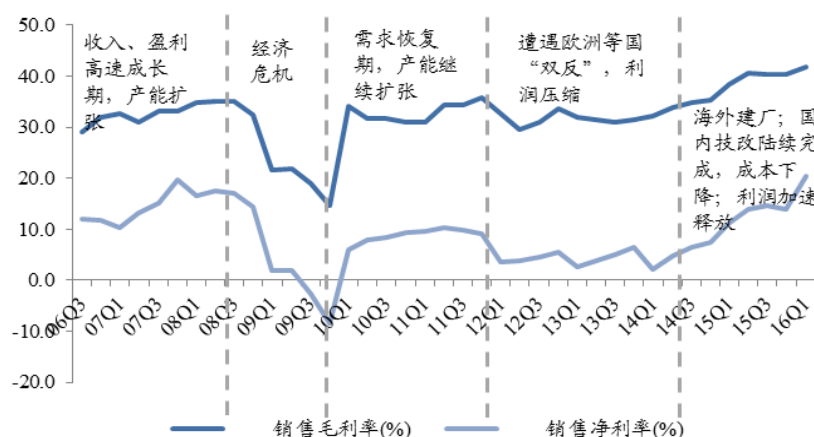


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

5. 新的阶段，资产整合带来新的空间

当下，中国巨石追上并已经超越了“旧情敌”玻纤鼻祖 Owens Corning，在目前时点上，市场依然主要从周期景气的视角看中国巨石（过去好一年差三年），担心未来成长性问题，我们认为，此时，中国巨石可以参照福耀玻璃的成长性；

图 11： 公司发展的五个阶段



数据来源：wind，国泰君安证券研究

注：毛利率、净利率为累计值

我们判断未来中国巨石将占全球玻纤制造的半壁江山（销量翻倍）。当下将会成为中国制造业企业全球成长的典范；并且，实际控制人央企中建材改革此时正在提速，我们认为，巨石或将成为中建材及中材整合后新集团的复合材料/新材料整合平台，进一步打开巨石的成长空间。

表7： 中国建材在复合材料领域的资产布局，提供充分的资产整合的想象空间

所属公司	产品	市场地位
中复连众	风机叶片	亚洲规模最大、全球前三的兆瓦级风机叶片制造企业，具备年产万只兆瓦级风力机叶片的能力。
	玻璃钢管、罐	全国最大的玻璃钢管、罐生产基地，为石油化工、电力、食品等领域提供产品，包括玻璃钢管道、玻璃钢夹砂管道、玻璃钢贮罐、大型玻璃钢容器、烟气脱硫塔、高压管等等多系列产品。
	水处理	水处理产业是中国复材未来新的战略性新兴产业，以工业废水处理、工业园区的污水集中处理以及工业用水重复水处理作为市场切入点，公司已从水处理产品制造向水务工程设计、工程服务等方面延伸。
	碳芯电缆	已实现碳芯电缆产业化生产。未来几年内将形成年产数万公里复合材料芯电缆的生产能力。

中复丽宝第	新型铺地材料	塑胶运动地板的国内细分市场占有率高 50%，并研发了国内 UV 涂料配方，完成了多系列新品开发。
	玻璃纤维薄毡	年产玻璃纤维薄毡近 2 亿平方米，产能、产量和质量在国内同行业中均居领先地位，出口欧美、西亚、东南亚和中东地区。
中复西港	复合材料船艇	是北方最大的复合材料船艇生产基地，可生产玻璃钢客船、渔船、休闲钓鱼船及豪华游艇等几十种玻璃钢船型，大量出口。
中复神鹰	碳纤维	拥有目前国内规模最大、技术最成熟的碳纤维生产线，已具备年产 11000 吨聚丙烯腈原丝、5000 吨碳纤维的生产能力。在国内率先成功研制出高品质的干喷湿纺 T800S 级聚丙烯腈原丝和碳纤维，正式进入高端航空复材领域。目前 T700 级原丝产能达 5500 吨，T700 级碳纤维 SYT-45 的产能达 2200 吨，国内碳纤维的市场占有率达到 70% 以上。

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

提示

海外建厂进度和效果低于预期：公司全球市占率提升是未来成长来源。市占率持续扩张依赖于全球产能布局和市场开拓。海外建厂进度和市场开拓效果低于预期将导致业绩持续低于预期。

成本大幅上升。单位成本持续下降是本轮周期上行的重要驱动因素之一，未来员工工资、原材料价格、能源成本等大幅度上行将侵蚀盈利空间，导致业绩低于预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		