

中国巨石（600176.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2025年11月14日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	工业	价值	800.88亿	成长空间	★★★★☆
当前股价	15.89	DDM估值 上行空间	26%	盈利趋势	★★★★☆
总市值	636.10亿	状态	偏低估	产业格局	★★★★☆
PE-TTM	18.28	价值	734.54亿	护城河	★★★★☆
PB-MRQ	2.01	动态估值 上行空间	15%		
		状态	合理估值		

核心评级结论

中国巨石是中国建材旗下、玻纤全球龙头，根据公司官网数据，全球市占率达25%、国内市占率近40%。公司国内有桐乡、九江、成都以及淮安4个生产基地，海外有埃及+美国2个生产基地，全球化布局行业领先。

公司成长空间较好，主要原因是玻纤下游应用广泛领域，兼具“周期”与“成长”，其中风电、光伏、AI算力等领域终端需求增速较高。盈利趋势向好，主要原因是供给端产能增速放缓而需求端新兴领域需求旺盛导致供需格局改善、景气度上行。产业格局优秀，主要系全球玻纤行业呈现寡头垄断格局，全球CR6、中国CR3均达到了7成，且行业进入壁垒较高所致；公司护城河来源于深度绑定下游核心客户带来的转换成本优势、总规模与单线规模领先及高度产业链一体化带来的规模优势、以及持续高研发积累的技术优势。

基于公司风电纱与电子纱领域可保持中等增速增长、玻纤行业景气持续底部回升至合理盈利中枢的假设，根据壹评级的DDM估值模型，公司估值偏低估，根据动态估值模型，公司估值处于合理区间。

我们区别于市场的观点

市场高度关注公司在高景气赛道的布局，将其视为突破周期波动的关键，尤其是AI特种布领域的布局。

但我们认为，玻纤行业下游应用广泛，AI特种布只是其中的一个细分市场。公司作为制造业企业，原材料高度自给、规模化池窖生产、技术精进持续技改等构筑的低制造成本护城河才是其穿越周期的核心底气。未来看点不单单是高端产品的突破，更是在反内卷背景下，龙头协同可引导行业盈利修复至合理中枢。

风险提示

除风电等高端需求外，玻纤大部分下游需求增速与宏观经济挂钩，若宏观经济持续下行，行业需求或不及预期；若行业产能投放超预期，或导致供需格局恶化、景气修复不及预期。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 研发高端度	5
3.3 人力资源密集度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	6
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	7
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	9
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	14
6.3 DDM估值	14
6.4 估值确定性	14

图表目录

图1：预测2025年收入占比	5
图2：预测2025年毛利占比	5
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	7
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	10
表2：公司整体业绩预测	12
表3：公司分业务业绩预测	13
表4：公司整体及分业务动态估值	14
表5：公司整体及分业务DDM估值	14

1. 基本信息

中国巨石是中国建材旗下、全球玻纤绝对龙头。公司玻纤产品品种广泛、品类齐全，有20多个大类3000多个规格品种，能满足6万多种应用。

按工艺及应用场景区分，玻纤可分为粗纱和细纱。粗纱主要用于风电叶片、管道、储罐、光伏边框等结构件，以及基建用格栅、汽车底盘等，核心作用是“承重增强”；细纱用于电子布、电路板基材、高端复合材料（如航空航天部件）、精密模具等，核心价值是“精密适配”与“功能强化”。

公司财报对外披露的产品类别统一为玻纤及制品，我们参考公司超短融募集说明书披露的更多电子纱及布相关数据，结合到公司投资者交流时提到的风电下游应用占比20%左右这则重要信息，试图将公司业务作进一步拆分。

2. 业务介绍

对于中国巨石公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

其他玻纤粗纱及制品：

公司披露的玻纤及制品业务，扣减掉风电用玻纤纱及制品、电子用玻纤纱及制品部分，我们将其定义为其其他玻纤粗纱及制品。主要包括建筑建材用、交通运输用、工业领域用到的粗纱及制品。玻纤是全球化竞争的品种，因此我们对于公司市场界定为全球玻纤市场。

风电用玻纤纱及制品：

风电用玻纤纱及制品是风电叶片的核心增强材料，核心作用是提升叶片结构强度、保障耐候稳定性，同时实现轻量化，直接决定风电叶片的使用寿命与发电效率。公司风电纱深度绑定金风科技、明阳智能、东方电气等头部风机整机厂。我们对于此业务的竞争市场范围界定为全球。

电子用玻纤纱及制品：

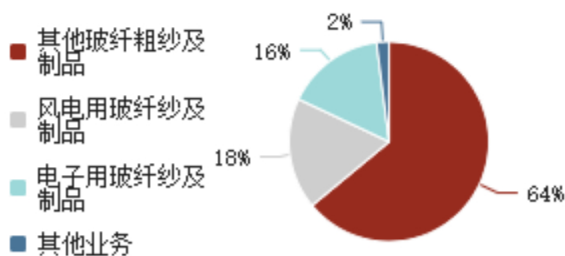
玻纤电子布主要用于电子制造业，和铜箔、合成树脂共同构成CCL，为PCB重要组成部分。

公司自2005年开始涉足电子布领域，2017年开始大规模扩产增量，现在已做到行业龙头。其中7628型电子布产能规模居行业首位，具有高强度、高耐热性、电气特性佳等特点，广泛应用于中低端PCB产品市场，细分领域市占率超40%。我们对此业务市场界定为全球电子纱/布市场。

其他业务：

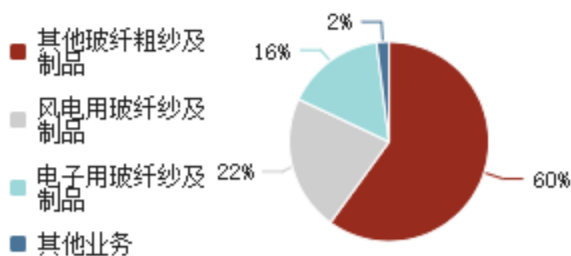
其他业务包括玻纤生产的副产品以及发电业务。我们对玻纤副产品业务市场界定为全球市场；2024年淮安零碳智能制造基地一期工程全面投产后，新增配套的风力发电业务，我们对其市场界定为国内发电市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

玻纤是基础工业材料，隶属制造业，其商业模式的核心是赚取生产与销售之间的价差。

公司通过“重资产支撑规模化生产、技术适配多元化下游、全球化布局平衡周期”的模式实现了制造生产效益的最大化。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

玻纤是典型的“重资产”行业：大规模池窑设备是生产基础，单条12万吨级池窑生产线投资就达12亿元，且需持续投入资金用于生产线建设、设备升级与冷修维护。根据公司披露数据，截至2024年公司固定资产为342亿元，占总资产的比例高达64%，资产强度高。

3.2 研发高端度

低 较低 中等 较高 高

玻纤作为成熟工业材料，全球需求增速稳定在4%-6%，行业增长更多依赖结构性升级而非技术颠覆，这决定了中国巨石的研发策略：研发重点集中于生产工艺优化、成本控制与中高端产品迭代，而非颠覆性技术创新，2024年年报披露的研发费用率为3.33%，总体来看研发高端度中等。

3.3 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

玻纤生产流程涉及高温熔化、拉丝成型、制品加工等多个复杂环节，生产线需要大量专业技术工人；且需覆盖全球客户服务，全球销售与供应链团队支撑直销（70%）+ 经销（30%）的渠道模式，服务分散在风电、电子、建筑等多个领域的客户，总体来看人力资源密集度较高。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

玻纤下游应用场景多元化，公司客户覆盖风电叶片厂、复合材料企业、电子制造商等多个领域，单一行业或大客户占比低，可分散需求波动风险。根据2024年年报披露前五大客户占比15.88%，客户集中度较低。

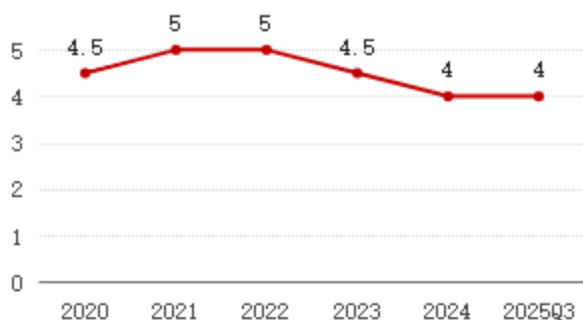
4. 历史经营绩效

公司相对于同行具备明显的成本优势，使得盈利能力较高；但近3年由于玻纤行业周期性景气下行至底部阶段，导致成长能力一般；公司下游客户分散，但原材料自给率相对较高，总体业务控制力尚可；公司历年分红比例保持在30%~40%的区间，股东回报评级尚可。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



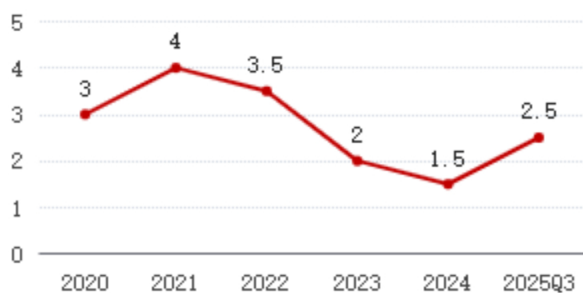
数据来源：公司财报，壹评级

玻纤行业具备明显的周期性，上一轮行业周期高点是2020年及2021年，自2022年以来需求边际放缓、新增产能陆续投产，导致供需格局恶化，行业景气快速下行至周期底部。公司凭借比同行低20%~30%的成本优势，在行业底部仍保持了较高的毛利率与ROE水平，盈利能力较高。

4.2 历史成长能力

★★★☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



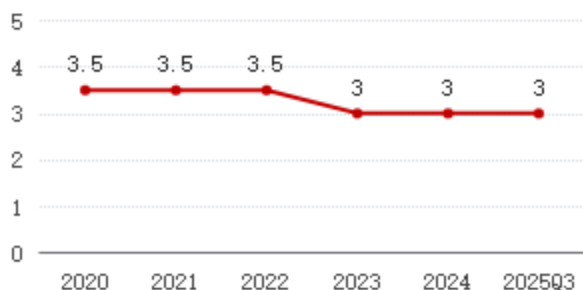
数据来源：公司财报，壹评级

2022年以来，随玻纤行业景气下行，公司营收与利润的成长增速持续放缓，2023年营收出现历史罕见的负增长，且同年净利润同比大幅下滑，2024年仍增收不增利，公司成长能力达到历史最差。不过，自2024年3月行业龙头首次协同复价以来，公司成长能力从周期底部缓慢修复。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



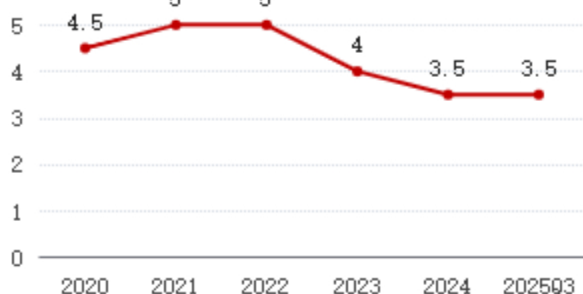
数据来源：公司财报，壹评级

历史上公司经营活动产生的现金流净额持续为正，但也随玻纤景气波动呈现出一定的周期性。虽然公司下游客户分散，但原材料自给率相对较高，总体业务控制力尚可。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

自2012年以来，中国巨石分红比例一直保持在30%~40%的区间波动。2023年以来，伴随着玻纤业务的周期性下行压力，公司股东回报评级也持续下行，但当前仍处于较好水平。

5. 四维评级

公司成长空间较好，主要原因是玻纤下游应用广泛领域，兼具“周期”与“成长”，其中风电、光伏、AI算力等领域终端需求增速较高。盈利趋势向好，主要原因是供给端产能增速放缓而需求端新兴领域需求旺盛导致供需格局改善、景气度上行。产业格局优秀，主要系全球玻纤行业呈现寡头垄断格局，全球CR6、中国CR3均达到了7成，且行业进入壁垒较高所致；公司护城河来源于深度绑定下游核心客户带来的转换成本优势、总规模与单线规模领先及高度产业链一体化带来的规模优势、以及持续高研发积累的技术优势。

5.1 成长空间

★★★★☆

玻纤下游应用领域广泛，总需求维持稳健增长韧性。其中风电、新能源汽车、AI等领域拥有较高的成长性。总结来看，我们认为风电用玻纤纱及制品、电子用玻纤纱及制品为公司的优势领域，也会维持较高的增长，其他玻纤粗纱及制品保持稳健成长。总体成长空间良好。

其他玻纤粗纱及制品(3.5星):

玻纤粗纱下游覆盖行业众多,总需求韧性十足。且不乏亮点,如新能源汽车渗透率快速提升,叠加轻量化趋势,有望拉动细分领域需求。我们判断未来5年公司此业务收入维持年均10%~15%的中等增速;更长期维度,行业普遍认为玻纤与宏观经济周期存在高度的相关性,一般来讲玻纤行业的平均增速一般为GDP增速的1.5-2倍,因此我们保守判断远期可维持0%~5%的中低增速。

风电用玻纤纱及制品(4星):

风电叶片迈进大型化时代,中高端风电纱长期需求向好。我们判断公司风电用玻纤纱及制品业务收入未来5年维持年均15%~20%的中高增速,更远期维度,维持年均5%~10%的中等增速,成长空间星级较好。

电子用玻纤纱及制品(4星):

全球AI技术发展迅速,对AI芯片算力能力提出更高要求,新兴人工智能、数字经济领域的发展为电子布需求创造增量,未来有望带动高端电子布的需求释放。我们判断公司电子用玻纤纱及制品业务收入未来5年维持年均15%~20%的中高增速,更远期维度,维持年均5%~10%的中等增速,成长空间星级较好。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

玻纤行业总体供给增速明显放缓,而需求结构性回暖,供需格局改善、龙头协同复价意愿强烈,带动盈利趋势上行,其中风电用玻纤纱及制品、电子用玻纤纱及制品受益于新兴需求端增速较好,盈利趋势上行弹性更大。

其他玻纤粗纱及制品(3.5星):

上一轮行业高景气吸引了众多新增产能,叠加建筑建材等传统需求边际走弱,导致玻纤行业供需宽松、景气下行触底。当前来看,新增产能释放已接近尾声,增速明显放缓,而全球玻纤总需求结构性回暖,且龙头协同复价意愿强烈,我们判断供需格局可逐步改善,盈利趋势向好。

风电用玻纤纱及制品(4星):

玻纤风电纱技术和认证壁垒较高,仅少数几家头部企业可以生产,供需两端高度集中且绑定极深,未来新增产能有限;而风电装机延续景气有望带来风电纱需求增量,供需格局向好,龙头协同复价效果较好,我们判断后续盈利趋势上行弹性较高。

电子用玻纤纱及制品(4星):

电子布价格过去三年均处于底部水平,主要源于PCB业需求受消费电子需求拖累。展望后市,虽然供给端仍存在新增产量,但传统消费电子领域需求回暖,叠加AI带动的特种电子布需求增量可观,我们判断后续盈利趋势上行弹性较高。

5.3 产业格局

★★★★☆

全球玻纤行业已形成明显的寡头垄断格局，也无新进入者威胁，龙头间已能达成一定程度的协同，且对上下游话语权较强。此外，玻纤作为替代金属等的新材料品类，具备较高的性价比，因此替代品威胁有限，总体来看产业格局较好，其中风电纱等细分领域，壁垒更高、集中度更高，产业格局优秀。

其他玻纤粗纱及制品(4星):

全球玻纤行业已经形成较为稳定的寡头垄断格局，全球CR6达到了70%，中国CR3也达到了70%。粗纱是其中最主要的品类，因此可以判断其他玻纤粗纱及制品业务所处的行业集中度高，竞争激烈程度尚可，且公司对上下游的话语权较强，无新进入者威胁、替代品威胁有限，产业格局较好。

风电用玻纤纱及制品(5星):

风电纱是风电轻量化、大型化的关键材料，具有高模量、高强度等特点，生产难度高于普通粗纱。同时，风电纱下游风电叶片厂商通常需要对材料供应商进行严格的质量认证，且认证周期较长，壁垒很高，也使得风电纱格局非常集中：国内风电纱市场“三寡头”合计市占率在90%以上。综合评估下风电纱用玻纤纱及制品产业格局优秀。

电子用玻纤纱及制品(4星):

电子纱/布领域，中国CR3占据了六成左右的市场份额，行业集中度也较高，竞争激烈程度尚可，且公司对上下游的话语权较强，无新进入者威胁、替代品威胁有限，产业格局较好。

5.4 护城河

★★★★☆

作为全球玻纤制造的绝对龙头，公司护城河较深，主要来源于规模优势与技术优势，此外，在风电纱细分领域，凭借与下游客户的深度绑定，还具备高转换成本护城河。总体而言，公司护城河持续性较好。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
其他玻纤粗纱及制品	(4星) 中国巨石是风电纱细分领域绝对龙头，国内市占率达37%。稳态期该业务经壹评级调整后的ROE为13%，超额收益明显。且客户较为分散，业务控制力较好。	(3.5星) 公司该业务的护城河主要在于规模优势与技术优势，持续性尚可。公司总生产规模与单线规模显著领先于同行，且原材料自给率高、产业链一体化程度高，且设备工艺持续精进、智能制造程度高，综合生产成本较同行低20%~30%，成本优势明显，且持续性强；不过玻纤粗纱包含中低端品类，在此业务中公司的技术优势当前较为领先，但也面临竞争对手的追赶，公司研发投入水平与行业平均水平相当，未来技术优势护城河持续性仍需观察。
风电用玻纤纱及制品	(4星) 中国巨石是风电纱细分领域绝对龙头，国内市占率达37%。稳态期该业务经壹评级调整后的ROE为21%，超额收益显著。客户集中度高，但考虑到客户与公司业务绑定程度高，业务控制力也较好。	(4.5星) 公司该业务的护城河主要在于转换成本、规模优势与技术优势，持续性好。转换成本来源于公司与下游风电整机客户深度绑定，认证周期长、进入壁垒高、集中度极高，持续性强。此外，公司在风电纱领域明显领先于同行的市占率也带来了规模效应下的成本优势，持续性强。此外，风电纱领域公司持续精进技术，E9系列高端产品获得客户认可，当前技术有领先优势，但也面临竞争对手的追赶，技术领先持续性仍需观察。
电子用玻纤纱及制品	(4星) 中国巨石是电子纱/布细分领域绝对龙头，国内市占率达24%，部分细分品类市占率超40%。稳态期该业务经壹评级调整后的ROE为13%，超额收益明显。且客户集中度不高，业务控制力较好。	(4星) 公司该业务的护城河主要在于规模优势与技术优势，持续性较好。公司总生产规模与单线规模显著领先于同行，综合生产成本明显低于同行，规模优势明显且持续性强。AI特种玻纤布需求旺盛的同时，也吸引了众多竞争对手积极布局，技术优势能否持续明显领先，仍需继续观察。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于公司风电纱与电子纱领域可保持中等增速增长、玻纤行业景气持续底部回升至合理盈利中枢的假设，根据壹评级的DDM估值模型，公司估值偏低估，根据动态估值模型，公司估值处于合理区间。

6.1 核心假设及逻辑

我们试图将公司的玻纤及制品业务拆分成风电用玻纤纱及制品、其他玻纤粗纱及制品、电子用玻纤纱及制品、其他业务，并对其进行盈利预测及估值，预测的核心假设及逻辑如下：

业务1：风电用玻纤纱及制品

收入假设：

量：结合我们对风电纱需求中高速增长及公司保持合理新增产能的假设，我们预测风电用玻纤纱及制品显性期（2025~2029年）销量分别为79、83、87、91、96万吨；

价：考虑到中高端产品风电纱盈利趋势较好，龙头协同复价延续，我们预测风电用玻纤纱及制品显性期（2025~2029年）单价分别为5076、5583、6030、6331、6521元/吨，对应的同比增速分别为15%/10%/8%/5%/3%；

盈利能力假设：

毛利率：基于该业务供需格局改善、景气上行，公司盈利向合理中枢回归的假设，我们预测风电用玻纤纱及制品显性期（2025~2029年）毛利率分别为35%/34%/35%/36%/38%。

销售期间费用率：公司业务模式已较为成熟，因此我们预测未来每年的销售期间费用率与过去5年均值相当，窄幅波动。

业务2：其他玻纤粗纱及制品

收入假设：

量：结合我们对其他粗纱需求呈中等增速增长及公司保持合理新增产能的假设，我们预测其他玻纤粗纱及制品显性期（2025~2029年）销量分别为316、335、350、360、365万吨；

价：考虑到供需格局改善、龙头协同复价延续，我们预测其他玻纤粗纱及制品显性期（2025~2029年）单价分别为4482、4840、5082、5235、5340元/吨，对应的同比增速分别为10%/8%/5%/3%/2%；

盈利能力假设：

毛利率：基于该业务供需格局改善、景气上行，公司盈利向合理中枢回归的假设，我们预测其他玻纤粗纱及制品显性期（2025~2029年）毛利率分别为27%/28%/29%/30%/32%。

销售期间费用率：公司业务模式已较为成熟，因此我们预测未来每年的销售期间费用率与过去5年均值相当，窄幅波动。

业务3：电子用玻纤纱及制品

量：结合我们对电子纱/电子布需求呈中高增速增长，也考虑到公司的产能扩张计划，我们预测电子用玻纤纱及制品显性期（2025~2029年）销量分别为9.7、12、13.5、14.2、14.9亿米；

价：考虑到供需格局改善、龙头协同复价延续，我们预测电子用玻纤纱及制品显性期（2025~2029年）单价分别为3.78、4.15、4.49、4.71、4.85元/米，对应的同比增速分别为12%/10%/8%/5%/3%；

盈利能力假设：

毛利率：基于该业务供需格局改善、景气上行，公司盈利向合理中枢回归的假设，我们预测电子用玻纤纱及制品显性期（2025~2029年）毛利率分别为28%/26%/27%/28%/30%。

销售期间费用率：公司业务模式已较为成熟，因此我们预测未来每年的销售期间费用率与过去5年均值相当，窄幅波动。

业务4：其他业务

收入假设：

结合公司披露的风力发电项目投产计划，我们预测电力显性期（2025~2029年）销量分别为5.7、10.0、18.5、18.5、18.5亿千瓦时，基于电价分别为0.31、0.34、0.36、0.38、0.39元/千瓦时的假设得到发电收入。

此外，其他副产物相关的业务，我们保守估计显性期每年收入为3亿元。

盈利能力假设：

显性期（2025~2029年）发电业务毛利率我们简化预测为40%，其他产品毛利率我们保守估计为20%。

表2：公司整体业绩预测

中国巨石	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	201.9	148.8	158.6	223.1	264.5	300.5	322.9	339.7
归母净利润(亿)	66.1	30.4	24.4	33.5	39.9	48.0	54.2	62.5
归母净利润增速(%)	9.7	-53.9	-19.7	37.2	18.9	20.3	13.0	15.3
经营性净利润(亿)	67.9	29.2	24.5	33.4	40.0	48.4	54.8	63.4
经营性净利润增速(%)	11.2	-57.0	-16.0	36.2	19.6	20.9	13.3	15.6
经营性归母净利润(亿)	65.8	28.2	23.7	32.3	38.7	46.8	53.0	61.3
经营性归母净利润增速(%)	9.7	-57.2	-15.8	36.3	19.6	20.9	13.3	15.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

其他玻纤粗纱及制品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	116.9	92.5	98.6	141.8	162.2	177.9	188.5	194.9
收入增速(%)	2.8	-20.9	6.6	43.8	14.3	9.7	5.9	3.4
经营性净利润(亿)	45.7	16.7	13.1	17.9	21.9	25.6	28.8	33.1
经营性净利率(%)	39.1	18.0	13.3	12.6	13.5	14.4	15.3	17.0
经营性净利润增速(%)	34.7	-63.5	-21.2	36.2	22.1	16.9	12.5	15.0
风电用玻纤纱及制品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	29.1	27.4	26.7	39.9	46.1	52.3	57.6	62.3
收入增速(%)	-17.6	-5.8	-2.5	49.5	15.5	13.4	10.3	8.1
经营性净利润(亿)	13.7	7.9	5.7	9.1	10.1	11.9	13.5	15.7
经营性净利率(%)	47.1	28.7	21.4	22.9	21.9	22.7	23.5	25.1
经营性净利润增速(%)	-0.1	-42.7	-27.2	59.6	10.6	17.4	14.1	15.7
电子用玻纤纱及制品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	22.7	24.3	29.5	36.6	49.8	60.6	66.8	72.2
收入增速(%)	-22.9	7.4	21.2	24.2	36.1	21.5	10.3	8.1
经营性净利润(亿)	6.5	2.8	4.2	5.6	6.8	8.8	10.3	12.4
经营性净利率(%)	28.9	11.7	14.2	15.4	13.7	14.6	15.5	17.2
经营性净利润增速(%)	-53.5	-56.6	47.2	34.7	21.1	29.3	17.0	20.1
其他业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	33.3	4.5	3.8	4.7	6.4	9.7	10.1	10.3
收入增速(%)	78.6	-86.4	-17.0	26.1	34.4	52.8	3.5	2.1
经营性净利润(亿)	1.9	1.8	1.5	0.8	1.2	2.1	2.2	2.3
经营性净利率(%)	5.7	40.4	40.0	16.5	19.1	21.8	21.9	22.0
经营性净利润增速(%)	376.6	-3.0	-17.9	-48.1	56.1	74.4	4.0	2.3

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
风电用玻纤纱及制品	5.6%	中等	非常好	强	7.5%	21.45	14.6
其他玻纤粗纱及制品	4.3%	中等-	较好	较强	8.0%	15	30.9
电子用玻纤纱及制品	8.0%	中等	较好	较强	8.0%	16.25	11.4
其他业务	3.2%	中等-	一般	一般	8.0%	12.15	2.2
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
风电用玻纤纱及制品(亿)	16.5	234.4	250.9	-	8.3	10.0	252.6
其他玻纤粗纱及制品(亿)	4.9	340.9	345.7	-	11.4	6.0	340.3
电子用玻纤纱及制品(亿)	-9.7	135.7	126.0	-	4.2	-	121.8
其他业务(亿)	0.5	20.0	20.5	-	0.7	-	19.8
公司整体测算(亿)	12.2	730.9	743.1	-	24.5	16.0	734.5

数据来源：壹评级

6.3 DDM 估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
风电用玻纤纱及制品(亿)	100.7	140.9	241.6	-	8.3	10.0	243.3
其他玻纤粗纱及制品(亿)	162.9	235.7	398.6	-	11.4	6.0	393.2
电子用玻纤纱及制品(亿)	39.5	114.4	153.9	-	4.2	-	149.7
其他业务(亿)	7.4	8.0	15.4	-	0.7	-	14.7
公司整体测算(亿)	310.4	499.0	809.4	-	24.5	16.0	800.9

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

作为中建材旗下、全球玻纤行业龙头，公司信息披露规范，且与市场投资者保持较好的沟通频率。但考虑到公司所处的玻纤行业周期性波动较大且难预测，再加上公司未明确披露更详尽的业务拆分数据，我们根据可获得的公开信息进行的业务拆分难免有些偏差，综合来看，公司估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。