



景气度触底，2020 是新周期的起点

中国巨石(600176)

► **行业景气度跌入周期谷底。**2018 年产能大量集中投入造成景气度跌入谷底。巨量新增供给导致业内竞争加剧，从而导致了上游玻纤及制品、中游玻纤复材这两个产业链环节的利润出现了大幅度滑坡，2019 年 1-8 月行业实现利润总额累计 52.97 亿元，同比下降 22.6%。

► **目前价格跌穿大部分企业现金成本，价格或已触底。**经历了 19Q3 集中下跌后，我们测算 19Q3 末主流企业的主流品种缠绕直接纱、毡用纱、板材纱等已处于现金成本亏损状态（即补回折旧摊销的现金盈利情况也已处于亏损状态），价格或跌无可跌，未来玻纤粗纱价格将受到成本支撑。

► **2019-2020 扩产意愿急剧下降，2020 年是新周期起点。**根据我们统计 2019 年截止到目前行业净新增粗纱产能 17 万吨，预计 2020 年粗纱新增产能仅 10 万吨，相比 2018 年的 106 万吨新增产能大幅减少，产能周期进入谷底；而需求端我们预计回暖，玻纤主要下游行业建筑、汽车、风电等 2020 年预计逐步上台阶，从而带动需求复苏并进一步改善行业供需格局。2020 年预计是行业站在新一轮周期的起点。

► **下行周期“再造一个巨石”。**公司 2018 年完成 E9 系列玻纤配方配方确认，进一步贯彻差异化发展战略并巩固技术优势。同时公司桐乡智能制造基地粗纱、电子纱一期（产能分别为 15 万吨/年，6 万吨/年）已投产，从而使得公司生产成本有望进一步下降。此外，公司美国生 9.6 万吨/年生产线已于 5 月投产，三地五洲战略迈出坚实一步，我们看好美国线中长期盈利能力。

► **投资建议。**预计公司 2019-2021 年归母净利润 19.9/23.4/27.0 亿元，同比增长-16.3%/17.8%/15.4%。给予公司基于 DCF 及可比公司市净率两种估值方法的平均估值 11.90 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示。需求低于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 8651.55 | 10032.42 | 10426.33 | 12071.17 | 13407.01 |
| YoY (%) | 16.19% | 15.96% | 3.93% | 15.78% | 11.07% |
| 归母净利润(百万元) | 2149.85 | 2373.98 | 1987.88 | 2340.94 | 2702.56 |
| YoY (%) | 41.34% | 10.43% | -16.26% | 17.76% | 15.45% |
| 毛利率 (%) | 45.84% | 45.11% | 40.20% | 41.51% | 42.17% |
| 每股收益 (元) | 0.61 | 0.68 | 0.57 | 0.67 | 0.77 |
| ROE | 17.27% | 16.67% | 12.82% | 13.71% | 14.32% |
| 市盈率 | 14.50 | 13.13 | 15.68 | 13.32 | 11.53 |

资料来源: wind, 华西证券研究所

评级及分析师信息

评级: 买入
上次评级: 首次覆盖
目标价格: 11.90
最新收盘价: 9.05

股票代码: 600176
52 周最高价/最低价: 12.35/7.93
总市值(亿) 311.71
自由流通市值(亿) 311.71
自由流通股数(百万) 3,502.31



分析师: 戚舒扬
邮箱: qisy@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519070002
联系电话: 0755-23948865

研究助理: 郁晾
邮箱: yuliang@hx168.com.cn

正文目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 1. 投资故事 | 4 |
| 2. 盈利预测 | 5 |
| 3. 行业处于周期底部，景气度预计逐渐回升 | 6 |
| 3.1. 2018 年天量产能投入，导致行业盈利能力大幅度下降 | 6 |
| 3.2. 三季度末行业普遍净现金成本亏损，成本支撑价格 | 8 |
| 3.3. 新增产能 2019 年大幅减少，预计 2020 年更加有限 | 9 |
| 4. 需求预计逐渐复苏 | 10 |
| 4.1. 风电高景气周期预计可持续 | 10 |
| 4.2. 汽车行业预计触底复苏，新材料渗透率有望提升 | 11 |
| 4.3. 新基建：5G 推进提振电子纱需求 | 12 |
| 4.4. 建筑需求预计总体保持平稳 | 13 |
| 4.5. 需求结构性升级或出清部分低效产能 | 14 |
| 5. 中国巨石：下行期磨砺内功，风雨后终将见彩虹 | 14 |
| 5.1. 历史复盘：下行周期既是挑战，也是机遇 | 15 |
| 5.2. 推进差异化、智能化、国际化，“再造一个巨石” | 18 |
| 5.3. 同业竞争问题未来将得到解决 | 22 |
| 5.4. 价格 2019Q3 后逐渐企稳，低估值提供安全边际 | 22 |
| 6. 估值 | 23 |
| 7. 风险提示 | 26 |

图表目录

| | |
|---------------------------|----|
| 图 1 2019 年玻纤及制品行业主营收入增速放缓 | 7 |
| 图 2 2019 年玻纤及制品行业总利润下滑严重 | 7 |
| 图 3 重点企业出厂价 2018H2 以来大幅下降 | 8 |
| 图 4 玻纤行业年度新增产能（粗纱+电子纱） | 9 |
| 图 5 我国玻纤下游需求划分 | 10 |
| 图 6 全国平均弃风率 | 10 |
| 图 7 风电电源建设投资 | 10 |
| 图 8 维斯塔斯季度新签订单 | 11 |
| 图 9 维斯塔斯在手未完成订单 | 11 |
| 图 10 汽车库存 | 11 |
| 图 11 经销商库存系数 | 11 |
| 图 12 我国汽车产量增速及主要政策 | 12 |
| 图 13 5G 基站建设投资额预测 | 13 |
| 图 14 发改委各季度批复重点项目投资额 | 13 |
| 图 15 专项债用于基建比例仍有提高空间 | 13 |
| 图 16 住宅库存仍处于低位 | 14 |
| 图 17 2015 年后货币政策趋于宽松 | 14 |
| 图 18 10.2%左右产能为非长停低效产能 | 14 |
| 图 19 目前我国粗纱市场份额（产能口径） | 15 |
| 图 20 2013 年后公司玻纤板块毛利率稳定上升 | 15 |
| 图 21 2001 年公司玻纤板块毛利率迅速提升 | 16 |
| 图 22 2000 年起公司产能迅速扩张 | 16 |
| 图 23 2000 年后公司生产成本显著下降 | 16 |
| 图 24 2000 年后公司市场份额稳步提升 | 16 |
| 图 25 玻纤价格 2008-2013 年剧烈下滑 | 17 |

| | | |
|------|-------------------------------------|----|
| 图 26 | 2011-2013 年公司库存周转天数处于高位..... | 17 |
| 图 27 | 2008 及 2009 年公司净利润显著下滑, 随后增长缓慢..... | 17 |
| 图 28 | 中国龙头企业逐渐实现对世界龙头的超越..... | 18 |
| 图 29 | 2008-2013 年公司生产成本持续下降..... | 18 |
| 图 30 | 公司研发人员数量..... | 19 |
| 图 31 | 公司研发支出..... | 19 |
| 图 32 | 公司粗纱池窑生产线平均规模远高于主要竞争对手..... | 20 |
| 图 33 | 公司叶腊石采购成本低于竞争对手..... | 20 |
| 图 34 | 公司天然气采购成本低于竞争对手..... | 20 |
| 图 35 | 电子纱投资成本高于粗纱生产线..... | 21 |
| 图 36 | 电子纱利润率高于粗纱..... | 21 |
| 图 37 | 2019 年 11 月我国电子纱市场份额..... | 21 |
| 图 38 | 公司三期项目投产后预计电子纱市场份额..... | 21 |
| 图 39 | 公司产能分部..... | 22 |
| 图 40 | 公司 PE-BAND..... | 23 |
| 图 41 | 公司 PB-BAND..... | 23 |
| | | |
| 表 1 | 公司盈利预测..... | 5 |
| 表 2 | 2018 新增天量产能投入市场 (粗纱+细纱)..... | 6 |
| 表 3 | 主要产地中小企业无碱 2400tex 缠绕直接纱利润估算..... | 8 |
| 表 4 | 2019-2020 年国内预计粗纱新增产能十分有限..... | 9 |
| 表 5 | 汽车可选材料性能及价格对比..... | 12 |
| 表 6 | 2008-2013 年公司产品升级..... | 18 |
| 表 7 | 公司 2014 年以来部分产品技术创新概览..... | 19 |
| 表 8 | WACC 计算..... | 23 |
| 表 9 | 公司现金流预测 (单位: 人民币百万元)..... | 24 |
| 表 10 | DCF 估值 (单位: 人民币百万元)..... | 25 |
| 表 11 | 可比公司市净率估值 (股价取自 11 月 15 日)..... | 26 |

1. 投资故事

2018 年产能大量集中投入，造成景气度跌入谷底。2018 年行业集中投入了超 106 万吨天量产能，同比 2017 年底行业产能增加 25%，是历史上新增产能最多的一年。巨量新增供给导致业内竞争加剧，从而导致了上游玻纤及制品、中游玻纤复材这两个产业链环节的利润出现了大幅度滑坡，行业投产效益短期未能体现。行业 2019 年 1-8 月规模以上企业主营业务收入累计达到 646 亿元，同比增长 1.7%；实现利润总额累计 52.97 亿元，同比下降 22.6%。行业景气度跌入谷底。

目前价格跌穿大部分企业现金成本，价格或已触底：我们测算 19Q3 末主流企业的主流品种已处于现金成本亏损状态（即补回折旧摊销的现金盈利情况也已处于亏损状态），价格或跌无可跌，未来玻纤粗纱价格将受到成本支撑。

2019-2020 两年新增产能不超过 30 万吨，扩产积极性急剧下降，2020 年是新周期起点：根据我们统计，截止到 2019 年 11 月 15 日，行业净新增粗纱产能 17 万吨/年，预计 2020 年粗纱新增产能 10 万吨/年，相比 2018 年的 106 万吨/年新增产能大幅减少，产能周期进入谷底；需求端我们预计回暖，玻纤主要下游行业建筑、汽车、风电、电子等 2019H2 将逐步回暖或继续维持高景气，从而带动需求复苏并进一步改善行业供需格局。2020 年预计是行业站在新一轮周期的起点。

对公司而言，下行期往往同样代表机遇：我们复盘了公司上市后在 1999-2001 年及 2008-2013 年两个下行周期。在此前的两个下行周期中，公司先后在大型池窑建设技术及高端玻纤产品配方技术方面取得突破，并在随后的上行周期中迅速确立并扩大规模、成本及高端产品市场的优势。因此，我们认为下行周期对于中国巨石来说既是挑战，更是机遇。

推进差异化、智能化、国际化发展进程，“再造一个巨石”：我们认为此轮玻纤行业的下行周期类似于 2008 年，而目前公司持续推进高端产品研发（目前已完成 E9 系列玻纤实验室配方确认），并完成桐乡智能生产基地粗纱一期、电子纱一期，生产成本有望进一步降低，因此我们认为公司有望像前两轮下行周期中一样，进一步扩大规模、成本及技术优势。此外，2019 年 5 月，公司美国 9.6 万吨/年生产线投产，海外产能扩张至 29.6 万吨/年，三地五洲战略迈出坚实一步。考虑到美国境内低廉的能源、运输成本以及对关税、运输费用的规避，我们认为美国生产线的投产将在中长期内提振公司盈利能力。

玻纤核心资产，中长期投资价值高：公司是我国玻纤及世界玻纤行业核心资产，具有较高的长期投资价值。根据我们测算，公司玻纤业务吨毛利 2019Q3 已初步企稳，而公司当前股价对应我们 2019/2020 年盈利预测仅 15.7/13.3 倍市盈率，估值位于 2014 年公司推进国际化战略以来的低位，因此我们认为公司目前的安全边际较高。

2. 盈利预测

我们预计 2019H2 起玻纤行业将逐渐触底回暖，同时伴随公司差异化产品占比提升，我们预计公司 2019H2 吨毛利环比 2019H1 企稳回升，从而使得全年吨毛利降幅缩窄至 430 元/吨左右，而 2020-2021 年公司盈利将随行业的复苏稳定增长。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润 19.9/ 23.4/27.0 亿元，同比增长-16.3%/17.8%/15.4%，对应 EPS0.57/0.67/0.77 元。

表 1 公司盈利预测

| (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 玻纤及制品销量 (万吨) | 145 | 156 | 166 | 187 | 209 |
| 平均售价 (元/吨) | 5,811 | 6,133 | 5,792 | 6,017 | 6,041 |
| 吨毛利 (元/吨) | 2,710 | 2,891 | 2,462 | 2,622 | 2,661 |
| 玻纤及制品收入 | 8,427 | 9,537 | 9,626 | 11,271 | 12,607 |
| 其他收入 | 224 | 496 | 800 | 800 | 800 |
| 总收入 | 8,652 | 10,032 | 10,426 | 12,071 | 13,407 |
| 同比增速 | 16.2% | 16.0% | 3.9% | 15.8% | 11.1% |
| 归母净利润 | 2,150 | 2,374 | 1,988 | 2,341 | 2,703 |
| 净利率 | 24.8% | 23.7% | 19.1% | 19.4% | 20.2% |
| 同比增速 | 41.3% | 10.4% | -16.3% | 17.8% | 15.4% |

资料来源：公司年报，华西证券研究所

3. 行业处于周期底部，景气度预计逐渐回升

3.1. 2018 年天量产能投入，导致行业盈利能力大幅度下降

由于 2017 年行业的高景气，多数有扩张计划的玻纤企业选择加速产能建设，从而使得新增产能在 2018 年集中投放。根据我们统计，2018 年全年玻纤行业新增粗纱及电子纱产能 106 万吨左右（包括新点火及冷修扩产，其中粗纱新增约 91.5 万吨），同比 2017 年底产能增加 25%，是历史上新增产能最多的一年。

表 2 2018 新增天量产能投入市场（粗纱+细纱）

| 省份 | 生产线 | 性质 | 实际新增产能（万吨） |
|-----------|-------------------|------|--------------|
| 重庆 | 重庆三磊玻纤 S01 线 | 新点火 | 8 |
| 重庆 | 重庆国际复合材料大渡口 F05 线 | 冷修技改 | 5 |
| 江西 | 巨石集团九江四线 | 新点火 | 12 |
| 江西 | 江西元源新材上犹线 | 新点火 | 5 |
| 浙江 | 巨石集团桐乡总部智能基地 1 线 | 新点火 | 15 |
| 江西 | 巨石集团九江一线 | 冷修技改 | 3 |
| 江西 | 巨石集团九江二线 | 冷修技改 | 2 |
| 江西 | 巨石集团九江三线 | 冷修技改 | 1 |
| 江苏 | 长海本部一线 | 冷修技改 | 4 |
| 江苏 | 长海本部二线 | 冷修技改 | 1.5 |
| 山东 | 淄博中材庞贝捷金晶玻纤淄博 3 线 | 新点火 | 8 |
| 辽宁 | 辽宁炜盛新材料有限公司 | 新点火 | 9 |
| 山东 | 山东泰山玻纤 F06 线 | 新点火 | 10 |
| 山东 | 山东玻纤格赛博 2 线 | 新点火 | 8 |
| 河南 | 林州光远新材电子纱 2 线 | 新点火 | 5 |
| 安徽 | 安徽丹凤桐城电子纱 2 线 | 新点火 | 3 |
| 浙江 | 巨石智能制造电子纱 1 线 | 新点火 | 6 |
| 合计 | | | 105.5 |

资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

在宏观环境不确定性提升的背景下，巨量的产能集中投放，导致业内竞争加剧，从而导致了上游玻纤及制品、中游玻纤复材这两个产业链环节的利润出现了大幅度

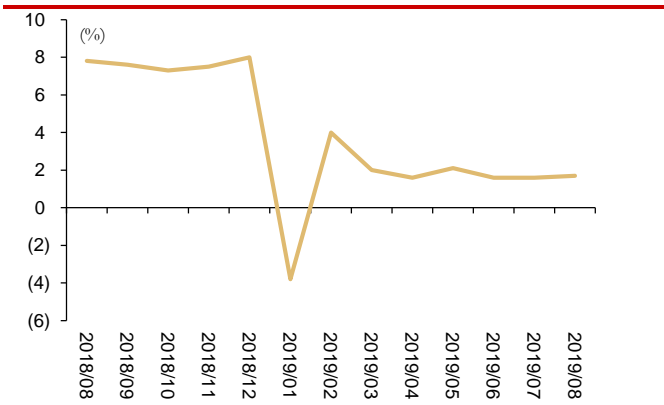
滑坡，行业投产效益短期未能体现。根据中国建材报的报导和中国复合材料工业协会的数据：

玻璃纤维行业 2019 年 1 月-8 月规模以上玻璃纤维及制品企业主营业务收入累计达到 646 亿元，同比增长 1.7%；实现利润总额累计 52.97 亿元，同比下降 22.6%。除去春节因素，玻璃纤维行业进入 2019 年以来，行业主营业务收入增速长期低于 2%。尽管 2018 年形成了逾 90 万吨行业新增粗纱产能供给，但基本被产品价格下滑所抵消，未能形成明显的营收增长。

根据中国建材报及中国复合材料工业协会数据，2019 年 1 月-8 月，规模以上纤维复合材料企业主营业务收入累计达到 942 亿元，同比增长 10%；利润总额累计 73.58 亿元，同比下降 9.9%。与去年同期相比，在主营业务保持稳定增长的同时，行业利润总额出现较大幅度的下降。

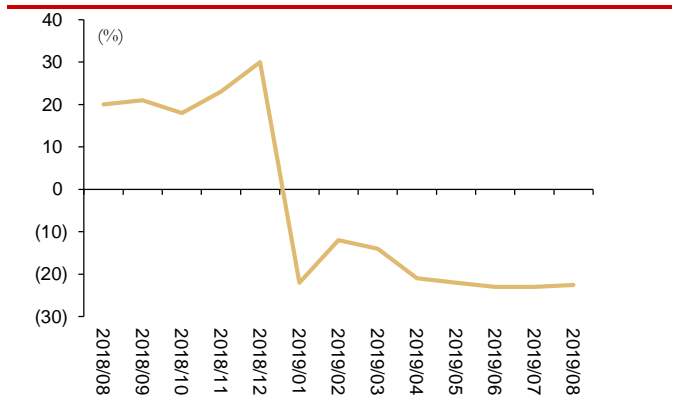
根据卓创资讯，截止 2019 年 8 月，玻纤粗纱行业库存普遍处于 2-2.5 个月的水平；这一水平我们认为处于历史中等偏上，与目前行业周期位置相符。

图 1 2019 年玻纤及制品行业主营收入增速放缓



资料来源：中国建材报，中国复合材料工业协会，华西证券研究所

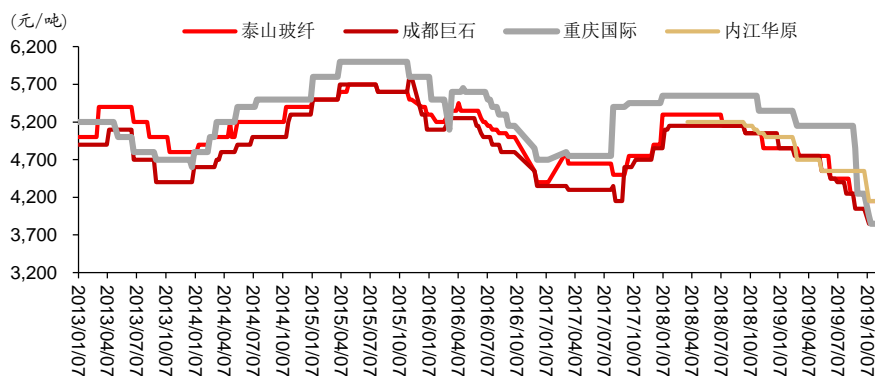
图 2 2019 年玻纤及制品行业总利润下滑严重



资料来源：中国建材报，中国复合材料工业协会，华西证券研究所

供需短期错配是造成价格下跌直接因素。根据中国建材报的报导，玻璃纤维行业在 2018 年玻纤产能大幅增长的情况下，2019 年全行业玻璃纤维纱累计产量增速一直保持在 15%以上的高位运行，1 月-9 月同比增速达到 15.6%，证明供给充足且刚性；而反观需求，1 月-9 月复合材料制品总产量与去年相比降低 8.5%。因此，供需错配是导致行业价格和效益下滑的最直接因素，周期性反转的负面效应体现。

图3 重点企业出厂价 2018H2 以来大幅下降



资料来源：卓创，华西证券研究所

3.2. 三季度末行业普遍净现金成本亏损，成本支撑价格

由于行业景气度下滑，多数企业粗纱走量型号的出厂价格自 2018H2 高点累计下滑 1000-1200 元/吨左右，19Q3 价格继续快速下行后，行业亏损面持续扩大，目前时点我们认为绝大多数企业处于净现金成本亏损状态（即不考虑折旧成本）。

我们以山东、川渝企业无碱 2400tex 缠绕直接纱（走量产品）出厂价为基准，估算目前时点中小企业多处于亏损状态（尤其是今年三季度集中降价后），即使补回折旧摊销成本后，其现金盈利情况也处于微亏状态。目前行业多数企业以生产走量型的纱为主，高端的风电、热塑纱等占比小，因此盈利冲击严重。跌穿现金成本后，我们认为往后看玻纤价格将受到成本支撑，价格继续下跌的空间和可能性较小。

表 3 主要产地中小企业无碱 2400tex 缠绕直接纱利润估算

| (所有价格均为不含增值税价格) | 山东 | 川渝 |
|--------------------------|-------|-------|
| 无碱 2400tex 缠绕直接纱售价 (元/吨) | 3,450 | 3,450 |
| 总生产成本 (元/吨) | 3,294 | 3,220 |
| 其中：原料成本 | 1,062 | 1,062 |
| 其中：天然气成本 | 701 | 577 |
| 其中：用电成本 | 398 | 398 |
| 其中：蒸汽及其他能源成本 | 133 | 133 |
| 其中：人工工资 | 200 | 200 |
| 其中：折旧摊销及其他 | 800 | 850 |
| 吨三费 (元/吨) | 950 | 1100 |
| 吨税前利润 (元/吨) | (794) | (870) |

资料来源：卓创，Wind，中国巨石债券募集说明书，华西证券研究所

部分企业发布调价函，印证我们的判断。根据卓创资讯，行业内部分企业如泰山玻纤、山东玻纤、重庆三磊、四川威玻等企业于2019年11月7-9日陆续发布产品调价函，对部分品种如毡用纱、板材纱、直接纱价格上调150-200元/吨不等。虽然我们目前认为供需和库存水平下，下游接受涨价的可能性不高，但是这意味着成本支撑下的价格再下降的空间已经十分有限，玻纤景气度周期或许已处于最谷底阶段。

3.3. 新增产能2019年大幅减少，预计2020年更加有限

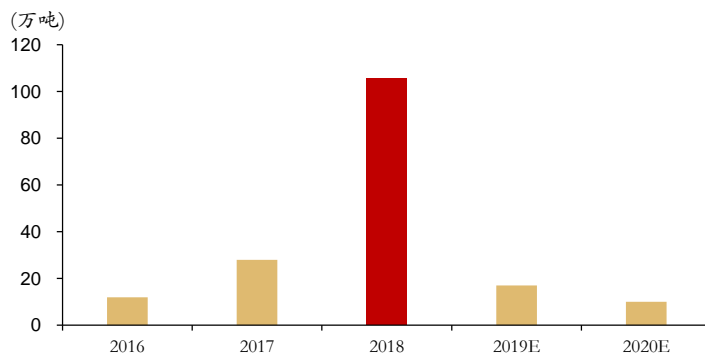
由于1) 玻纤景气度急速下降，融资困难，企业扩产更加谨慎，2) 部分原2019-2020年拟建产能已于2018年提前投放，我们认为2019年至2020年新增产能大幅减少。根据我们统计，玻纤行业2019年截止到目前玻纤行业净新增产能17万吨，2020年预计新增粗纱产能仅10万吨粗纱产能（实际由于关停老线可能更少），相比2018年大幅减少。一般来说新产能建设周期至少需要三个季度至1年半时间，判断主导企业中国巨石桐乡智能制造二期工程最快也要到2020年年底投入，因此供给端的确定性目前十分明朗。而2018年新增的产能判断逐渐在2018、2019两年内由新增需求消化，因此2020年或许是新周期的开始。

表4 2019-2020年国内预计粗纱新增产能十分有限

| 省份 | 生产线 | 性质 | 实际新增产能(万吨) |
|--------|------------------|------|------------|
| 山东 | 泰山玻纤F07线 | 新点火 | 10 |
| 山东 | 泰山玻纤两条6万改10万吨 | 冷修技改 | 8 |
| 重庆 | 欧文斯科宁重庆国际合作线 | 新点火 | 11 |
| 山东 | 泰山玻纤关停2,3,9三条老线 | 关停 | -12 |
| 2019小计 | | | 17.0 |
| 河北 | 邢台金牛(实际判断也是建新关旧) | 新点火 | 10 |
| 2020小计 | | | 10.0 |

资料来源：卓创，各公司年报，中国玻纤复合材料网，华西证券研究所

图4 玻纤行业年度新增产能(粗纱+电子纱)

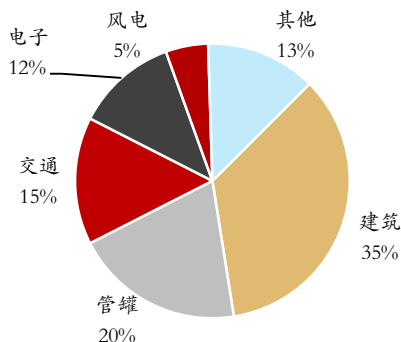


资料来源：卓创，各公司年报，中国玻纤复合材料网，华西证券研究所

4. 需求预计逐渐复苏

玻纤主要下游为建筑、管罐、汽车、交运、电子、风电等领域。受结构性去杠杆和贸易摩擦影响，2019 年至今多数玻纤下游行业需求较为低迷，但我们认为 2020 起玻纤下游需求将随着宏观经济逐渐复苏，其中汽车热塑有望回暖，风电保持稳定增长，而其他领域随着各经济部门增速的恢复而判断逐渐企稳。

图 5 我国玻纤下游需求划分

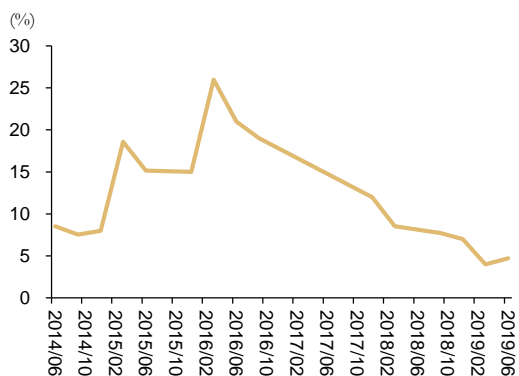


资料来源：中国玻纤复合材料网，华西证券研究所

4.1. 风电高景气周期预计可持续

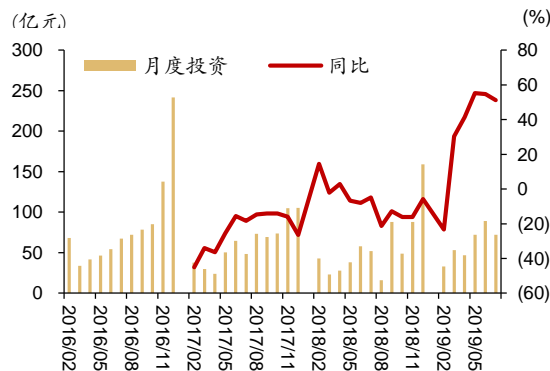
与 2014 年类似，平价上网政策推动风电抢装，同时弃风率下降部分红六省解禁，国内龙头风电企业相较 2018 大幅上调 2019 计划装机量，且执行情况良好。2019 年前 8 月，我国新增风电电源建设生产能力 1109 万千瓦，同比增长 8.1%，完成风电电源建设投资 366 亿元，同比增长 51.2%。而就全球而言，风电龙头企业维斯塔斯 2018H2 起新签订单明显加速（2018H2 及 2019H1 新签订单 8778MW/8700MW，同比增长 36%/60%），项目储备充足，因此我们认为中国及全球风电行业 2020 年前将保持较高的景气度。

图 6 全国平均弃风率



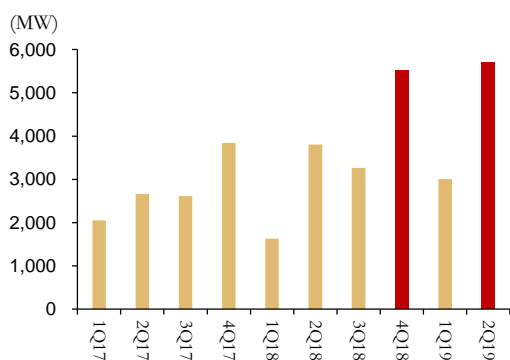
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 7 风电电源建设投资



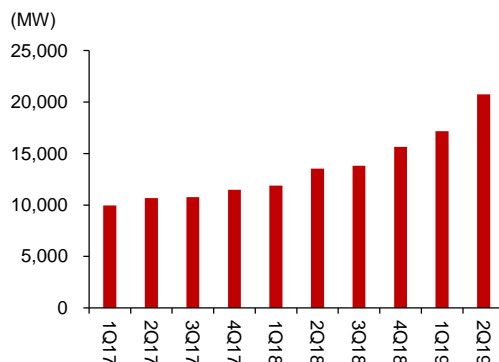
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 8 维斯塔斯季度新签订单



资料来源：公司季报，华西证券研究所

图 9 维斯塔斯在手未完成订单

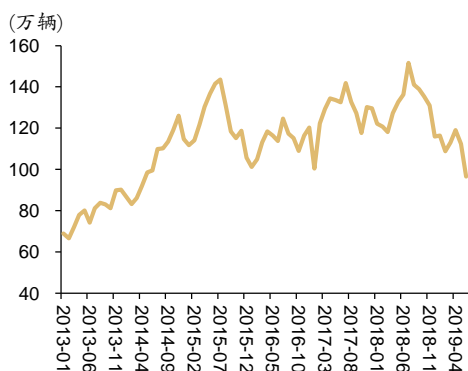


资料来源：公司季报，华西证券研究所

4.2. 汽车行业预计触底复苏，新材料渗透率有望提升

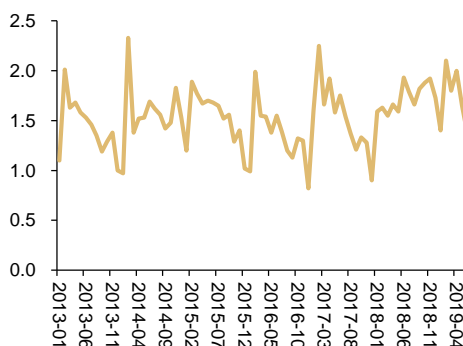
2018 年以来，受国内宏观经济增速放缓、外部贸易战升级等影响，我国汽车产量增速明显放缓，但我们认为 2020 年起汽车产量或逐渐触底复苏。首先，国五切换国六标准后，行业去库存执行良好，截止到今年 6 月底，经销商库存系数下降至 1.38 的较低位置。我们认为较低的经销商库存将使得汽车行业从 2019Q3 起逐渐进入补库存阶段，从而助力产销量恢复。

图 10 汽车库存



资料来源：Wind，华西证券研究所

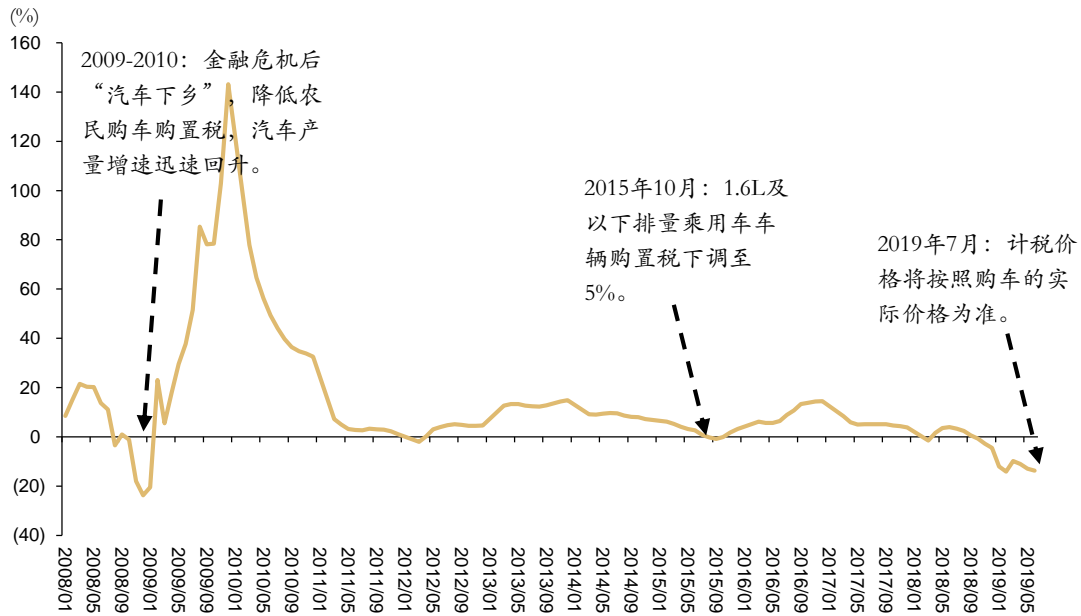
图 11 经销商库存系数



资料来源：Wind，华西证券研究所

其次，一系列刺激消费政策有望重新回归。2019Q2 起，国家和地方相继出台政策刺激汽车消费。参考 2009 年“汽车下乡”以及 2015 年减征购置税政策对汽车产量的刺激提振，我们认为 2019Q2 以来一系列的刺激政策将降低居民购车成本并缩短去库存周期，使得汽车产销量最终走向复苏。

图 12 我国汽车产量增速及主要政策



资料来源：Wind，中汽协，华西证券研究所

除汽车产量复苏外，我们同样预计轻量化趋势下玻纤材料在汽车中的渗透率有望提升。根据工信部《乘用车燃料消耗量限值》文件，2020 年我国生产乘用车油耗需控制在每百公里 5 升（2017 年为 6 升），而控制油耗最主要的手段就是减轻汽车重量，而玻纤相比于传统金属抗断裂性能好、质量轻，相比于碳纤维而言价格低廉，是最佳的金属替代材料，因此我们认为玻纤在汽车轻量化中的运用前景广阔。

表 5 汽车可选材料性能及价格对比

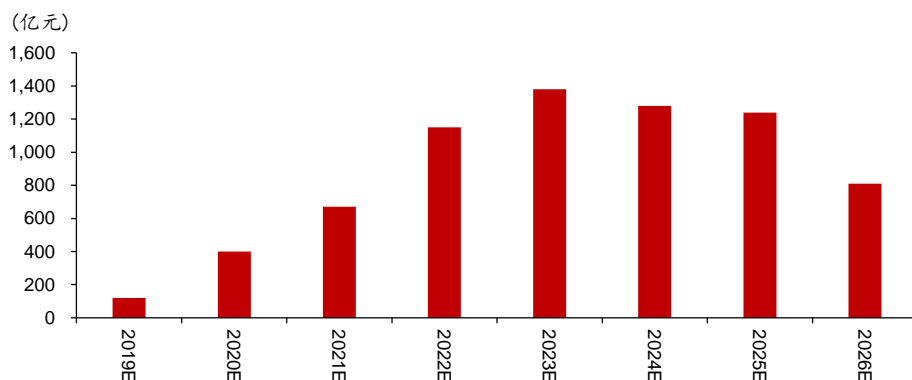
| 材料种类 | 密度(g/cm ³) | 断裂强度 (N) | 价格 (元/吨) |
|------|------------------------|----------|------------|
| 玻璃纤维 | 2.5 | 1,400 | 4500-5,500 |
| 碳纤维 | 1.8 | 3,000 | 190,000 |
| 钢 | 7.8 | 150 | 15,000 |
| 铝 | 2.7 | 400 | 6,500 |

资料来源：卓创，Wind，华西证券研究所

4.3. 新基建：5G 推进提振电子纱需求

国家近年来大力推动 5G 建设，考虑到以 5G 基站为代表的新基建是国家稳增长的主要手段，以及各大运营商签约采购的增加，我们判断 5G 基站建设 2019H2 起将逐渐进入规模期，从而支撑国内主流 G75 电子纱的需求。

图 13 5G 基站建设投资额预测

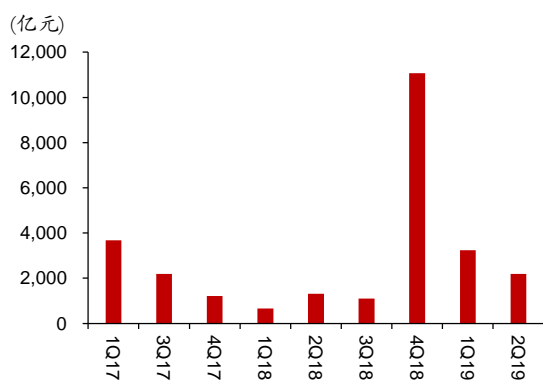


资料来源：前瞻，华西证券研究所

4.4. 建筑需求预计总体保持平稳

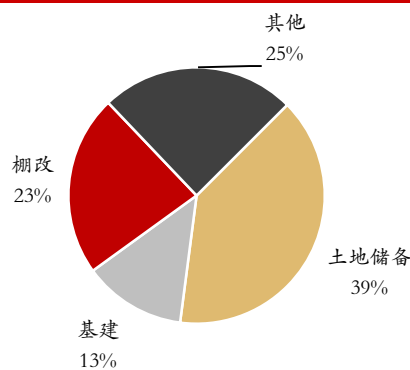
建筑是目前我国玻纤最大的下游需求，而我们认为来自建筑的玻纤需求总体将保持稳定。首先，2018Q4 起国家加速批复重点项目，而基建项目的建设周期通常为 2-4 年，同时 9 月国家提前下发 2020 年部分专项债额度用于基建，进一步增强资金确定性，因此我们预计未来 2-3 年基建需求将位于高位。

图 14 发改委各季度批复重点项目投资额



资料来源：发改委，华西证券研究所

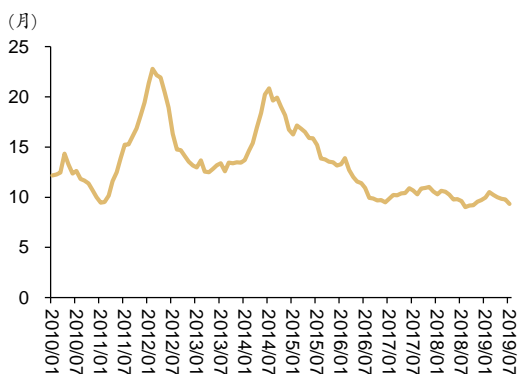
图 15 专项债用于基建比例仍有提高空间



资料来源：Wind，华西证券研究所

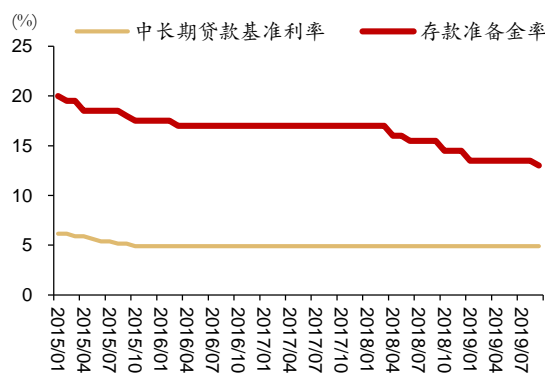
其次，尽管政府 2019Q2 以来收紧房地产调控政策，但目前我国房地产库存处于 9-10 个月左右的低位，且在经历多次降准降息后货币政策较前几轮房地产调控时更加宽松，我们认为在城市圈建设提速的背景下房地产市场仍将总体保持平稳。

图 16 住宅库存仍处于低位



资料来源：易居，华西证券研究所

图 17 2015 年后货币政策趋于宽松

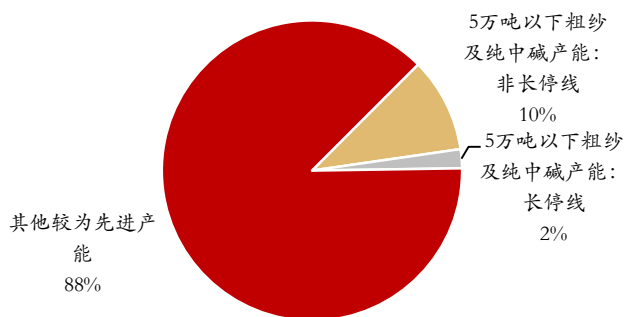


资料来源：Wind，华西证券研究所

4.5. 需求结构性升级或出清部分低效产能

如前文需求分析所述，我们认为中期内玻纤需求的主要增量将来自于风电、汽车及电子等高端新领域，因此我们认为玻纤的结构性升级或将清退部分产品质量差、能耗高的低效产能。我们参考了 2012 年新入的行业准入门槛，以 5 万吨为界限进行划分，则扣除长停线后，目前我国 5 万吨以下玻纤产能合计约 45.5 万吨/年，占我国粗纱池窑产能的 10.2% 左右，我们认为其中多数生产线如果不进行工艺及规模升级（考虑到目前行业盈利状况，我们认为可能性较低），将难以生产高端产品或显著降低成本从而逐步被淘汰。如果考虑到环保趋严带来的坩埚等产能淘汰，则产能出清的力度可能更大。（尽管 2008 年后坩埚产能淘汰力度较大，但我们测算目前坩埚产量仍占总产量 3-5%）；另外，据玻纤工业协会数据，陶土工艺的玻纤作坊 2019 年集中清退 30 万吨左右产能，我们判断陶土工艺、坩埚等非池窑作坊工厂的清退力度未来将有增无减。

图 18 10.2% 左右产能为非长停低效产能



资料来源：卓创，华西证券研究所

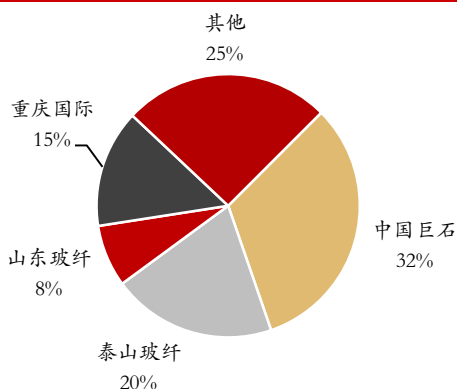
5. 中国巨石：下行期磨砺内功，风雨后终将见彩虹

公司专注玻纤及玻纤制品主业，目前全国粗纱产能口径占比 32% 左右，而市场份额产量口径市占率约 40%，在上游粗纱领域成本效益全球第一，是玻纤行业世界级核心资产。中国巨石引领了我国玻纤行业 2009 年至今的差异化发展时代，市场份额

稳步提升，并且自 2013 年以来公司玻纤板块毛利率稳步上升，周期性已经显著减弱，即使目前行业谷底，巨石仍然保持了较高的盈利能力，而过去强周期时代曾出现 09 年业绩亏损（上市后唯一一次），而目前已不可同日而语。

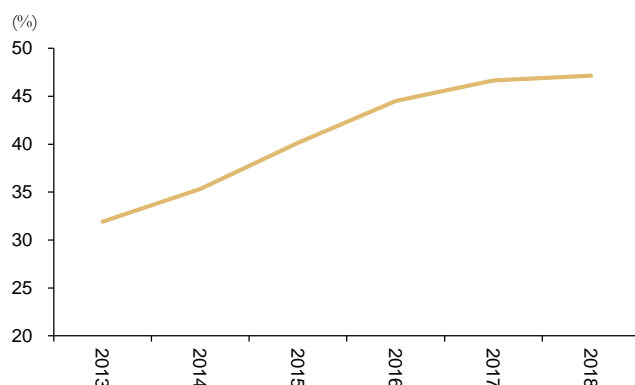
此外，公司股权和管理构架决定了“央企市营”体制，大幅提高了公司经营效率，也是我国混合所有制改革的典范企业。我们认为，在目前这轮下行周期中，公司与此前发展历程中 1999-2001 年及 2008-2012 年两个下行周期一样，深度磨砺了内功（集中体现为单吨制造成本再降+差异化加强研发如玻璃配方升级等），而最终公司也会像此前两个下行周期结束后一样，在风雨后迎来彩虹。

图 19 目前我国粗纱市场份额（产能口径）



资料来源：卓创，华西证券研究所

图 20 2013 年后公司玻纤板块毛利率稳定上升



资料来源：公司年报，华西证券研究所

5.1. 历史复盘：下行周期既是挑战，也是机遇

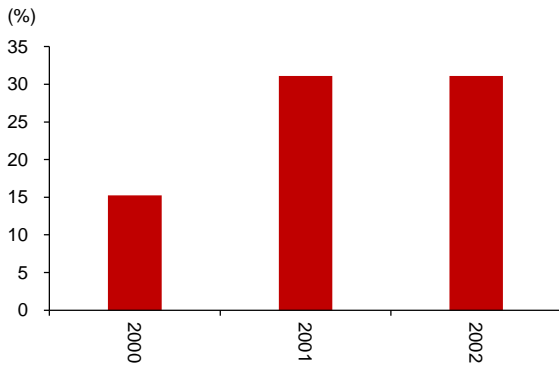
由于玻纤行业属于重资产行业且下游需求较为分散，玻纤行业整体景气度与宏观经济关联较大，通常以 3-4 年为一个景气度周期。我们研究了公司上市后玻纤行业两个下行周期（1999-2001 年及 2008-2013 年），并认为下行周期对公司而言既是挑战，也是机遇。

5.1.1. 1999-2001 年：池窑技术突破，迅速抢占国内市场份额

1999 年-2000 年东南亚金融危机扩散，全球玻纤需求下滑，随后 2001 年 911 事件爆发，美国需求有所回落，国内玻纤行业景气度亦受到影响。但在此下行周期内，公司继续深化池窑及浸润剂技术创新，2000 年完成公司第一条万吨池窑拉丝生产线投产，标志着我国池窑生产线技术的升级，也帮助了国内玻纤行业逐渐摆脱了前苏联体系下坩埚、球法拉丝等落后技术。

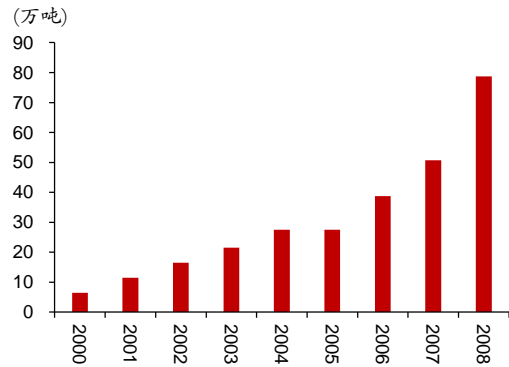
公司池窑生产线技术的突破帮助公司迅速扩张市场份额并降低了生产成本，2001 年当年公司玻纤及制品板块毛利率同比上升 15.8 个百分点至 31.1%。凭借过硬的生产线建设技术及浸润剂配方技术，公司 2004 年起开启上市后第一轮大规模扩张，截止 2008 年底先后建成 5 条大规模生产线，合计产能 60 万吨（其中最大的单线规模为 14 万吨），世界领先。2000 年至 2007 年，公司市场份额（产量口径）由 15.9% 提升至 29.5%，吨生产成本由 2000 年的 6500 元/吨下降至 2007 年的 4550 元/吨左右，一举确立了公司国内玻纤龙头及成本领先地位。

图 21 2001 年公司玻纤板块毛利率迅速提升



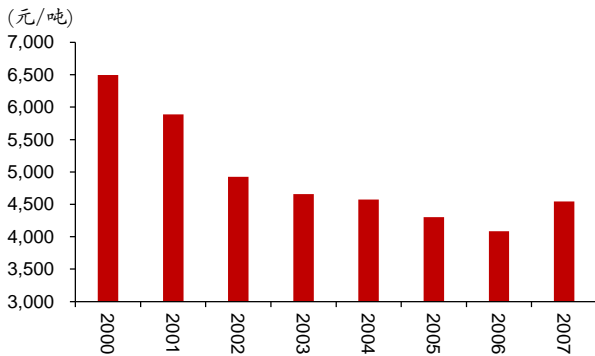
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 22 2000 年起公司产能迅速扩张



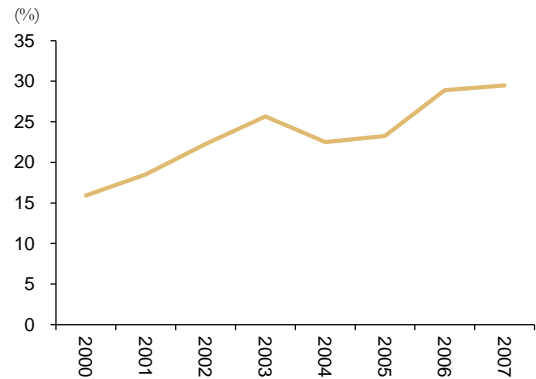
资料来源: 公司年报, 卓创, 华西证券研究所

图 23 2000 年后公司生产成本显著下降



资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

图 24 2000 年后公司市场份额稳步提升

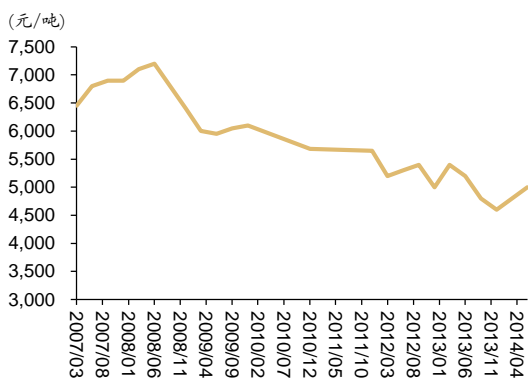


资料来源: 公司年报, 中国玻纤复合材料网, 华西证券研究所

5.1.2. 2008-2013 年: 弯道超车, 抢占高端市场

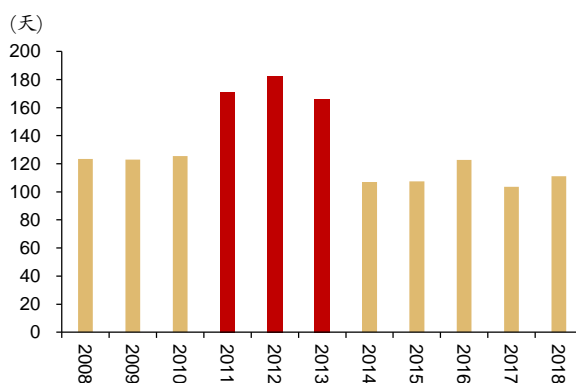
2008 年, 全球金融危机爆发, 我国玻纤内需增速显著放缓, 出口需求迅速下降, 玻纤价格自 2008Q2 高点至 2013 年低点累计下滑 33%左右, 致使公司 2009 年毛利率同比下滑 17.5 个百分点左右, 并录得上市后唯一一次全年亏损。随后 2010-2013 年, 尽管公司量价整体企稳, 但库存始终维持高位, 盈利恢复缓慢。

图 25 玻纤价格 2008-2013 年剧烈下滑



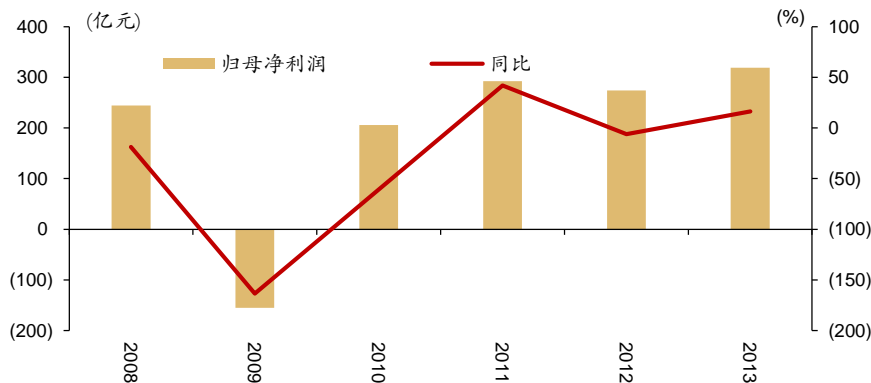
资料来源：中国巨石债券募集说明书，华西证券研究所

图 26 2011-2013 年公司库存周转天数处于高位



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 27 2008 及 2009 年公司净利润显著下滑，随后增长缓慢



资料来源：Wind，华西证券研究所

在 2008-2013 年的下行周期中，国内新增需求取代出口成为增长主要动能，同时外资龙头企业逐步收缩海外产能（例如国际龙头欧文斯科宁、AGY 先后关停在中国的生产线，至今仍未复产），留给中国企业更多发展空间。

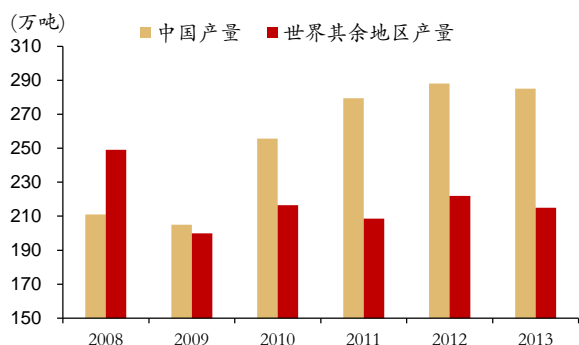
同时，由于 2009 年的风电补贴政策及汽车下乡政策，高端需求增长在内需增长中扮演者重要角色。而公司抓住机遇大力加强研发创新，于 2009 年起先后推出 E6（中国首个拥有自主产权并获得国际专利授权的高性能玻纤配方），VIPRO 及石油高压管用纱等先进产品，在行业周期底部成功实现对外资的弯道超车，抢占国内高端市场，同时公司继续深化成本控制，综合吨生产成本由 2007 年的 4550 元/吨左右下降至 2013 年的 3800 元/吨左右。

表 6 2008-2013 年公司产品升级

| 年份 | 新产品 | 描述 |
|------|---------|--------------------------------|
| 2009 | E6 | 相比传统 E 玻纤，降低配料成本，物理性能和耐腐蚀性大幅提升 |
| 2010 | Vipro | 强度、模量、耐腐蚀性、耐高温性比 E6 有所提升 |
| 2013 | 石油高压管用纱 | 通过 Ameron 认证，正式进军高端领域 |

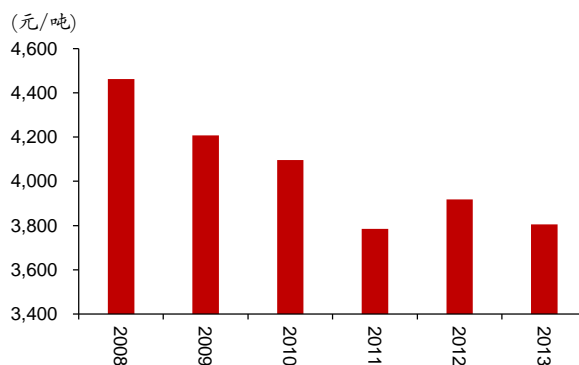
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 28 中国龙头企业逐渐实现对世界龙头的超越



资料来源：中国玻纤复合材料网，华西证券研究所

图 29 2008-2013 年公司生产成本持续下降



资料来源：公司年报，华西证券研究所

5.2. 推进差异化、智能化、国际化，“再造一个巨石”

我们认为当前的行业下行周期类似于 2008 年：1) 在下行周期前行业都经历了为时 6 年左右的较长的景气周期，2) 在上行周期中较多玻纤公司进行了规模扩张，3) 由于贸易摩擦加剧，未来需求增量与 2008 年一样可能较多来自于国内，4) 国内需求增量更多来自风电、汽车、电子等高端需求。而与前两轮下行周期类似，公司目前积极推进差异化、智能化以及国际化发展，磨砺深厚内功，而我们认为公司将与前两次下行周期中一样，在需求回暖后开启新一轮成长，中长期内有望“再造一个巨石”。

5.2.1. 持续研发创新，引领行业技术升级

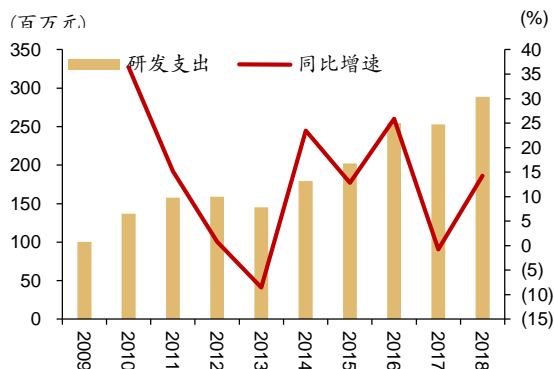
公司近年来研发支出稳定增长，占公司收入比重维持 2.8% 以上，高端产品占比提升，在行业景气度下滑的 2018 年，公司玻纤及玻纤制品平均售价同比仍提升 5.5% 左右，充分体现了公司差异化发展的效果。2018 年，公司新增研发人员数量 100 人左右，并在此前 E7, E8 系列产品基础上完成高模量 E9 配方实验室阶段配方确认，继续提升产品弹性模量并进一步完善技术储备。我们判断公司 E9 系列产品正式投产后，公司在高端产品的市场份额将进一步提升。

图 30 公司研发人员数量



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 31 公司研发支出



资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

表 7 公司 2014 年以来部分产品技术创新概览

| 年份 | 新产品 | 描述 |
|------|--------------|---------------------------|
| 2014 | E7 | 在模量、强度、软化温度等性能上有所提升 |
| 2014 | LFT 用纱批量生产技术 | 通过浸润剂配方创新, LFT 用纱进入批量生产阶段 |
| 2016 | E8 | 填补超高模量国际市场空白 |
| 2016 | 高性能电子纱 | 高性能电子布处理剂和高性能电子纱用浸润剂开发成功 |
| 2018 | E9 | 完成高模量 E9 配方实验室阶段配方确认 |

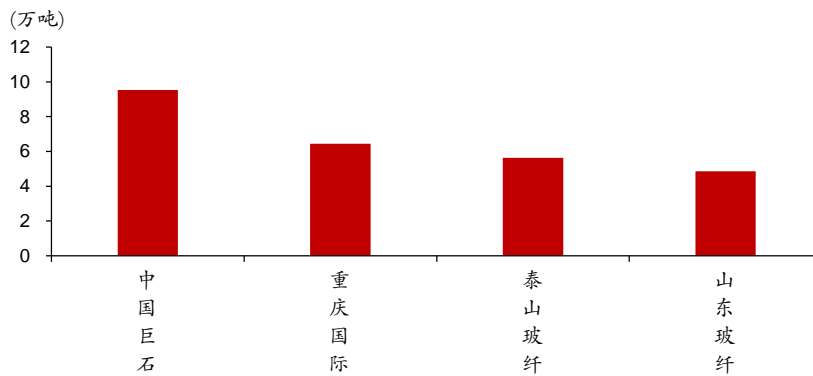
资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

5.2.2. 推进智能化基地建设, 巩固成本优势

2018 年, 公司智能制造基地粗纱一期 15 万吨及电子纱一期 6 万吨生产线投产, 根据公司 2019 年 8 月 29 日公告, 从智能生产线投产后的运行情况来看, 在达产速度、产品质量、生产成本等各项指标上均优于传统生产线, 从而进一步巩固成本优势, 而我们判断竞争对手在短期内难以缩小公司成本优势。

首先, 截止目前公司平均粗纱池窑产能 9.5 万吨, 大幅领先行业平均及主要竞争对手, 考虑到目前玻纤行业景气度下滑, 企业盈利能力下降现金流恶化, 我们判断多数竞争对手将放缓扩张及技改计划, 并难以缩小规模劣势。

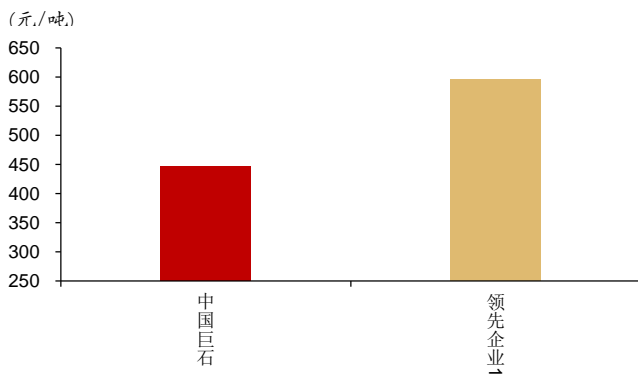
图 32 公司粗纱池窑生产线平均规模远高于主要竞争对手



资料来源：卓创，华西证券研究所

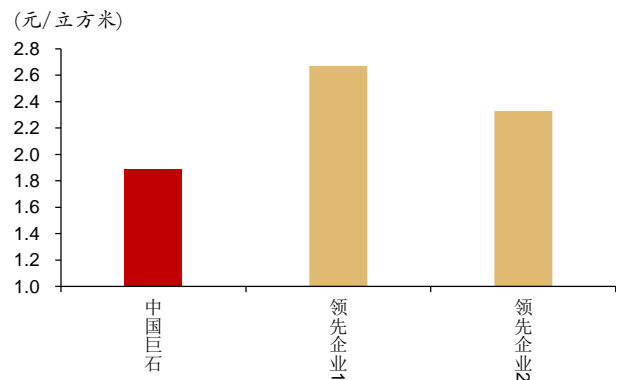
其次，由于公司多数产能毗邻叶腊石产地以及公司的规模优势，公司原燃料采购成本优势明显。根据公司债券募集说明书披露，公司 2018 年 1-9 月叶腊石、天然气采购成本分别为 447.3 元/吨及 1.89 元/立方米，较其余龙头企业优势明显。

图 33 公司叶腊石采购成本低于竞争对手



资料来源：各公司债券募集说明书及招股说明书，华西证券研究所

图 34 公司天然气采购成本低于竞争对手

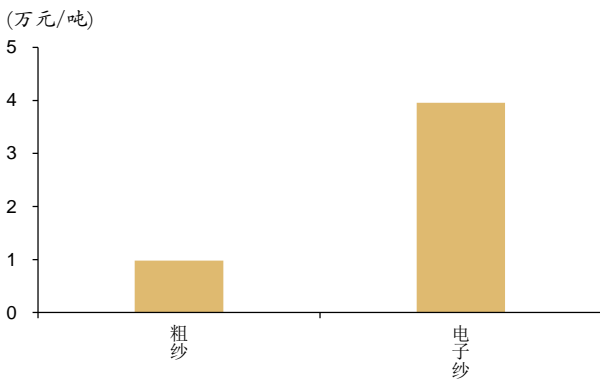


资料来源：各公司债券募集说明书及招股说明书，华西证券研究所

5.2.3. 电子纱业务扩张，差异化战略深化

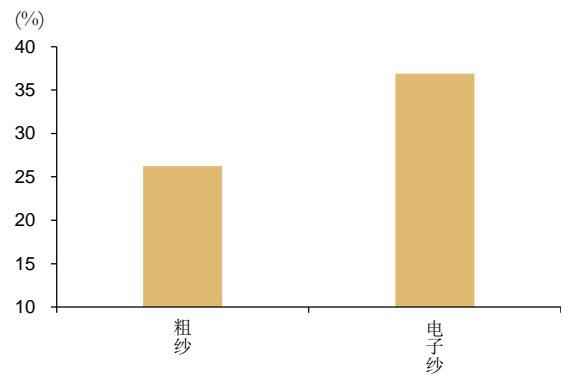
电子纱主要应用于各类覆铜板生产，由于更大的初始投资（根据公司已公布项目投资额计算，电子纱初始投资约为 4 万元/吨，无碱粗纱投资约为 1 万元/吨）以及更加严格的配方、流程控制要求，电子纱行业壁垒较高，利润相较于普通无碱粗纱也更高。

图 35 电子纱投资成本高于粗纱生产线



资料来源：公司公告，华西证券研究所

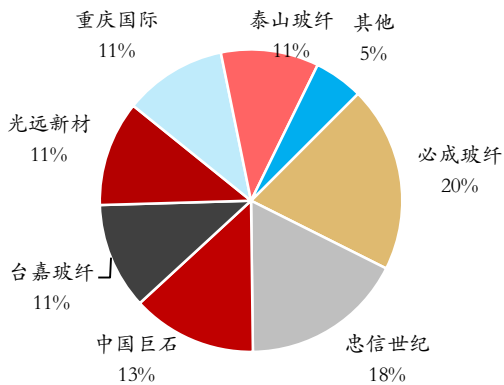
图 36 电子纱利润率高于粗纱



资料来源：公司公告，华西证券研究所

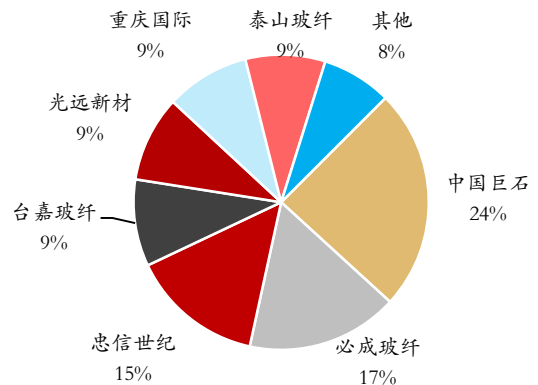
2018 年 12 月，公司智能制造基地电子纱一期 6 万吨生产线投产，从而使得公司电子纱产能规模大幅提升至 10.2 万吨左右，市场规模迅速上升至 13%，跻身电子纱生产企业前列。根据公司 2017 年 12 月 25 日公告，我们测算在公司智能制造基地三期电子纱项目（合计 18 万吨/年）全部投产后，公司电子纱产能将扩张至 22.2 万吨（相较于目前翻倍），市场份额将提升至 24%左右并成为国内最大的电子纱生产企业，从而进一步深化公司差异化发展战略。

图 37 2019 年 11 月我国电子纱市场份额



资料来源：卓创，华西证券研究所

图 38 公司三期项目投产后预计电子纱市场份额

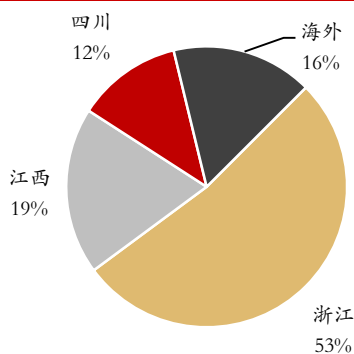


资料来源：卓创，华西证券研究所

5.2.4. 三地五洲战略推进，国际化加速

根据卓创资讯，2019 年 5 月公司美国 9.6 万吨（原设定产能 8 万吨，后提升 20% 至 9.6 万吨）生产线投产。该生产线投产后，公司玻纤总产能将增长 5.6% 至 181.8 万吨，其中海外产能将达到 29.6 万吨，占公司总产能比重提升至 16.3%，同时也填补了北美产能的空白，同时印度建厂提上日程，公司三地五洲战略迈出重要一步。

图 39 公司产能分部



资料来源：卓创，华西证券研究所

尽管美国项目的初始投资及人工成本相较国内生产线更高，但我们依旧看好公司美国项目提升公司中长期盈利能力：1) 美国境内更加低廉的物流和能源成本，2) 节省从国内出口造成的运输费用，3) 贸易战下避免高昂关税的同时进一步打开美国市场。

5.3. 同业竞争问题未来将得到解决

2017 年 12 月，公司公告称，公司大股东中国建材承诺将自公告日 3 年内，在维护各方利益的前提下，运用多种方式妥善解决公司与泰山玻纤的同业竞争问题（泰山玻纤是中材科技的子公司，2018 年中国建材与中材股份完成合并后中材科技与中国巨石成为同一控制人旗下同业竞争资产）。泰山玻纤是目前我国第二大的玻纤生产企业，市场份额 21% 左右，我们认为在同业竞争问题解决后，我国玻纤行业生态将得到显著改善。

5.4. 价格 2019Q3 后逐渐企稳，低估值提供安全边际

我们测算 2019Q3 吨毛利环比 2019Q2 下滑 130 元/吨左右，目前我们认为公司玻纤纱价格及吨毛利已经企稳，并将逐渐反弹：1) 如前文所述，行业供需已处于周期底部，2) 我们判断 2019Q1 电子纱的大幅降价并非完全因为市场因素决定（电子纱浸润剂中通常含有淀粉，不能在潮湿环境下储存，判断 2019Q1 雨水天气多，有生产、经销商低价清库），需求回复后价格有修复空间。

此外，截止 2019 年 11 月 15 日公司股价对应我们 2019/2020 年盈利预测仅 15.7/13.3 倍市盈率，处于 2014 年公司推进国际化进程以来的底部。考虑到公司玻纤及建材行业核心资产属性，我们认为目前公司的安全边际较高。

图 40 公司 PE-BAND



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 41 公司 PB-BAND



资料来源: Wind, 华西证券研究所

6. 估值

我们首先采用 DCF 估值法对中国巨石进行了估值。我们假设无风险利率为 3.0%，股权回报溢价为 8.2%（约等于沪深 300 指数 2014 年以来的年化回报率），根据公司 A 股市场历史 Beta 值 1.02，计算得公司股权回报率约为 11.4%。

表 8 WACC 计算

| | |
|---------------------|--------------|
| 股权回报率 | |
| 无风险利率 | 3.0% |
| Beta | 1.02 |
| 股权回报溢价 | 8.2% |
| 股权回报率 | 11.4% |
| 债务成本 | |
| 税前债务成本 | 4.0% |
| 长期有效税率 | 25.0% |
| 税后债务成本 | 3.0% |
| 净杠杆率（有息负债/有息负债+净资产） | 43.3% |
| WACC | 7.7% |

资料来源: Bloomberg, Wind, 公司年报, 华西证券研究所

其次，我们假设公司税前债务成本为 4.0%，有效税率 25%，则公司税后债务成本约为 3.0%。根据 2018 年底公司净杠杆率（净负债/净负债+净资产），我们计算得公司 WACC 为 7.7%。

我们假设 2022 年-2025 年，公司玻纤销量每年温和增长 1%-2%，价格、吨毛利总体保持平稳，并预计公司应收账款、应付账款周转率维持 2018 年水平，使得营运资本规模的变化基本与公司收入变化同步。此外，我们认为公司 2019-2021 年产能扩张加速，因而资本支出处于高位，随后公司资本支出预计将有所下降，从而进一步增厚公司自由现金流。

表 9 公司现金流预测（单位：人民币百万元）

| | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 税后净利润 | 1,998 | 2,353 | 2,716 | 3,072 | 3,177 | 3,286 | 3,396 |
| 折旧摊销 | 373 | 410 | 450 | 492 | 530 | 562 | 590 |
| 营运资金变动 | (123) | (436) | (353) | (434) | (110) | (110) | (110) |
| 其他经营现金流变化 | 338 | 496 | 496 | 445 | 426 | 404 | 379 |
| 经营净现金流 | 2,585 | 2,822 | 3,309 | 3,574 | 4,023 | 4,141 | 4,255 |
| 资本开支 | (2,373) | (2,493) | (2,493) | (1,500) | (1,500) | (1,500) | (1,500) |
| 其他投资现金流变化 | 76 | 76 | 76 | 76 | 76 | 76 | 76 |
| 投资净现金流 | (2,297) | (2,417) | (2,417) | (1,424) | (1,424) | (1,424) | (1,424) |

资料来源：公司年报，华西证券研究所

考虑到我国玻纤在各场景中渗透率提升以及公司高端产品占比提升，我们假设公司永续成长率为 3.5%。基于上述现金流及 WACC 假设，我们的 DCF 估值显示公司每股价值 11.52 元，对应我们 2020 年盈利预测约 17.2 倍市盈率。

表 10 DCF 估值 (单位: 人民币百万元)

| | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|------------|------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营净现金流 | 2,585 | 2,822 | 3,309 | 3,574 | 4,023 | 4,141 | 4,255 |
| 投资净现金流 | (2,297) | (2,417) | (2,417) | (1,424) | (1,424) | (1,424) | (1,424) |
| 自由现金流 | 288 | 405 | 892 | 2,150 | 2,599 | 2,716 | 2,831 |
| 贴现系数 | 0.93 | 0.86 | 0.80 | 0.74 | 0.69 | 0.64 | 0.59 |
| 现值 | 267 | 349 | 713 | 1,595 | 1,790 | 1,736 | 1,679 |
| 永续成长值 | | | 3.5% | | | | |
| 终值 | | | 40,962 | | | | |
| 公司价值 | | | 49,091 | | | | |
| 净债务、少数股东权益调整 | | | (8,747) | | | | |
| 股权价值 | | | 40,344 | | | | |
| 股数 (百万) | | | 3,502 | | | | |
| 目标价 (元人民币) | | | 11.52 | | | | |
| 对应 2020PE (倍) | | | 17.2x | | | | |

资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

我们同样采用可比公司法对公司进行估值, 而考虑到目前公司处于盈利周期低谷, 我们采用可比公司市净率估值。我们选取了八家建材行业核心资产企业作为可比公司, 则八家企业平均市净率 2.85 倍。我们按照公司 2019Q3 每股净资产 4.31 元进行估值, 则公司每股价值 12.28 元。我们取两种方法的平均值 11.90 元/股作为我们的最终估值, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 11 可比公司市净率估值（股价取自 11 月 15 日）

| | PB (MRQ) |
|------|------------|
| 海螺水泥 | 1.77 |
| 福耀玻璃 | 2.66 |
| 华新水泥 | 2.05 |
| 北新建材 | 2.62 |
| 东方雨虹 | 4.01 |
| 伟星新材 | 5.35 |
| 冀东水泥 | 1.48 |
| 平均 | 2.85 |

资料来源：Wind，华西证券研究所

7. 风险提示

宏观经济复苏弱于预期：玻纤行业整体景气度与宏观经济关联较大。如果宏观经济复苏弱于预期，则玻纤需求及公司销量或低于预期。

系统性风险：宏观经济及贸易摩擦走势可能影响 A 股整体走势及估值。

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 现金流量表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 10032.42 | 10426.33 | 12071.17 | 13407.01 | 净利润 | 2384.83 | 1997.87 | 2352.70 | 2716.15 |
| YoY (%) | 15.96% | 3.93% | 15.78% | 11.07% | 折旧和摊销 | 993.02 | 372.50 | 409.99 | 450.18 |
| 营业成本 | 5506.84 | 6235.25 | 7060.60 | 7753.02 | 营运资金变动 | 23.36 | -123.29 | -436.31 | -353.10 |
| 营业税金及附加 | 85.54 | 78.20 | 90.53 | 100.55 | 经营活动现金流 | 3862.01 | 2584.89 | 2822.18 | 3309.04 |
| 销售费用 | 385.69 | 500.46 | 579.42 | 643.54 | 资本开支 | -6053.48 | -2372.88 | -2492.88 | -2492.88 |
| 管理费用 | 538.11 | 559.24 | 647.46 | 719.11 | 投资 | 478.04 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | 341.23 | 470.57 | 507.80 | 522.15 | 投资活动现金流 | -5517.10 | -2297.32 | -2417.32 | -2417.32 |
| 资产减值损失 | 108.97 | 30.00 | 30.00 | 30.00 | 股权募资 | 217.22 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 75.57 | 75.57 | 75.57 | 75.57 | 债务募资 | 1809.06 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 2836.85 | 2294.54 | 2844.64 | 3285.18 | 筹资活动现金流 | 1163.00 | -1629.34 | -1325.55 | -1445.58 |
| 营业外收支 | -12.82 | 127.12 | 7.12 | 7.12 | 现金净流量 | -492.09 | -1341.77 | -920.68 | -553.86 |
| 利润总额 | 2824.03 | 2421.66 | 2851.76 | 3292.30 | 主要财务指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 所得税 | 439.19 | 423.79 | 499.06 | 576.15 | 成长能力 (%) | | | | |
| 净利润 | 2384.83 | 1997.87 | 2352.70 | 2716.15 | 营业收入增长率 | 15.96% | 3.93% | 15.78% | 11.07% |
| 归属于母公司净利润 | 2373.98 | 1987.88 | 2340.94 | 2702.56 | 净利润增长率 | 10.43% | -16.26% | 17.76% | 15.45% |
| YoY (%) | 10.43% | -16.26% | 17.76% | 15.45% | 盈利能力 (%) | | | | |
| 每股收益 | 0.68 | 0.57 | 0.67 | 0.77 | 毛利率 | 45.11% | 40.20% | 41.51% | 42.17% |
| 资产负债表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 净利率率 | 23.77% | 19.16% | 19.49% | 20.26% |
| 货币资金 | 1503.70 | 161.94 | -758.74 | -1312.60 | 总资产收益率 ROA | 7.82% | 6.31% | 7.00% | 7.60% |
| 预付款项 | 130.30 | 130.30 | 130.30 | 130.30 | 净资产收益率 ROE | 16.67% | 12.82% | 13.71% | 14.32% |
| 存货 | 1675.12 | 1896.69 | 2147.75 | 2358.38 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 其他流动资产 | 3967.30 | 4099.39 | 4650.98 | 5098.94 | 流动比率 | 0.59 | 0.50 | 0.48 | 0.47 |
| 流动资产合计 | 7276.42 | 6288.32 | 6170.29 | 6275.02 | 速动比率 | 0.44 | 0.34 | 0.30 | 0.29 |
| 长期股权投资 | 1209.29 | 1209.29 | 1209.29 | 1209.29 | 现金比率 | 0.12 | 0.01 | -0.06 | -0.10 |
| 固定资产 | 16419.01 | 18136.62 | 20027.54 | 21983.66 | 资产负债率 | 51.99% | 49.62% | 47.84% | 45.84% |
| 无形资产 | 599.00 | 587.30 | 575.61 | 563.92 | 经营效率 (%) | | | | |
| 非流动资产合计 | 23094.04 | 25191.53 | 27251.55 | 29271.37 | 总资产周转率 | 0.36 | 0.34 | 0.37 | 0.39 |
| 资产合计 | 30370.46 | 31479.86 | 33421.84 | 35546.39 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 4931.43 | 4931.43 | 4931.43 | 4931.43 | 每股收益 | 0.68 | 0.57 | 0.67 | 0.77 |
| 应付账款及票据 | 3449.94 | 3706.55 | 3997.33 | 4241.27 | 每股净资产 | 4.07 | 4.43 | 4.87 | 5.39 |
| 其他流动负债 | 3954.57 | 3928.33 | 4003.89 | 4065.44 | 每股经营现金流 | 1.10 | 0.74 | 0.81 | 0.94 |
| 流动负债合计 | 12335.94 | 12566.32 | 12932.65 | 13238.14 | 每股股利 | 0.22 | 0.19 | 0.22 | 0.26 |
| 长期借款 | 2653.32 | 2653.32 | 2653.32 | 2653.32 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 800.82 | 401.47 | 401.47 | 401.47 | PE | 13.13 | 15.68 | 13.32 | 11.53 |
| 非流动负债合计 | 3454.14 | 3054.79 | 3054.79 | 3054.79 | PB | 2.38 | 2.01 | 1.83 | 1.65 |
| 负债合计 | 15790.08 | 15621.11 | 15987.44 | 16292.93 | | | | | |
| 股本 | 3502.31 | 3502.31 | 3502.31 | 3502.31 | | | | | |
| 少数股东权益 | 342.13 | 352.12 | 363.89 | 377.47 | | | | | |
| 股东权益合计 | 14580.38 | 15858.75 | 17434.40 | 19253.46 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 30370.46 | 31479.86 | 33421.84 | 35546.39 | | | | | |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暄：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|----------------------------------|------|---------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华西证券股份有限公司研究所

Xx 所长

(021) 12345678 zhang@hts.com

Xx 副所长

(021) 12345678 zhang@hts.com

Xx 副所长

(021) 12345678 zhang@hts.com

Xx 副所长

(021) 12345678 zhang@hts.com

Xx 副所长

(021) 12345678 zhang@hts.com

Xx 副所长

(021) 12345678 zhang@hts.com

宏观经济研究团队

张三 (010) 12345678 zhang_s@hts.com

姓名 电话号码 邮箱地址

金融工程研究团队

李四 (010) 12345678 lisi@hts.com

李四 (010) 12345678 lisi@hts.com

李四 (010) 12345678 lisi@hts.com

李四 (010) 12345678 lisi@hts.com

金融产品研究团队

谭小 (010) 12345678 tanmiao@hts.com

汽车研究团队

张三 (010) 12345678 zhang_s@hts.com

姓名 电话号码 邮箱地址

计算机行业研究团队

李四 (010) 12345678 lisi@hts.com

李四 (010) 12345678 lisi@hts.com

李四 (010) 12345678 lisi@hts.com

李四 (010) 12345678 lisi@hts.com

通讯研究团队

谭小 (010) 12345678 tanmiao@hts.com

政策研究团队

张三 (010) 12345678 zhang_s@hts.com

姓名 电话号码 邮箱地址

石油化工行业研究团队

李四 (010) 12345678 lisi@hts.com

李四 (010) 12345678 lisi@hts.com

李四 (010) 12345678 lisi@hts.com

李四 (010) 12345678 lisi@hts.com

医药行业研究团队

谭小 (010) 12345678 tanmiao@hts.com

互联网及传媒研究团队

张三 (010) 12345678 zhang_s@hts.com

姓名 电话号码 邮箱地址

有色金属行业研究团队

李四 (010) 12345678 lisi@hts.com

李四 (010) 12345678 lisi@hts.com

李四 (010) 12345678 lisi@hts.com

李四 (010) 12345678 lisi@hts.com

房地产研究团队

谭小 (010) 12345678 tanmiao@hts.com

研究所销售团队

Xx 地区研究团队

地址:

姓名 电话 邮箱

Xx 地区研究团队

中国北京市西城区阜外大街

李四 (021)25619384 jiwj@163.com

张三 (021)25619384 jiwj@163.com

Xx 地区研究团队

地址:

姓名 电话 邮箱