

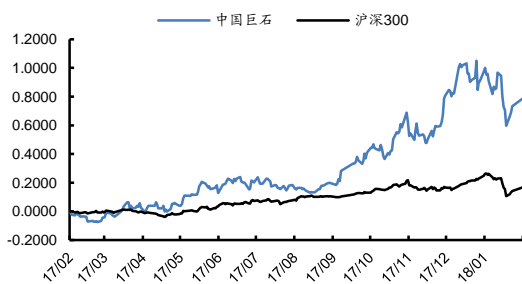
研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001  
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn  
证券分析师：陈博 S0350518010001  
010-88576939 chenb05@ghzq.com.cn  
联系人：谷航 S0350117040024  
021-58901053 guh@ghzq.com.cn

## 国际龙头欧文斯科宁业绩稳步增长，美国税改政策将进一步提利好玻纤复材业务发展

### ——中国巨石（600176）国际竞争对手欧文斯科宁年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中国巨石	-9.6	10.1	77.5
沪深300	-7.5	-1.2	16.7

市场数据

2018-02-22

当前价格（元）	15.95
52周价格区间（元）	8.20 - 18.92
总市值（百万）	46551.50
流通市值（百万）	46551.50
总股本（万股）	291858.90
流通股（万股）	291858.90
日均成交额（百万）	442.85
近一月换手（%）	20.07

相关报告

《中国巨石（600176）动态研究：玻纤行业高度景气，龙头企业持续扩大竞争优势》——2017-12-21

《中国巨石（600176）事件点评：大股东承诺未来解决旗下玻纤业务同业竞争问题，行业龙头协同效应将进一步增强》——2017-12-19

《中国巨石（600176）2017年前三季度业绩预增公告点评：三季报业绩超预期，玻纤行业龙头

事件：

2018年2月21日，玻纤行业龙头欧文斯科宁（OC.N）发布2017年年报，2017年欧文斯科宁实现营业收入63.84亿美元，同比2016年56.77亿美元的营业收入增长12.5%；实现毛利润15.72亿美元，同比2016年毛利润13.81亿美元，增长13.8%；2017年综合毛利率24.6%，同比2016年增长0.3个百分点。

欧文斯科宁2017年实现息税前利润（EBIT）8.67亿元，同比2016年增长21.3%；2017年非经常性损益达到7100万美元，同比2016年增加7000万美元，主要用于清偿债务；扣非后归母净利润3.60亿美元，同比2016年下降8.6%。

2017年欧文斯科宁资产总计76.47亿美元，同比2016年增长1.2%；资产负债率达到49.9%，同比2016年下降0.7个百分点；其中，流动负债9.92亿美元，同比2016年增加9000万元；现金及等价物达到2.46亿美元，同比增长119.6%。

欧文斯科宁三大业务板块中复合材料业务板块的销售净收入达到20.68亿美元，同比2016年增长5.9%，息税前净利润为2.91亿美元，同比2016年增长10.2%，折旧和摊销费用达到1.44亿美元，同比2016年增长4.3%。复合材料业务板块主要包括玻纤材料及复合材料的研发、生产和销售，欧文斯科宁在玻纤业务产能规划中预计在法国和印度实现扩产，印度产线2017年公告冷修技改后预计在2018年投产。

防火材料业务板块2017年实现销售净收入20.01亿美元，同比增长14.5%；实现息税前利润1.77亿美元，同比增长40.5%；折旧和摊销费用达到1.24亿美元，同比增长17.0%。

屋顶业务板块实现销售净收入25.53亿美元，同比增长16.4%；实现息税前利润5.35亿美元，同比增长10.1%；折旧和摊销费用达到5000万元，同比增长8.7%。

2017年12月12日，美国国会通过《减税和就业法案》，将企业所得税税率从35%一次性下调至21%，欧文斯科宁2017年企业所得税达到2.69亿美元，同比2016年1.88亿美元增长43.1%。2017年，欧文斯科宁有效税率将达到48%，如此高的所得税率主要是由于税法的临时调整，汇

强者恒强》——2017-10-08

《中国巨石（600176）深度报告：玻纤行业持续高景气，龙头企业强者恒强》——2017-09-11

《中国巨石（600176）2017年中报及海外扩产事件点评：中报业绩高增长，印度新建产线助力海外业务扩展》——2017-08-18

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

兑损益带来的估值调整等。预计 2017 年末通过的美国《减税和就业法案》将进一步利好欧文斯科宁旗下玻纤复合材料等业务发展。

## 投资要点：

- **玻纤行业龙头地位稳固，综合竞争力持续提升。**公司是玻纤行业龙头企业，世界范围内玻纤市场份额占比达到 20%以上。公司全面布局国内市场，在九江、桐乡、成都和埃及等地分别建设生产线，引入高效生产管理方法，持续降低生产成本，2014-2016 年玻纤产品综合毛利率分别为 35.3%、40.2%和 44.5%，呈逐年上升趋势，公司行业内综合竞争力持续提升。
- **海外项目持续扩产，全球市场服务能力提升。**公司现已完成埃及三期项目建设，总产能达到 20 万吨/年。埃及项目产品销往欧洲、土耳其和中东等市场；公司规划在美国南卡罗莱纳州投资 3 亿美元建设 8 万吨/年产能的玻纤生产线，预计于 2018 年底投产，将有效降低美国区域玻纤销售库存周期并受益美国税改政策，进一步提升公司产品在美国的市场竞争力；2017 年 8 月公司公告预计在印度新建 10 万吨/年无碱玻纤纱产线，实现海外项目持续扩产，全球市场服务能力整体提升。
- **玻纤产品技术升级，持续提升高端领域应用占比。**公司传统玻纤产品主要应用于建筑建材领域，在 2014 年前营收占比高达 40%，随着公司不断提高玻纤产品技术水平和下游应用领域逐步向高端拓展，公司产品下游应用结构出现显著改变。公司未来将持续提高在轨道交通、汽车轻量化、风能、管罐和电子产品等应用领域占比，实现整体盈利水平进一步提升。
- **大股东中建材股份与中材股份公布合并协议，公司业务向下游复合材料领域延伸。**2017 年 9 月，公司大股东中国建材股份（03323.HK）与中材股份（01893.HK）联合公布合并协议，每 1 股中材股份可以换取 0.85 股中国建材股份，换股后中材股份全部资产、负债、人员等一切权利和义务将由中国建材承接。公司作为中国建材股份旗下子公司，受益于母公司建材行业龙头地位稳固，并与行业竞争对手泰山玻纤由同一大股东控股，中建材集团承诺在 3 年内并力争用更短时间，遵循相关规定本着有利于中国巨石发展和维护股东（尤其是中小股东）利益的前提下，稳步推进相关业务整合以解决同业竞争问题，未来协同效应将增强。同时，公司通过收购中国建材股份旗下风机叶片供应商中复连众 32.04%股权，实现风电领域产业链延伸，行业竞争力进一步增强。
- **盈利预测和投资评级：**我们看好公司作为玻纤行业龙头的发展前景，未来公司产品应用结构调整和海外业务拓展将推动公司业绩进一步增长，基于审慎原则，在不考虑未来公司大股东中建材控股内部玻纤业务整合对公司业绩和股本的影响，我们预计 2018 年玻纤行业下游

需求旺盛，带动公司业绩快速增长，预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.73、0.98 和 1.22 元/股，维持“买入”评级。

- **风险提示：**海外项目建设进度低于预期；国内玻纤冷修技改项目效果低于预期；玻纤产品市场需求低于预期；中国建材股份与中材股份协同效应低于预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	7446	8000	9263	10862
增长率（%）	5.6%	7.4%	15.8%	17.3%
净利润（百万元）	1521	2124	2862	3562
增长率（%）	55%	40%	35%	24%
摊薄每股收益（元）	0.63	0.73	0.98	1.22
ROE（%）	13.77%	16.25%	18.27%	19.04%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 中国巨石盈利预测表

证券代码:	600176.sh				股票价格:	10.97	投资评级:	买入		日期:	2017/2/23
<b>财务指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	14%	16%	18%	19%	EPS	0.63	0.73	0.98	1.22		
毛利率	45%	48%	51%	51%	BVPS	4.51	4.45	5.33	6.37		
期间费率	21%	17%	15%	13%	<b>估值</b>						
销售净利率	20%	27%	31%	33%	P/E	17.54	15.07	11.19	8.99		
<b>成长能力</b>					P/B	2.43	2.47	2.06	1.72		
收入增长率	6%	7%	16%	17%	P/S	3.58	4.00	3.46	2.95		
利润增长率	55%	40%	35%	24%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
总资产周转率	0.31	0.33	0.37	0.41	营业收入	7446	8000	9263	10862		
应收账款周转率	2.28	2.31	2.35	2.43	营业成本	4116	4141	4575	5312		
存货周转率	2.97	2.92	2.97	3.04	营业税金及附加	62	56	60	60		
<b>偿债能力</b>					销售费用	295	296	306	348		
资产负债率	54%	46%	37%	29%	管理费用	656	664	723	815		
流动比	0.87	1.14	1.68	2.51	财务费用	536	356	263	215		
速动比	0.72	0.95	1.42	2.14	其他费用/(-收入)	(34)	(23)	(20)	(3)		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业利润	1746	2464	3317	4110		
现金及现金等价物	1855	2108	2448	3221	营业外净收支	80	75	85	98		
应收款项	3266	3463	3934	4464	利润总额	1826	2539	3402	4208		
存货净额	1385	1437	1562	1766	所得税费用	297	406	FALSE	631		
其他流动资产	1707	1760	2038	2281	净利润	1529	2133	2873	3576		
<b>流动资产合计</b>	<b>8212</b>	<b>8768</b>	<b>9982</b>	<b>11732</b>	少数股东损益	8	9	11	15		
固定资产	12769	11784	11252	10815	归属于母公司净利润	1521	2124	2862	3562		
在建工程	944	1514	1614	1714	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
无形资产及其他	479	479	452	504	经营活动现金流	3169	1266	1458	2620		
长期股权投资	993	993	993	993	净利润	1529	2133	2873	3576		
<b>资产总计</b>	<b>23932</b>	<b>24074</b>	<b>24827</b>	<b>26292</b>	少数股东权益	8	9	11	15		
短期借款	3352	3252	3102	2802	折旧摊销	988	1112	1030	983		
应付款项	1676	1265	1016	736	公允价值变动	(6)	0	0	0		
预收帐款	81	66	127	149	营运资金变动	650	(1987)	(2456)	(1955)		
其他流动负债	4353	3094	1699	980	投资活动现金流	(2494)	(698)	(598)	(645)		
<b>流动负债合计</b>	<b>9462</b>	<b>7677</b>	<b>5944</b>	<b>4667</b>	资本支出	(350)	(698)	(598)	(645)		
长期借款及应付债券	3087	2987	2887	2587	长期投资	(923)	0	0	0		
其他长期负债	335	335	335	335	其他	(1221)	0	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>3422</b>	<b>3322</b>	<b>3222</b>	<b>2922</b>	筹资活动现金流	(1661)	(306)	(536)	(1134)		
<b>负债合计</b>	<b>12884</b>	<b>10999</b>	<b>9166</b>	<b>7589</b>	债务融资	(2954)	(200)	(250)	(600)		
股本	2432	2919	2919	2919	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	11048	13074	15661	18703	其它	1293	(106)	(286)	(534)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>23932</b>	<b>24074</b>	<b>24827</b>	<b>26292</b>	现金净增加额	(986)	262	324	840		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

陈博，北京化工大学化学工程与技术专业硕士，5年半中国石油和化学工业联合会工作经验，2年券商行研经验。

谷航，北京大学化学专业本科，伦敦大学玛丽女王学院博士，上市公司1年项目管理经验，现在负责化工行业研究。

## 【分析师承诺】

代鹏举、陈博，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。