

全球工业增长和美国住房市场发展利好玻纤业务，国际龙头欧文斯科宁受通胀影响业绩略有下滑

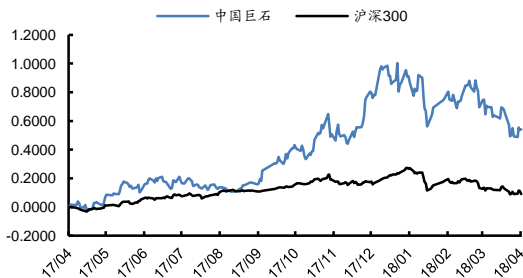
——中国巨石（600176）国际对标龙头欧文斯科宁（OC.N）

2018年一季报点评

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
010-88576933 guh@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中国巨石	-9.1	-19.4	57.3
沪深300	-3.2	-14.3	9.0

市场数据

市场数据	2018-04-26
当前价格(元)	14.10
52周价格区间(元)	8.69 - 18.92
总市值(百万)	41152.11
流通市值(百万)	41152.11
总股本(万股)	291858.90
流通股(万股)	291858.90
日均成交额(百万)	442.77
近一月换手(%)	19.58

相关报告

- 《中国巨石（600176）2018年一季报预增公告点评：2018年一季报业绩持续高增长，玻纤行业龙头强者恒强》——2018-03-27
- 《中国巨石（600176）2017年年报点评：玻纤行业景气度高，行业龙头成本控制与产品差异化并行实现业绩高增长》——2018-03-20
- 《中国巨石（600176）国际竞争对手欧文斯科宁

事件：

2018年4月25日，国际玻纤龙头欧文斯科宁发布2018年一季报，2018Q1欧文斯科宁实现营业收入16.91亿美元，同比2017Q1增长14.4%；实现毛利润3.55亿美元，同比2017Q1增长3.8%；2018Q1的综合毛利率为21.0%，相比2017年综合毛利率24.6%下降3.6个百分点，相比2017Q1的综合毛利率23.1%下降2.1个百分点。2018Q1公司的营业利润为1.27亿美元，同比2017Q1减少24.4%；息税前利润（EBIT）为1.31亿美元，同比2017Q1下降22.9%；净利润为9200万美元，同比2017Q1下降8.9%。

2018年3月31日欧文斯科宁总资产达102.13亿美元，同比2017年年末增长18.3%；资产负债率达到59.5%，相比2017年年末上升8.2个百分点；其中，流动负债13.84亿美元，相比2017年年末增加1.02亿美元；现金及等价物1.40亿美元，相比2017年年末减少1.06亿美元。

2018年一季度，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5.11亿美元，与2017Q1保持一致，息税前利润为6000万美元，同比2017Q1下降15.5%，主要是产品价格的上涨不及抵消输入型成本通胀以及运费上涨所致。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。

2018Q1欧文斯科宁在绝热材料领域实现销售净收入5.96亿美元，同比2017Q1增长49.4%，息税前利润达3200万美元，同比2017Q1增长540%。绝热材料领域主要包括玻纤绝热材料、玻纤管道保温材料、泡沫绝热材料等。该领域EBIT的大幅增长主要是来源于公司的业务收购以及产品价格的上涨。2018年2月5日，欧文斯科宁以11亿美元（约9亿欧元）收购了欧洲矿物棉绝热材料的龙头企业Paroc的全部股本，提升了公司矿物棉的生产技术，扩大了公司在欧洲市场的份额。住宅的建设、改造和维修、日益增长的商业、工业建筑、趋于严格的建筑规范以及对能源效率增长的需求使绝热材料具有广阔的发展前景，未来对绝热材料的需求主要依靠工业生产和住宅建设拉动。2018年一季度，经过季节调整后的美国新屋开工年平均指数（SAAR）约为13.2亿，高于2017Q1的12.4亿，

宁年报点评：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》——2018-02-23

《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

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%。

未来预计欧文斯科宁的保温材料业务将持续受益于全球工业生产的增长以及美国住房市场的增长，产能利用率和议价能力都将有所改善。

2018Q1 欧文斯科宁在屋顶材料领域实现净销售收入 6.42 亿美元，同比 2017Q1 增长 2.4%，息税前利润达 9700 万美元，同比 2017Q1 减少 22.4%，主要原因是通货膨胀导致的成本提升。屋顶材料主要包括住宅屋顶瓦片、氧化沥青材料等用于住宅和商业建筑的屋面部件以及包装材料。

2018Q1 净销售额的增长主要是由于公司 2018 年 2 月对 Paroc 的收购以及 2017 年 6 月对匹兹堡康宁公司的收购，以及通货膨胀导致的产品价格提升。2018Q1 同比 2017Q1 毛利的增长同样来源于欧文斯科宁对 Paroc 和匹兹堡康宁的收购，但毛利率的下降则归因于通胀导致的成本提高。

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。

中国巨石投资要点：

- **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合并获审通过，公司业务向下游复合材料领域延伸。**中国巨石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，目前此项合并已经获得中国证监会审核通过。中国巨石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2018-2020年EPS为0.98、1.22和1.42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；公司与欧文斯科宁业务不具有完全可比性，相关数据仅供参考。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	8652	9812	11173	12902
增长率（%）	16.2%	13.4%	13.9%	15.5%
净利润（百万元）	2150	2862	3562	4149
增长率（%）	41%	33%	24%	16%
摊薄每股收益（元）	0.74	0.98	1.22	1.42
ROE（%）	17.13%	18.73%	19.25%	18.82%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中国巨石盈利预测表（暂不考虑大股东中国建材与中材股份合并对于公司股本及业绩影响）

证券代码:	600176.sh				股票价格:	14.10	投资评级:	买入	日期:	2018/4/26
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E	
盈利能力					每股指标					
ROE	17%	19%	19%	19%	EPS	0.74	0.98	1.22	1.42	
毛利率	46%	53%	52%	51%	BVPS	4.27	5.20	6.30	7.50	
期间费率	18%	18%	15%	13%	估值					
销售净利率	25%	29%	32%	32%	P/E	19.14	14.38	11.55	9.92	
成长能力					P/B	3.31	2.71	2.24	1.88	
收入增长率	16%	13%	14%	15%	P/S	4.76	4.19	3.68	3.19	
利润增长率	41%	33%	24%	16%						
营运能力					利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E	
总资产周转率	0.35	0.35	0.36	0.38	营业收入	8652	9812	11173	12902	
应收账款周转率	2.40	2.40	2.43	2.43	营业成本	4686	4575	5312	6349	
存货周转率	3.52	3.54	3.65	3.72	营业税金及附加	87	69	89	71	
偿债能力					销售费用	321	363	413	413	
资产负债率	49%	45%	40%	35%	管理费用	719	814	872	968	
流动比	1.00	1.40	1.88	2.38	财务费用	420	474	345	284	
速动比	0.83	1.24	1.70	2.16	其他费用/(-收入)	50	(69)	(1)	0	
					营业利润	2493	3448	4140	4817	
资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E	营业外净收支	40	(26)	95	85	
现金及现金等价物	1842	4732	7454	10439	利润总额	2533	3422	4235	4902	
应收款项	3600	4086	4592	5302	所得税费用	376	548	FALSE	735	
存货净额	1329	1310	1480	1724	净利润	2158	2875	3577	4167	
其他流动资产	1067	1472	1341	1290	少数股东损益	8	12	15	18	
流动资产合计	7839	11600	14867	18755	归属于母公司净利润	2150	2862	3562	4149	
固定资产	13415	12647	12043	11540						
在建工程	1254	1354	1454	1254	现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E	
无形资产及其他	521	521	489	537	经营活动现金流	3803	3748	3914	4622	
长期股权投资	1184	1184	1184	1184	净利润	2158	2875	3577	4167	
资产总计	24792	27886	30616	33848	少数股东权益	8	12	15	18	
短期借款	4493	4393	4243	3943	折旧摊销	985	1170	1106	1053	
应付款项	2074	2036	2220	2463	公允价值变动	8	0	0	0	
预收帐款	133	108	92	71	营运资金变动	645	(309)	(784)	(615)	
其他流动负债	1120	1746	1337	1404	投资活动现金流	(1281)	(502)	(602)	(349)	
流动负债合计	7820	8283	7892	7881	资本支出	(957)	(502)	(602)	(349)	
长期借款及应付债券	4120	4020	3920	3620	长期投资	(191)	0	0	0	
其他长期负债	299	299	299	299	其他	(133)	0	0	0	
长期负债合计	4418	4318	4218	3918	筹资活动现金流	(2302)	(343)	(606)	(1222)	
负债合计	12238	12601	12110	11799	债务融资	2173	(200)	(250)	(600)	
股本	2919	2919	2919	2919	权益融资	79	0	0	0	
股东权益	12553	15285	18505	22049	其它	(4554)	(143)	(356)	(622)	
负债和股东权益总计	24792	27886	30616	33848	现金净增加额	220	2903	2705	3051	

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年研发项目管理经验，化工行业1年研究经验。

【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。