

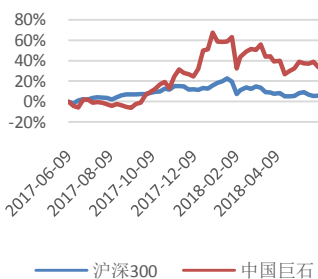
投资评级

推荐

公司基本情况

收盘价(元)	11.81
52周最高(元)	15.51
52周最低(元)	8.16
总市值(百万元)	41400
流通市值(百万元)	41400
总股本(百万股)	3502
流通股本(百万股)	3502
每股净资产(元)	4.44
资产负债率(%)	49.06

股价走势图



研发部

首席分析师：程毅敏
 SAC 执业证书编号：S1340511010001
 Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：杨浩
 Email: yanghao@cnpsec.com
 电话：010-67017788-9506

国内玻纤行业龙头，业绩向上弹性确定
——中国巨石（600176）
事件：

中证指数有限公司 2018 年 5 月 28 日发布《关于调整沪深 300 和中证香港 100 等指数样本股的公告》，根据指数规则，经指数专家委员会审议，中证指数有限公司决定于 2018 年 6 月 11 日调整沪深 300 指数样本股，本次调整沪深 300 指数更换 27 只股票，调入中国巨石、北新建材、荣盛石化等优质标的。

核心观点

- **“央企背景+民企基因”的玻纤行业龙头，成长稳健、盈利能力优异。**中国巨石前身为中国化建，由中国建材、振石股份等 4 家公司于 1999 年联合设立并同年上市，主营业务为玻璃纤维及制品的生产与销售，产品包括无碱玻璃纤维无捻粗纱、短切原丝、短切毡、方格布、电子布等玻纤产品，公司 2017 年底玻纤产能为 137 万吨，居全球及中国第一。公司 2017 年收入 86.5 亿元，同比增长 16.2%；实现归属母公司股东净利润约 21.5 亿元，同比增长 41.3%。成长性方面，公司 2013-2017 营业收入、归属母公司股东净利润复合增速分别为 13.52%、61.11%，期间盈利增长稳健，展现了出色的业绩成长性。盈利能力方面，公司 2013-2017 年摊薄 ROE 均值为 12.33%，行业表现较好且近三年表现出提升趋势。
- **行业供需方面，我们认为 2018 年整体将呈现紧平衡态势，价格有望保持稳定。**需求保持稳定增长的同时结构亦将有所改善：1) 根据欧文斯科宁判断，玻纤行业需求增速约为工业产值增速的 1.6 倍，玻纤行业未来三年全球需求增速约 5%，中国市场增速接近 10%；2) 需求结构上，全球玻纤消费市场结构为：建筑 32%、交通 28%、工业 21%、电子电气 11% 以及新能源领域 8%，其中汽车轻量化、风电叶片方面的需求增长较快，增加高端需求向上弹性，推进需求结构的改善。供给方面，1) 玻纤行业资金、政策、技术壁垒较高，行业新进入者产能投放不大且进度滞后，同时 2018 年环保有望导致低端坩埚法产能（约占全国产能 6% 左右）进一步退出；2) 主要威胁来源于业内巨头产能新建及冷修技改完成后带来的增量，目前国内产能新增有序，部分产能短期存在冷修停产预期，2018 年整体产能投放可控，价格应维持稳定。
- **公司产能扩张、盈利能力改善预期明确，具备业绩向上弹性。**一方面，公司产能扩张预期明确：1) 目前总产能约 137 万吨，其中埃及 20 万吨项目尚处于产能释放期，叠加在建美国项目（8 万吨，预计 2018 年底投产）及印度项目逐步跟进，公司 2018-2019 期间整体产能扩张确定；2) 展望中长期，公司将在未来五年内建设三条无碱玻纤生产线和三条点

子纱、电子布生产线，项目建成后将新增年产 45 万吨无碱玻纤、年产 18 万吨点子纱及 8 亿米电子布的产能规模。另一方面，产能布局助力公司整体盈利能力提升：1) 埃及项目具备原材料成本优势，产品主要供给欧洲、土耳其和中东等市场，整体毛利率高于国内，产能释放有助于提升公司整体盈利能力；2) 美国、印度项目的后期投产将有助于减少关税、运输成本；3) 公司未来五年的无碱玻纤、电子纱及电子布生产线将进一步助推公司产品高端化，毛利率亦有望得到提升。

● **大股东中建材与中材股份合并，公司玻纤业务存整合预期，利好行业竞争格局改善。**中建材与中材股份合并获批之后，中国巨石与竞争对手泰山玻纤由同一大股东控股，存在集团内同业竞争的情况。目前中建材集团已承诺在自 2017 年 12 月起的三年内稳步推进旗下公司业务整合以解决同业竞争问题。考虑到目前两家公司玻纤产能分居国内第一、第二，后期两者在业务上实现整合将实现优势互补，减少无效竞争与产能重复建设，玻纤行业竞争格局有望得到显著改善。

● **盈利预测与评级：**我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.95 元、1.08 元和 1.22 元，对应的动态市盈率分别为 12.5 倍、10.9 倍和 9.7 倍，给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**海外项目建设进度低于预期；集团业务整合协同不及预期；海外项目政策风险；汇兑变动风险；原材料成本上行。

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	8,652	10,345	11,972	13,740
增长率（%）	16.19%	19.6%	15.7%	14.8%
净利润（百万元）	2,150	2,767	3,149	3,551
增长率（%）	41.34%	28.7%	13.8%	12.8%
EPS（元）	0.74	0.95	1.08	1.22

财务预测表

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,842	2,060	1,468	2,528
交易性金融资产	-	-	-	-
应收及预付	3,817	4,564	5,282	6,062
其他应收账款	101	63	63	63
存货	1,329	1,590	1,840	2,111
其他流动资产	748	1,027	1,027	1,027
流动资产合计	7,837	9,304	9,680	11,792
长期投资	1,184	1,189	1,189	1,189
固定资产	13,415	15,442	17,464	19,306
无形资产	521	623	721	828
其他非流动资产	1,833	2,094	2,328	2,607
非流动资产合计	16,953	19,348	21,702	23,930
资产总计	24,792	28,653	31,382	35,722
短期借款	4,493	4,873	5,617	6,436
应付及预收	2,207	2,639	3,054	3,505
其他流动负债	1,120	1,434	1,434	1,434
流动负债	7,820	8,946	10,105	11,375
长期借款	2,624	3,138	3,632	4,168
应付债券	1,495	-	-	-
其他非流动负债	299	1,877	382	382
非流动负债	4,418	5,015	4,014	4,550
负债合计	12,238	13,961	14,118	15,925
股本	2,919	2,919	2,919	2,919
资本公积	4,022	4,022	4,022	4,022
留存收益	5,508	7,636	10,203	12,731
母公司所有者权益	12,449	14,577	17,143	19,672
少数股东权益	105	115	120	125
负债和股东权益	24,792	28,653	31,382	35,722

现金流量表摘要

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
经营现金流净额	3,803	3,920	4,549	5,123
投资现金流净额	-1,281	-2,095	-3,435	-1,379
筹资现金流净额	-2,302	-1,602	-1,706	-2,684

利润表

会计年度 (百万)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,652	10,345	11,972	13,740
营业总成本:	6,273	7,144	8,322	9,615
营业成本	4,686	5,474	6,389	7,396
营业税金及附加	87	126	146	167
销售费用	321	403	467	536
管理费用	719	635	735	844
财务费用	420	510	590	677
资产减值损失	40	-4	-5	-5
其他经营收益:	90	2	6	6
公允变动收益	8	-5	-	-
投资净收益	83	6	6	6
汇兑净收益	-	-	-	-
其他收益	33	1	-	-
营业利润	2,493	3,203	3,656	4,132
加: 营业外收入	56	71	72	73
减: 营业外支出	16	7	9	11
利润总额	2,533	3,268	3,719	4,194
减: 所得税	376	490	558	629
净利润	2,158	2,777	3,161	3,565
减: 少数股东损益	8	10	12	14
归属公司净利	2,150	2,767	3,149	3,551

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	45.8%	47.1%	46.6%	46.2%
净利率	24.9%	26.8%	26.4%	25.9%
净资产收益率	17.3%	19.0%	18.4%	18.1%
市盈率 (倍)	24.6	12.5	10.9	9.7
市净率 (倍)	3.82	2.36	2.01	1.75
EPS	0.74	0.95	1.08	1.22
每股净资产 (元/股)	4.27	4.99	5.87	6.74
经营现金流 (元/股)	1.30	1.34	1.56	1.76

数据来源:公司公告,中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本40.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。