

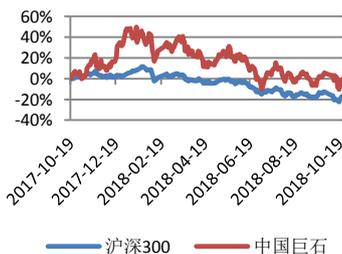
投资评级

推荐

公司基本情况

收盘价(元)	9.99
52周最高(元)	15.51
52周最低(元)	8.70
总市值(亿元)	350
流通市值(亿元)	350
总股本(亿股)	35.02
流通股本(亿股)	35.02
每股净资产(元)	3.90
资产负债率(%)	52.74

股价走势图



研发部

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

研究助理：杨浩
SAC 执业证书编号：S1340118010016
Email: yanghao@cnpsec.com
电话：010-67017788-9506

相关研究报告

《中国巨石(600176.SH)：国内玻纤行业龙头，业绩向上弹性确定》-2018.6.9

业绩持续较快增长，产能扩张预期明确

——中国巨石(600176)

事件：

10月18日晚间，公司发布2018年第三季度报告：公司1-9月合计实现营业收入76.29亿元，同比增长18.48%；实现归母净利19.12亿元，同比增长23.26%；实现扣非净利19.17亿元，同比增长26.21%。

公司三季度实现收入26.11亿元，同比增长10.57%；单季实现归母净利6.45亿元，同比增长18.37%；单季实现扣非净利约6.50亿元，同比增长19.31%。

核心观点

● **整体业绩仍保持较快增长，边际增速出现承压。**1) 整体来看，各项数据仍保持较快增长：前三季度收入、归母净利、扣非净利同比增速分别为18.48%、23.26%、26.21%，仍保持较快增长，但环比半年报数据则分别下滑4.58、2.65以及3.85个百分点；毛利率45.09%、净利率25.14%，受原材料阶段性涨价、新开工项目投产拖累而略有下滑，比2018H1数据分别减少0.49、0.21个百分点；2) 季度分解来看，边际增速承压明显：公司Q3收入、扣非净利增速分别为10.57%、19.31%，两项数据进入2018年以来持续下滑，考虑2017Q4高基数的影响，2018Q4增速或仍将小幅下滑。

● **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，新进入者威胁小，业内增产压力整体可控：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，价格应维持相对稳定。

● **公司产能扩张预期明确，具备业绩向上弹性。**一方面，公司产能

扩张预期明确：1) 目前埃及 20 万吨项目于 2017H2 投产，尚处于产能释放期；2018H1 九江新建和冷修的 4 条生产线点火投产，年产 35 万吨玻纤生产基地建成；桐乡粗纱一期年产 15 万吨生产线已于 9 月投产，细纱一期 6 万吨生产线预计 2019Q1 投产；在建美国南卡基地项目 8 万吨产能预计 2019Q1 投产；巨石印度 10 万吨产能项目稳步推进中，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电子纱、电子布生产线，项目建成后新增年产 45 万吨无碱玻纤、年产 18 万吨电子纱及 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稳健：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) 公司新材料智能制造基地的建设以及无碱玻纤、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：**考虑到边际增速承压的情况，略微下调之前的盈利预期，预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.74 元、0.83 元和 0.95 元，目前股价对应 2018-2020 年市盈率分别为 13.6 倍、12.0 倍和 10.5 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；中美贸易战影响；下游需求下滑超预期；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	10,092	11,580	13,176
增长率 (%)	16.19%	16.7%	14.7%	13.8%
净利润 (百万元)	2,150	2,574	2,921	3,328
增长率 (%)	41.34%	19.7%	13.5%	13.9%
EPS (元)	0.61	0.74	0.83	0.95

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	2,180	2,500	3,058
交易性金融资产	-	-	-	-
应收及预付	3,817	4,453	5,109	5,313
其他应收款	101	63	63	63
存货	1,329	1,551	1,779	2,025
其他流动资产	748	1,027	1,027	1,027
流动资产合计	7,837	9,274	10,478	11,486
长期投资	1,184	1,189	1,189	1,189
固定资产	13,415	15,632	17,440	19,060
无形资产	521	608	698	794
其他非流动资产	1,833	2,511	2,271	2,838
非流动资产合计	16,953	19,940	21,598	23,881
资产总计	24,792	29,214	32,076	35,367
短期借款	4,493	4,741	5,414	6,143
应付及预收	2,207	4,074	4,454	4,361
其他流动负债	1,120	1,434	1,434	1,434
流动负债	7,820	10,250	11,301	11,938
长期借款	2,624	2,061	3,060	2,972
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	3,938	3,442	3,354
负债合计	12,238	14,188	14,743	15,292
股本	2,919	3,502	3,502	3,502
资本公积	4,022	4,022	4,022	4,022
留存收益	5,508	7,386	9,689	12,425
母公司所有者权益	12,449	14,911	17,213	19,950
少数股东权益	105	115	120	125
负债和股东权益	24,792	29,214	32,076	35,367

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	5,314	4,348	4,913
投资现金流净额	-1,281	-2,745	-2,755	-1,457
筹资现金流净额	-2,302	-2,226	-1,273	-2,898

利润表

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,652	10,092	11,580	13,176
营业总成本:	6,273	7,119	8,198	9,312
营业成本	4,686	5,489	6,329	7,185
营业税金及附加	87	123	141	160
销售费用	321	393	451	514
管理费用	719	620	711	809
财务费用	420	497	571	649
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	2,976	3,387	3,870
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	3,040	3,451	3,932
减: 所得税	376	456	518	590
净利润	2,158	2,584	2,933	3,342
减: 少数股东损益	8	10	12	14
归属母公司净利	2,150	2,574	2,921	3,328

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	45.8%	45.6%	45.3%	45.5%
净利率	24.9%	25.6%	25.3%	25.4%
净资产收益率	17.3%	17.3%	17.0%	16.7%
市盈率 (倍)	24.6	13.6	12.0	10.5
市净率 (倍)	3.82	2.35	2.03	1.75
EPS	0.61	0.74	0.83	0.95
每股净资产 (元/股)	3.55	4.26	4.91	5.70
经营现金流 (元/股)	1.09	1.52	1.24	1.40

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。