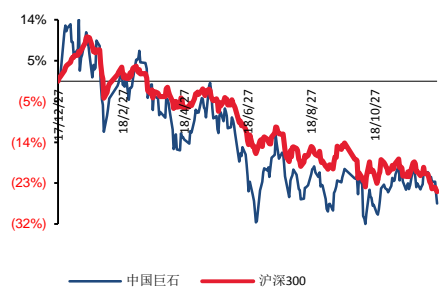


材料 材料 II

中国巨石点评: 电子纱市场份额扩大, 差异化战略深化

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,502/3,502
总市值/流通(百万元)	33,552/33,552
12个月最高/最低(元)	18.33/8.98

■ 相关研究报告:

中国巨石(600176)《中国巨石: 从成本领先到差异化, 玻纤龙头引吭高歌》—2018/10/08

证券分析师: 闫广

电话: 0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518090001

事件:中国巨石12月18日宣布智能制造基地第一条6万吨/年电子纱生产线顺利点火。

电子纱市场份额扩大, 向龙头迈出坚实一步。目前国内已投产电子纱生产线76.4万吨/年(包括今日投产的巨石智能制造1线)。智能制造基地电子纱一线投产后,公司电子纱产能由4.2万吨/年提升至10.2万吨/年,电子纱市场份额由6%提升至13.4%,标志着公司向电子纱龙头企业的目标更进一步。同时根据我们测算,公司智能制造基地3条电子纱生产线全部投产后,公司电子纱产能将达到22.2万吨/年,市场份额将提升至24%,成为中国最大的电子纱生产企业;

电子纱产能扩张进一步助力差异化战略。由于直径更细且性能要求更高,电子纱生产对企业生产技术及生产管理的要求相较于非电子纱更加严格,同时电子纱生产线初始投资3.5万元/吨左右,远高于非电子纱的1万元/吨,进入门槛较高,因此电子纱属于玻纤纱中高端产品,价格及利润优于一般玻纤纱。公司电子纱目前采用德国技术,获得客户高度认可,而我们预计电子纱产能的扩张将进一步提升公司高端产品占比,从而助力公司差异化战略,使得公司能够穿越周期获得稳定的盈利能力;

智能制造基地顺利推进, 成本有望进一步下降。公司近年来通过技术革新降低成本,目前玻纤及玻纤制品综合成本显著下行。我们认为,随着智能制造基地的推进,公司玻纤及玻纤制品单位成本还有进一步下降空间,盈利能力有望进一步提高;

投资建议:我们下调2018-2020年归母净利润至25.8、29.8、35.7亿元(-1.5、-3.8、-4.1亿元),同比增长20.0%、15.5%、20.0%,目标价下调至14.9元(-0.31元)。我们认为当前价位已是底部,在低端玻纤纱因产能投放而降价的利空充分释放后,公司拥有较高的配置价值,行业龙头技术进步带来的红利将持续释放,维持“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8652	9856	11564	12935
(+/-%)	16.20	13.92	17.33	11.86
净利润(百万元)	2150	2580	2980	3570
(+/-%)	41.34	20.02	15.50	19.78
摊薄每股收益(元)	0.74	0.74	0.85	1.02
市盈率(PE)	22.12	13.00	11.26	9.40

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

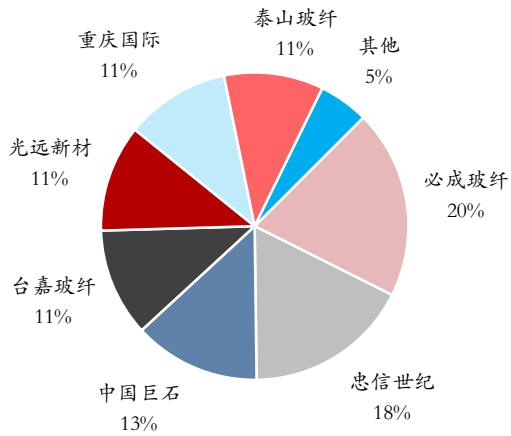
关键图表

图表 1: 国内已投产电子纱生产线

省份	生产线名称	所属大集团	产能 (万吨/年)	状态	投产日期
山东	泰山玻纤泰安邹城 1 线	泰山玻纤	1.5	在产	2010 年 9 月
山东	泰山玻纤泰安邹城 2 线	泰山玻纤	1.5	停产	2005 年 4 月
山东	泰山玻纤泰安邹城 5 线	泰山玻纤	5	在产	2017 年 5 月
河南	林州光远新材林州 1 线	光远新材	3.6	在产	2013 年 10 月
河南	林州光远新材林州 2 线	光远新材	5	在产	2018 年 8 月
安徽	安徽丹凤桐城 1 线	安徽丹凤	1	在产	2010 年 10 月
浙江	巨石攀登电子基材 1 线	中国巨石	1.2	冷修	2006 年 11 月
浙江	巨石攀登电子基材 2 线	中国巨石	3	在产	2014 年 6 月
浙江	巨石智能制造电子纱 1 线	中国巨石	6	在产	2018 年 12 月
上海	上海天玮玻纤材料 (原 AGY) 1 线	重庆国际	1.8	停产	2004 年 8 月
江苏	必成玻纤昆山 1 线	必成玻纤	3.8	在产	2003 年 9 月
江苏	必成玻纤昆山 2 线	必成玻纤	3.8	在产	2006 年 7 月
江苏	必成玻纤昆山 3 线	必成玻纤	3.8	在产	2008 年 5 月
江苏	必成玻纤昆山 4 线	必成玻纤	3.8	在产	2012 年 11 月
江苏	昆山台嘉玻纤昆山 1 线	台嘉玻纤	1.7	在产	2004 年 1 月
江苏	昆山台嘉玻纤昆山 2 线	台嘉玻纤	2	在产	2005 年 6 月
江苏	昆山台嘉玻纤昆山 3 线	台嘉玻纤	1	在产	2007 年 7 月
江苏	昆山台嘉玻纤昆山 4 线	台嘉玻纤	1	在产	2008 年 3 月
四川	台嘉成都玻纤 1 线	台嘉玻纤	3	在产	2013 年 10 月
四川	四川玻纤集团 1 线	四川玻纤	3	在产	2011 年 10 月
重庆	重庆国际复合材料长寿 F04 线	重庆国际	3	在产	2006 年 2 月
重庆	重庆国际复合材料长寿 F07 线	重庆国际	3.6	在产	2008 年 1 月
广东	建滔化工集团忠信世纪玻纤 1 线	忠信世纪	3	在产	2007 年 11 月
广东	建滔化工集团忠信世纪玻纤 2 线	忠信世纪	3	在产	2008 年 5 月
广东	广州忠信世纪玻纤有限公司 1 线	忠信世纪	1.2	在产	2002 年 6 月
广东	广州忠信世纪玻纤有限公司 2 线	忠信世纪	1.5	在产	2003 年 6 月
广东	广州忠信世纪玻纤有限公司 3 线	忠信世纪	1.6	在产	2005 年 1 月
广东	广州忠信世纪玻纤有限公司 4 线	忠信世纪	3	在产	2008 年 8 月
合计			76.4		

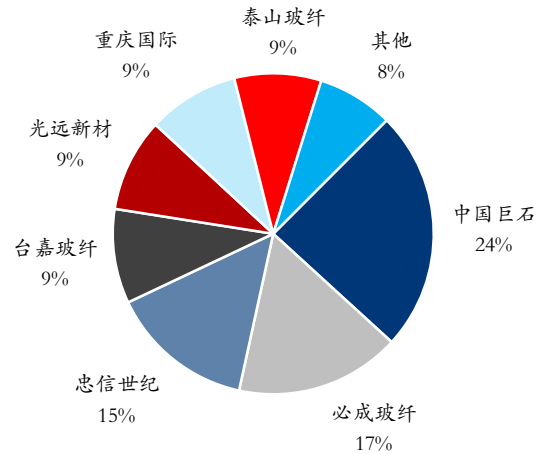
资料来源: 卓创, 各公司官方网站, 太平洋证券研究院

图表 2: 目前电子纱领域市场份额



资料来源: 卓创, 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 3: 三期项目投产后预计市场份额



资料来源: 卓创, 公司资料, 太平洋证券研究院

风险提示

- 需求低于预期;
- 新增产能投放大于预期;
- 原材料、燃料价格持续超预期上涨;

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1855	1842	1840	2021	2350	营业收入	7446	8652	9856	11564	12935
应收和预付款项	1489	1550	1823	2148	2387	营业成本	4116	4686	5337	6389	6929
存货	1385	1329	1660	1966	2114	营业税金及附加	62	87	99	116	130
其他流动资产	3484	3117	3442	3908	4282	销售费用	295	321	366	429	480
流动资产合计	8212	7839	8765	10042	11134	管理费用	656	719	749	821	905
长期股权投资	993	1184	1184	1184	1184	财务费用	536	420	436	440	405
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	26	40	30	20	24
固定资产	12769	13415	14771	14843	14721	投资收益	-2	83	100	94	76
在建工程	944	1254	2204	3004	3654	公允价值变动	-6	8	2	2	2
无形资产开发支出	479	521	552	586	618	营业利润	1746	2493	2941	3445	4140
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	80	40	101	69	69
其他非流动资产	15720	16953	19290	20196	20756	利润总额	1826	2533	3042	3514	4209
资产总计	23932	24792	28055	30238	31890	所得税	297	376	451	521	624
短期借款	3352	4493	2794	2300	930	净利润	1529	2158	2591	2993	3585
应付和预收款项	1004	1187	1278	1526	1661	少数股东损益	8	8	11	13	15
长期借款	1594	2624	4124	4124	4124	归母股东净利润	1521	2150	2580	2980	3570
其他负债	6934	3934	5007	5318	5495						
负债合计	12884	12238	13203	13268	12210	预测指标					
股本	2432	2919	3502	3502	3502		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
资本公积	4462	4022	4022	4022	4022	毛利率	44.72%	45.84%	45.85%	44.75%	46.43%
留存收益	4052	5594	7298	9403	12097	销售净利率	20.43%	24.85%	26.18%	25.77%	27.60%
归母公司股东权益	10966	12449	14737	16842	19536	销售收入增长率	5.55%	16.19%	13.93%	17.32%	11.86%
少数股东权益	82	105	116	128	143	EBIT 增长率	22.94%	25.00%	17.79%	13.66%	16.69%
股东权益合计	11048	12553	14853	16970	19679	净利润增长率	54.73%	41.34%	20.02%	15.50%	19.78%
负债和股东权益	23932	24792	28055	30238	31890	ROE	13.87%	17.27%	17.51%	17.70%	18.27%
现金流量表(百万)						ROA	6.36%	8.67%	9.20%	9.86%	11.19%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROIC	11.74%	13.28%	14.08%	14.98%	16.73%
经营性现金流	3169	3803	3345	4022	4784	EPS(X)	0.63	0.74	0.74	0.85	1.02
投资性现金流	-2494	-1281	-3268	-2004	-1774	PE(X)	15.73	22.12	13.00	11.26	9.40
融资性现金流	-1661	-2302	-79	-1837	-2681	PB(X)	2.18	3.82	2.28	1.99	1.72
现金增加额	-117	-133	0	0	0	PS(X)	3.21	5.50	3.40	2.90	2.59
						EV/EBITDA(X)	9.14	13.96	8.90	7.72	6.46

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售

张卓粤

13554982912

zhangzy@tpyzq.com

华南销售

王佳美

18271801566

wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。