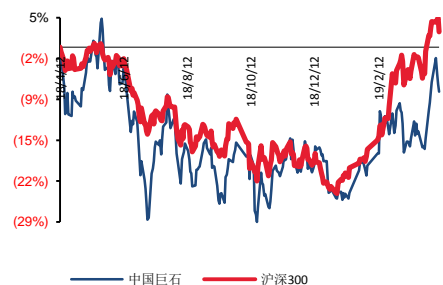


材料 材料 II

中国巨石：新周期的起点，王者荣耀的涅槃

■ 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)	40,837/40,837
12个月最高/最低(元)	15.50/8.98

相关研究报告:

中国巨石(600176)《中国巨石年报点评:贸易战影响Q4下滑,差异化护航拐点将至》--2019/03/21

中国巨石(600176)《中国巨石点评:电子纱市场份额扩大,差异化战略深化》--2018/12/27

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

报告摘要

玻纤行业三大拐点来临,行业将进入新周期。1) 产能周期的拐点: 根据我们统计, 2019年国内玻纤新增产能将大幅下降至20-30万吨(2018:100万吨), 海外玻纤产能扩张同样放缓(2019:20万吨左右), 而在2018新增产能在2019Q1已经基本消化完毕; 2) 价格盈利的拐点: 目前很多小企业已经处于盈亏平衡边缘, 价格底部有支撑, 随着经济及需求回暖, 价格及盈利拐点即将来临; 3) 差异化发展的拐点: 类似于2014年, 我们认为2019年风电抢装以及5G基站等新基建的发展将进一步提振高端产品需求从而加速行业差异化发展的趋势, 头部企业预计从中受益;

差异化发展先锋,王者荣耀的涅槃。公司是引领我国玻纤行业差异化发展的先锋, 拥有技术、规模、资源禀赋等多重优势, 根据我们测算, 目前公司风电纱、热塑纱等高端产品占比达到40%, 在行业中处于绝对领先地位。随着公司智能制造基地无碱纱和电子纱产能的逐渐爬坡, 我们认为公司将进一步贯彻差异化发展战略, 并扩大规模、成本上的优势, 从而引领玻纤行业的复苏及新周期的发展, 2019Q1将是公司业绩底部;

国际化进程稳步推进,估值中枢有望提升。公司美国8万吨生产线预计2019年投产, 印度10万吨生产线预计2020年投产, 使得公司海外产能达到38万吨, 占公司总产能比重提升至18%, 并使得公司更好的辐射亚洲及北美市场, 完善国际化布局。对标福耀玻璃, 我们认为在公司国际化进程稳步推进及差异化发展策略进一步贯彻的背景下, 估值中枢有望上升, 当下即是公司业绩及估值的双重拐点, 也是良好的布局时机;

投资建议: 保守预计2019/2020年归母净利润27.3/32.9亿元, 同比增长14.9%/20.5%, EPS0.78/0.94。给予公司2019E净利润17x PE的估值, 目标价15.96元, 维持“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8652	10032	11505	12709
(+/-%)	16.2%	16.0%	14.7%	10.5%
净利润(百万元)	2150	2374	2727	3288
(+/-%)	41.3%	10.4%	14.9%	20.5%
摊薄每股收益(元)	0.74	0.68	0.78	0.94
市盈率(PE)	15.83	17.20	14.97	12.42

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

内容目录

投资故事	4
盈利预测与投资建议	5
玻纤行业将迎来三大拐点，2019Q1 将是行业中期底部	6
新增产能大幅减少，2019Q1 迎来产能拐点	6
成本支撑及需求回暖下价格盈利拐点逐步来临	7
差异化发展的加速拐点来临	9
差异化发展先锋，引领行业复苏	11
核心工艺升级引领行业差异化发展	11
电子纱产能扩张进一步助力差异化发展战略	12
成本优势难以被超越	13
二季度内销及出口预计开始回暖	14
与泰山玻纤同业竞争问题将逐步解决	15
国际化进程稳步推进，估值中枢将迎来修复	15
三地五洲战略逐步落实	15
对标福耀，估值上升空间充足	16
风险提示	18

图表目录

图表 1: 公司盈利预测	5
图表 2: 中国玻纤供需平衡表	6
图表 3: 2019 年及 2020 年国内非电子纱预计新增产能	7
图表 4: 2019 年预计海外新增玻纤产能	7
图表 5: 山东、重庆中小企业无碱 2400TEX 缠绕直接纱吨利润测算	7
图表 6: 建筑业 PMI	8
图表 7: 月度新增风电建设规模	8
图表 8: 新能源汽车月度产量	8
图表 9: 玻纤在汽车轻量化应用中性价比最高	8
图表 10: 中国玻纤下游需求划分	9
图表 11: 2014 年及 2015H1 玻纤价格猛烈上涨	9
图表 12: 风电弃风率下降	10
图表 13: 维斯塔斯签约订单加速	10
图表 14: 5G 宏基站数量预测	10
图表 15: 室分站数量预测	10
图表 16: 我国仍有 11% 左右池窑产能规模较小且产品落后	10
图表 17: 中国巨石玻纤板块毛利率自 2013 年起稳步上升	11
图表 18: 中国巨石市场份额逐步提升	11
图表 19: 巨石近年来工艺升级创新总结	11
图表 20: 公司 LFT 用无碱玻璃纤维直接无捻粗纱产品	12
图表 21: 公司热塑性塑料用无碱玻璃纤维短切原丝	12
图表 22: 目前电子纱领域市场份额	12

图表 23: 三期项目投产后预计电子纱市场份额	12
图表 24: 电子纱产品	13
图表 25: 中国巨石产能分部	13
图表 26: 各公司叶腊石采购成本对比	13
图表 27: 天然气采购成本对比	14
图表 28: 各公司非电子纱池窑平均规模对比	14
图表 29: 国内玻纤非电子纱产能市场份额	15
图表 30: 中国巨石海外玻纤产能列表	16
图表 31: 中国巨石与福耀玻璃对比	16
图表 32: 中国玻纤产量	17
图表 33: 中国汽车产量	17
图表 34: 中国巨石研发支出	17
图表 35: 汽车零部件板块 PE-BAND 估值	18
图表 36: 福耀玻璃估值 BAND	18
图表 37: 中国巨石 PE-BAND 估值	18
图表 38: 中国巨石 PB-BAND	18

投资故事

1、玻纤行业即将迎来三大拐点，19Q1 即是中期底部。1) 产能周期拐点：根据我们统计，2019 年国内玻纤行业新增产能将大幅下降至 20-30 万吨（2018:100 万吨），海外产能扩张同样放缓（2019:20 万吨左右）而 2018 年集中投产的新增产能已经于 2019Q1 基本消化完毕；2) 价格盈利拐点：小企业已处于盈亏平衡边缘，成本将支撑玻纤价格底部，而需求端预计逐步回暖，为涨价提供良好的局面；3) 差异化发展的加速拐点：与 2014 年风电抢装刺激高端需求撬动玻纤售价一样，我们认为 2019 年需求的增长将主要来自于风电、新能源汽车以及 5G 通讯等高端领域，有望对价格形成较大的提振，同时进一步拉大头部企业与其余梯队企业的差距，从而加速行业的差异化发展；

2、差异化发展先锋，引领行业复苏。公司自 2009 年以来坚持差异化发展路线，先后推出 E6-E8 系列高端玻璃液配方，弥补国内先关领域空白，并于 2018 年完成 E9 系列配方实验室研究，进一步拓宽技术优势。此外，2018 年公司智能制造电子纱 1 线投产，电子纱市场份额上升至 13%，未来智能制造三期电子纱生产线全部投产后，将成为最大的电子纱生产企业，差异化战略将进一步深化。除领先的技术工艺外，公司优异的资源禀赋、低廉的天然气采购价铸就了公司难以复制的成本优势，因此我们认为公司将引领玻纤行业的复苏；

3、海外布局稳步推进，三地五洲布局完成全球覆盖。公司近年来积极拓展海外布局，埃及 20 万吨生产基地已完成建设，美国 8 万吨生产线预计 2019 年上半年投产，印度 10 万吨生产线预计 2020 年投产。在现有海外项目储备全部投产后，公司海外产能将达到 38 万吨，占公司产能比重将提升至 18%，并完成对五大洲主要玻纤消费市场的全覆盖；

4、对标福耀玻璃，估值中枢有望修复。我们认为公司与福耀玻璃存在 4 个相似点：1) 相似的行业背景，2) 相似的行业地位，3) 相似的经营策略，4) 相似的海外扩张路径。通过研究双方估值我们发现，福耀玻璃自 2014 年俄罗斯产能投产后估值中枢打破行业周期稳步上升，而巨石的估值则基本随玻纤行业周期波动，因此我们认为公司差异化发展及国际化发展的成就及趋势并未被市场认可，公司估值中枢仍有充分修复空间。同时考虑到 2019Q1 是行业及公司业绩增速的底部，我们认为公司将迎来业绩及估值双重修复，当下即是良好的布局时机；

盈利预测与投资建议

考虑到行业的拐点即将来临以及公司领先行业的经营策略及成本优势，我们认为公司即将迎来业绩及估值的双重拐点。保守预计 2019/2020 年归母净利润 27.3/32.9 亿元，同比增长 14.9%/20.5%，EPS0.78/0.94。给予公司 2019E 净利润 17x PE 的估值，目标价 15.96 元，维持“买入”评级。

图表 1: 公司盈利预测

(人民币百万)	2016	2017	2018	2019E	2020E
玻纤及制品销量 (万吨)	119	145	156	181	190
平均售价 (元/吨)	6,156	5,811	6,133	6,088	6,424
吨毛利 (元/吨)	2,739	2,710	2,891	2,739	3,029
收入	7,446	8,652	10,032	11,505	12,709
同比增速	5.6%	16.2%	16.0%	14.7%	10.5%
毛利	3,268	3,879	4,440	4,886	5,679
毛利率	43.9%	44.8%	44.3%	42.5%	44.7%
净利润	1,521	2,150	2,374	2,727	3,288
净利率	20.4%	24.8%	23.7%	23.7%	25.9%
同比增速	54.7%	41.3%	10.4%	14.9%	20.5%

资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

玻纤行业将迎来三大拐点，2019Q1 将是行业中期底部

我们认为中期来看，玻纤行业将迎来三大拐点，2019Q1 将是行业中期的底部：1) 产能周期的拐点：2019 年玻纤行业新增产能将大幅下降至 20-30 万吨(2018 年:100 万吨)，而 2018 年集中投放的产能已于 2019Q1 基本消化完毕；2) 价格及盈利拐点：目前很多小企业已经处在盈亏平衡边界点附近，价格将受到成本支撑，而随着需求伴随经济及政治形势的缓和逐步回暖，价格仍有进一步上升的动力；3) 差异化发展的拐点：我们认为 2019 年风电抢装及 5G 基站新基建的发展将像 2014-2015 风电抢装一样刺激高端玻纤产品需求，行业差异化发展将迎来加速拐点；

新增产能大幅减少，2019Q1 迎来产能拐点

由于 2017 年玻纤行业价格盈利良好以及 2018 年是冷修技改高峰，2018 年玻纤行业新增产能达 100 万吨左右，为近年来最高，也对 2018H2 及 2019Q1 的玻纤价格造成了极大的压制。而根据我们统计，2019 年国内玻纤行业新增产能将大幅下降至 20-30 万吨，2020 年的新增产能总体也将有限。此外，全球玻纤企业海外扩张步伐也将于 2019 年放缓。根据我们统计，2019 年，海外新增产能 20 万吨左右，因此即使考虑全球范围，2019 年新增产能的压力也明显小于 2018 年。由于 2018 年集中投产的新增产能也于 2019Q1 基本消化完毕，我们认为 2019Q2 开始，行业将迎来产能拐点，产能利用率有望于 2019 年起稳步提升。

图表 2：中国玻纤供需平衡表

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
中国产量	323	362	408	438	473	504
同比%	4.9%	12.1%	12.7%	7.3%	8.0%	6.5%
其中：池窑产量	305	340	388	424	463	499
占比%	94.3%	93.9%	95.1%	97.0%	98.0%	99.0%
其中：坩埚及其他落后产能产量	19	22	20	13	9	5
占比%	5.7%	6.1%	4.9%	3.0%	2.0%	1.0%
当年加权池窑产能 (万吨/年)	352	361	390	430	502	535
加权产能利用率%	86.6%	94.3%	99.4%	98.7%	92.3%	93.2%
当年年底池窑产能 (万吨/年)	370	382	410	516	545	576
理论产能利用率%	82.3%	89.0%	94.6%	82.3%	85.1%	86.6%
进口	15	11	13	10	10	10
出口	(74)	(75)	(87)	(97)	(97)	(97)
表观消费量	265	299	334	351	386	417
表观消费量增速%	7.4%	12.9%	11.8%	5.0%	10.0%	8.0%

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3: 2019 年及 2020 年国内非电子纱预计新增产能

省份	地级市	生产线名称	所属大集团	产品	产能 (万吨)	状态	性质	(预计) 投产日	实际新增产能 (万吨)	加权新增产能 (万吨)
山东	泰安	泰山玻纤F07线	泰山玻纤	无碱纱	10	在建	新点火	2019/11	10	0.8
山东	泰安	泰山玻纤两条6万改10万吨	泰山玻纤	无碱纱	8	在建	冷修技改	2019/06	8	4.0
重庆	重庆	欧文斯科宁重庆国际合作线	重庆国际	无碱纱	11	在建	新点火	2019/03	11	8.3
2019小计					29				29.0	13.1
浙江	嘉兴	中国巨石智能制造粗纱2期	中国巨石	无碱纱	15	拟建	新点火	2020/06	15	7.5
重庆	重庆	重庆三磊S02	重庆三磊	无碱纱	10	拟建	新点火	2020/06	10	5.0
2020小计					25				25	12.5

资料来源: 卓创, 公司资料, 太平洋证券研究院

注: 欧文斯科宁和重庆国际合作线已与 2019 年 3 月 27 日点火完成, 主要生产高性能风电纱产品等;

图表 4: 2019 年预计海外新增玻纤产能

国家	企业	生产线	新增产能 (万吨/年)	性质
荷兰	NEG	NEG 荷兰生产线	90,000	新建
美国	中国巨石	美国生产线	80,000	新建
法国	欧文斯科宁	法国生产线扩建	20,000	技改

资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

成本支撑及需求回暖下价格盈利拐点逐步来临

2018H2 以来, 中低端无碱粗纱价格累计下滑 400-500 元/吨, 同时由于部分玻纤主要生产省份天然气价格上升, 中小玻纤生产企业盈利下滑较快。我们根据山东、重庆代表性中型企业 2019 年 Q1 末无碱 2400tex 缠绕直接纱出厂价及领先上市公司经营数据进行中性估算 (实际上中小企业吨人工、三费成本均高于领先上市企业), 目前类似 2400tex 缠绕直接纱等市场占比大、建筑级无碱玻纤纱处于盈亏平衡边缘的状态, 因此我们判断以中低端产品为主、且缺乏规模优势的中小企业目前已多处于亏损或盈亏平衡边界点状态, 而由于成本支撑, 玻纤价格目前已处于底部。

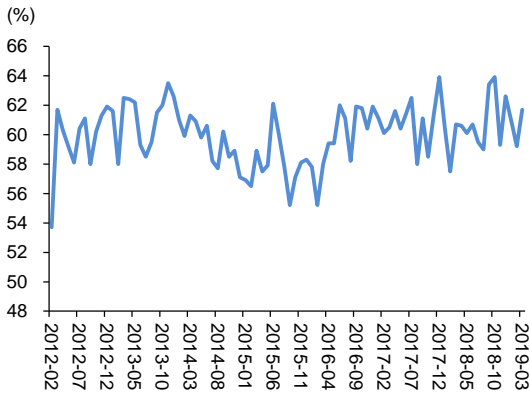
图表 5: 山东、重庆中小企业无碱 2400tex 缠绕直接纱吨利润测算

(所有价格均为不含增值税价格)	山东	重庆	备注
无碱 2400tex 缠绕直接纱售价 (元/吨)	4,103	3,889	当地中小型企业 3 月底出厂价格
总生产成本 (元/吨)	3,173	3,066	
其中: 原料成本	1,026	1,026	包括叶腊石、石灰石等原料及浸润剂
其中: 天然气成本	635	527	按照当地工业天然气平均售价 75 折并参考领先企业采购价计算
其中: 用电成本	385	385	
其中: 蒸汽及其他能源成本	128	128	
其中: 人工工资	200	200	
其中: 折旧摊销	800	800	
吨三费 (元/吨)	950	950	巨石 2018 年估算吨三费
吨税前利润 (元/吨)	(21)	(127)	

资料来源：卓创，公司资料，太平洋证券研究院

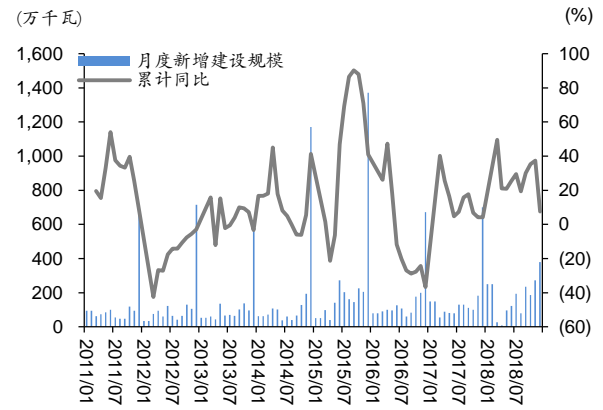
此外，我们预测 2019 年玻纤需求增速也将逐步回暖：1) 基建补短板、房地产低库存下建筑业 PMI 景气度维持高位；2) 风电装机量、新能源汽车产量预计 2019-2020 年仍能稳步增长；3) 中美贸易战有缓和迹象，玻纤出口 2019 年预计回暖。我们认为成本支撑及需求回暖为玻纤行业 2019H2 的提价创造了良好的条件，因此玻纤行业价格及盈利的拐点已经逐步来临。

图表 6: 建筑业 PMI



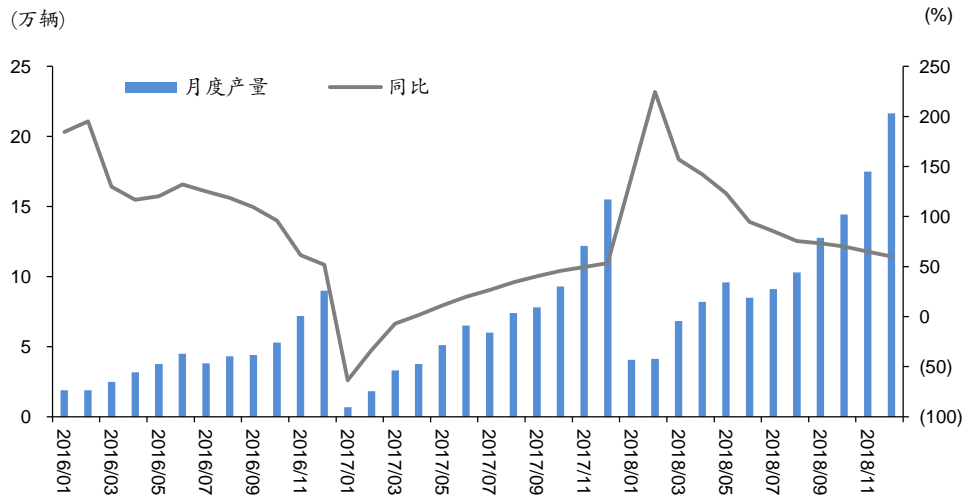
资料来源：wind，太平洋证券研究院

图表 7: 月度新增风电建设规模



资料来源：wind，太平洋证券研究院

图表 8: 新能源汽车月度产量



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 9: 玻纤在汽车轻量化应用中性价比最高

材料种类	密度(g/cm ³)	断裂强度 (N)	价格 (元/吨)
玻璃纤维	2.5	1,400	6,000
碳纤维	1.8	3,000	200,000

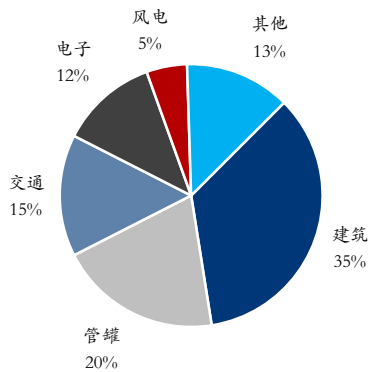
钢	7.8	150	15,000
铝	2.7	400	6,500

资料来源：中国汽车材料网，卓创，Wind，太平洋证券研究院

差异化发展的加速拐点来临

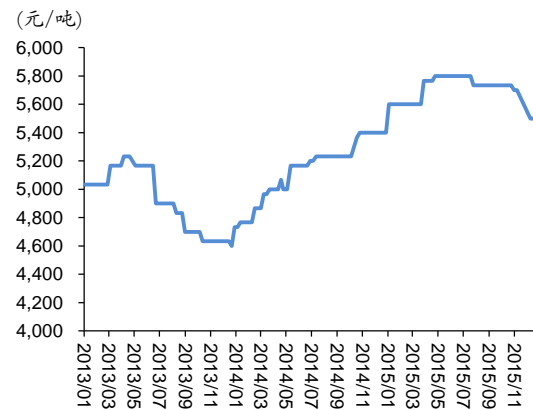
2008 年金融危机以及 2012 年我国大幅提高玻纤行业进入壁垒后，行业格局基本稳定，同时随着下游应用场景的拓宽以及应用环境的日益严苛，玻纤行业进入了差异化发展阶段，尽管风电、热塑纱等高端产品占我国玻纤总体需求的比重不高，但对玻纤价格的撬动作用在放大。以 2014 年为例，风电抢装提振玻纤总体需求，2014 年至 2015 年上半年玻纤平均出厂价格上升 1200 元/吨（26%），而撬动这一需求的风电纱占我国玻纤需求不足 10%。而在行业进入差异化发展阶段后，单纯提高产能规模已经无法提升盈利能力，头部企业与其余梯队企业的差距逐渐拉大。

图表 10：中国玻纤下游需求划分



资料来源：中国玻纤及复合材料协会，太平洋证券研究院

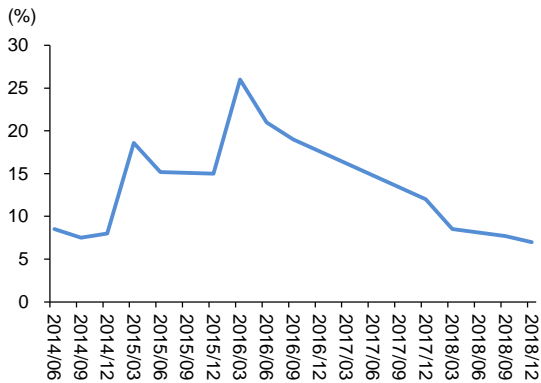
图表 11：2014 年及 2015H1 玻纤价格猛烈上涨



资料来源：卓创，太平洋证券研究院

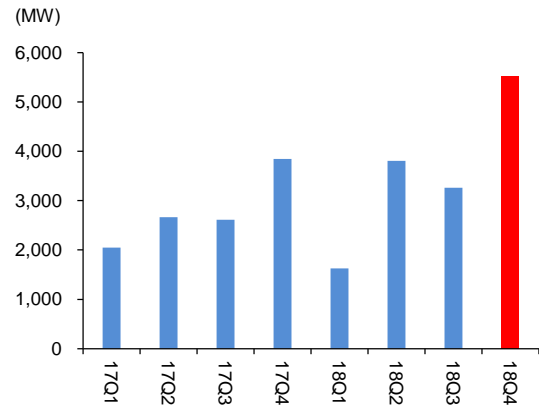
我们认为相似的故事也将在 2019 年上演：1) 与 2014 年类似，政策推动风电抢装，同时弃风率下降部分红六省解禁，国内龙头风电企业相较 2018 大幅上调 2019 计划装机量，而就全球而言，主要风电企业签约装机量 2018H2 也明显加速，因此我们认为 2019 年风电纱需求将获得大幅提振；2) 发改委明确鼓励 5G 基站等新基建，而相关建设将提振电子纱等高端需求。因此，我们认为类似于 2014 年，风电及电子纱需求的增长将为行业带来差异化发展的加速拐点。此外，需求的结构性升级可能进一步出清无法生产高端产品的落后产能，从而优化行业格局；

图表 12: 风电弃风率下降



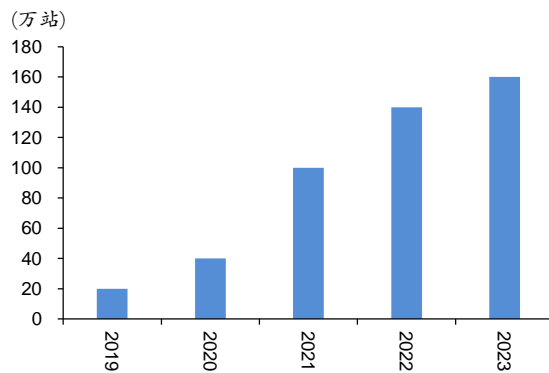
资料来源: 中国玻纤及复合材料协会, 太平洋证券研究院

图表 13: 维斯塔斯签约订单加速



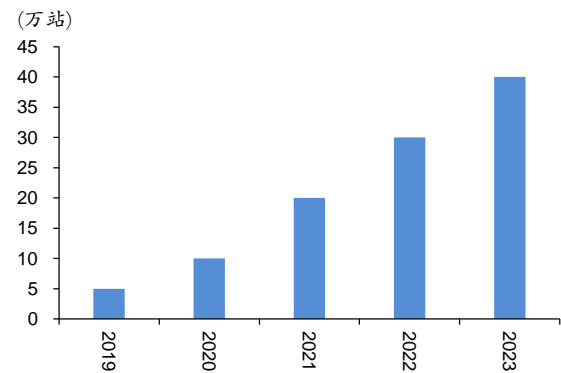
资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 14: 5G 宏基站数量预测



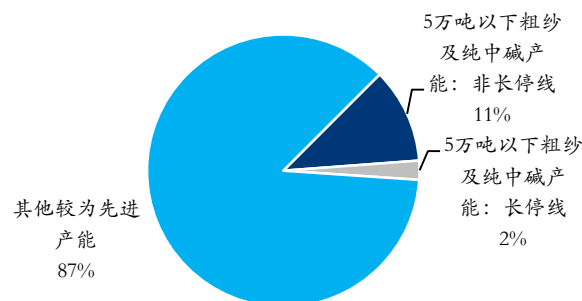
资料来源: 太平洋证券研究院

图表 15: 室分站数量预测



资料来源: 太平洋证券研究院

图表 16: 我国仍有 11% 左右池窑产能规模较小且产品落后

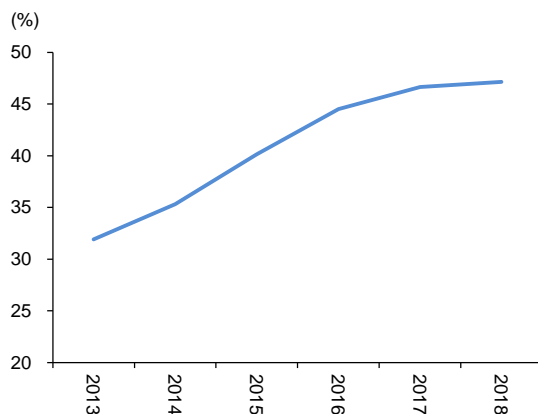


资料来源: 卓创, 太平洋证券研究院

差异化发展先锋，引领行业复苏

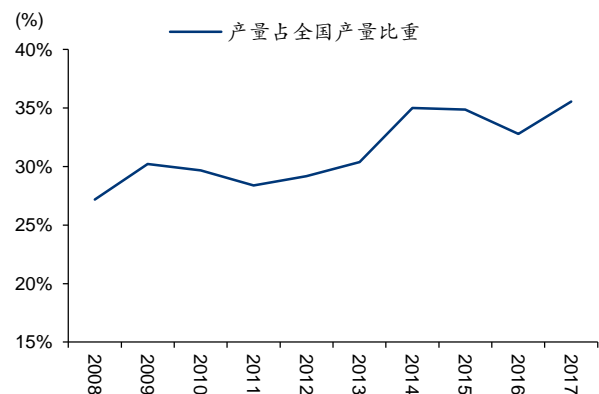
公司引领了我国玻纤行业差异化发展阶段，自 2013 年起玻纤及玻纤制品板块毛利率稳步上升（即使在玻纤价格利润全面下滑的 2016 年也不例外），打破周期宿命，市场份额也逐年提升。考虑到公司核心工艺的持续升级，电子纱产能的扩张以及难以超越的成本优势，我们认为公司将引领此轮玻纤行业的复苏周期，实现量价齐升的增长。

图表 17: 中国巨石玻纤板块毛利率自 2013 年起稳步上升



资料来源: Wind, 公司公告, 太平洋证券研究院

图表 18: 中国巨石市场份额逐步提升



资料来源: 中国玻纤及复合材料协会, 公司资料, 太平洋证券研究院

核心工艺升级引领行业差异化发展

自 2009 年推出中国首个具有自主知识产权并获得国际专利授权的高性能 E6 配方后，公司持续进行核心工艺升级，先后于 2014、2016 年先后推出 E7, E8 配方并创新浸润剂配方，弥补国内相关领域空白。2018 年，公司完成高强 E8 玻璃配方的开发，并完成 E9 玻璃配方的实验室研究，提升产品弹性模量，使技术储备进一步完善。

图表 19: 巨石近年来工艺升级创新总结

年份	新产品	描述
2009	E6	相比传统 E 玻纤，降低配料成本，物理性能和耐腐蚀性大幅提升
2010	Vipro	强度、模量、耐腐蚀性、耐高温性比 E6 有所提升
2013	石油高压管用纱	通过 Ameron 认证，正式进军高端领域
2014	E7	在模量、强度、软化温度等性能上有所提升
2014	LFT 用纱批量生产技术	通过浸润剂配方创新，LFT 用纱进入批量生产阶段
2016	E8	填补超高模量国际市场空白
2016	高性能电子纱	高性能电子布处理剂和高性能电子纱用浸润剂开发成功
2018	E9	完成高模量 E9 配方实验室阶段配方确认

资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 20: 公司 LFT 用无碱玻璃纤维直接无捻粗纱产品



资料来源: 公司官网, 太平洋证券研究院

图表 21: 公司热塑性塑料用无碱玻璃纤维短切原丝

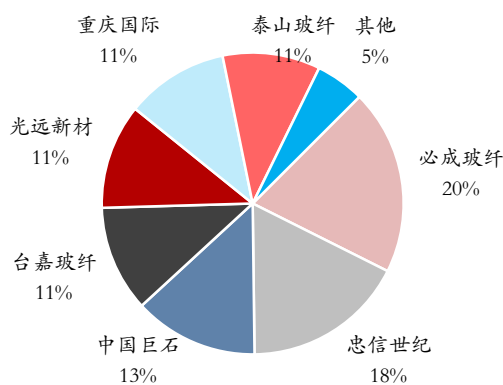


资料来源: 公司官网, 太平洋证券研究院

电子纱产能扩张进一步助力差异化发展战略

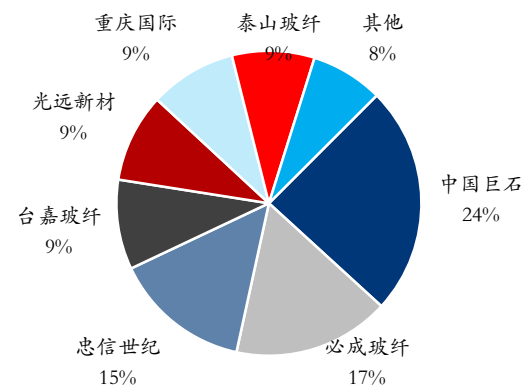
中国巨石与德国 P-D 集团 2005 年起开始进行电子纱技术的合作, 十多年来技术方面取得了长足的进步, 获得客户认可。2018 年 12 月, 公司智能制造电子纱 1 期 6 万吨/年产线投产, 使得公司电子纱产能大幅上升至 10.2 万吨/年, 市场份额上升至 13%。而根据我们测算, 在公司智能制造基地三期电子纱生产线全部投产后, 公司电子纱市场份额将进一步上升至 24% (同样考虑到其他电子纱企业的新增产能), 成为国内最大的电子纱生产企业。

图表 22: 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 23: 三期项目投产后预计电子纱市场份额



资料来源: 卓创, 公司资料, 太平洋证券研究院

由于更大的初始投资 (投资强度电子纱: 3.5 万元/吨, 普通无碱纱: 1 万元/吨)、更加精良的配方要求以及更加严格的生产流程控制要求, 电子纱行业壁垒较高, 总体利润好于其他玻纤纱, 我们认为公司电子纱产能的扩张将进一步助力公司差异化发展的策略,

而电子纱的价格盈利也将迎来拐点：1) 5G 通讯技术的革新将刺激电子纱的需求；2) 由于电子纱浸润剂配方中含有淀粉，无法在潮湿环境下储存，因此前期价格大幅下跌有阴雨天气下杀跌的因素，部分脱离了供需基本面，中期来看价格及利润将逐步恢复。

图表 24: 电子纱产品示意图



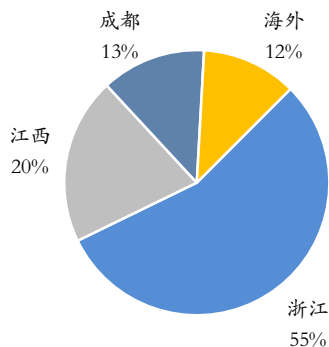
资料来源: 公开信息, 太平洋证券研究院

成本优势难以被超越

除通过工艺升级引领差异化变革外，中国巨石成本控制依旧领先主要竞争对手，而我们认为中国巨石的成成本优势很难被跨越。

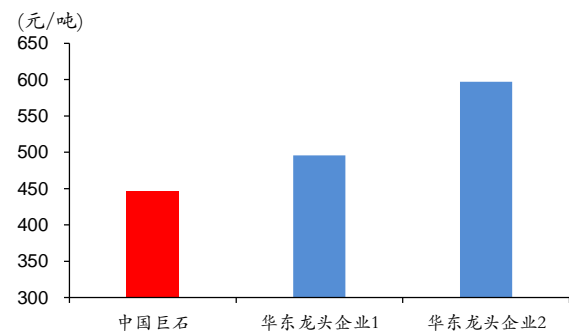
首先，我国生产玻纤的主要原料叶腊石主要分布于浙江及福建两省（合计占全国叶腊石资源的 80%左右）。根据我们统计，截止 2018 年底，中国巨石 75%的产能位于浙江及福建两省。毗邻叶腊石资源地使得公司享有得天独厚的资源禀赋及运输成本优势，从而使得公司叶腊石采购价格明显低于竞争对手。

图表 25: 中国巨石产能分部



资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 26: 各公司叶腊石采购成本对比

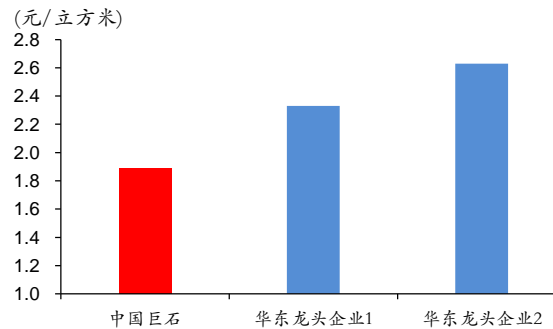


资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

其次，公司通过竞争性谈判、多家比价以及签订长协价等方式，确保玻纤生产主要能源天然气采购价格处于较低水平。公司近年来天然气平均采购成本逐渐下降，2018 年前 9

月，公司天然气采购价仅 1.89 元/立方米，显著低于主要竞争对手。

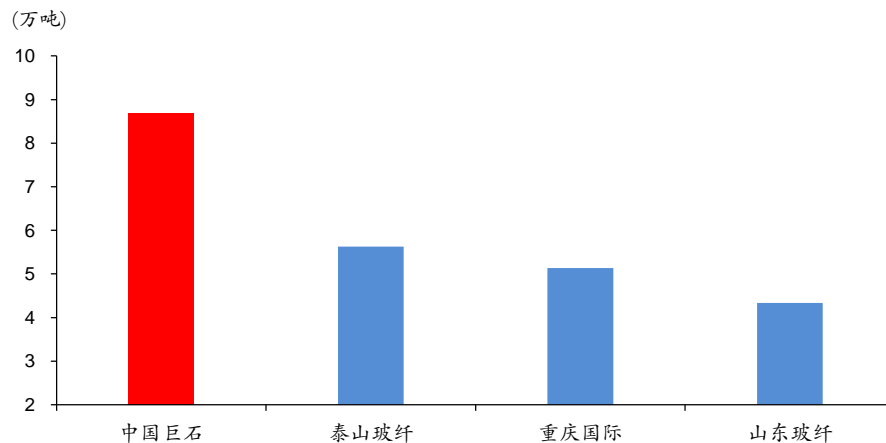
图表 27: 天然气采购成本对比



资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

最后, 2014 年起, 公司通过大型池窑技术 (单线 18 万吨), 大漏板技术 (6000 孔) 以及纯氧燃烧等技术, 大幅提升了生产效率。根据我们统计, 截止 2018 年底, 公司非电子纱池窑平均单体规模 8.7 万吨, 显著高于竞争对手, 其规模效应令竞争对手难以超越。

图表 28: 各公司非电子纱池窑平均规模对比



资料来源: 卓创, 公司资料, 太平洋证券研究院

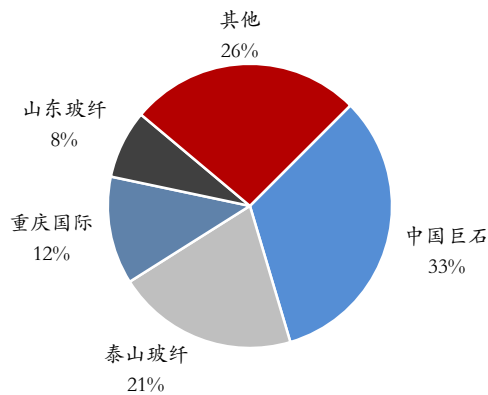
二季度内销及出口预计开始回暖

受 1) 一季度国内需求较为疲软, 玻纤价格有所下滑, 2) 受贸易战影响, 公司四季度开始出口受到影响, 我们预计公司一季度净利润将出现同比下滑。但考虑到 1) 玻纤行业拐点在即, 价格盈利预计回升, 2) 贸易战逐渐缓和, 公司出口预计二季度开始回暖以及 3) 公司差异化产品占比 2019 年预计稳步上升, 我们预计 2019Q1 将是公司业绩的底部, 2019Q2 开始公司业绩将恢复稳定增长。

与泰山玻纤同业竞争问题将逐步解决

2017年12月，公司发布公告，中国建材将自公告日期3年内，并力争用更短的时间，在维护股东（特别是中小股东）利益的原则下，综合运用委托管理、资产重组、股权置换、业务调整等多种方式，稳妥解决公司于泰山玻纤同业竞争问题。根据我们测算，目前公司于泰山玻纤国内非电子纱市场份额分别达到33%/21%，是国内前两大玻纤生产企业，同业竞争问题妥善解决后，公司国内竞争力将进一步增强。

图表 29：国内玻纤非电子纱产能市场份额



资料来源：卓创，公司资料，太平洋证券研究院

国际化进程稳步推进，估值中枢将迎来修复

公司近年来稳步推进三地五洲的国际化战略，海外产能逐渐爬坡，在美国及印度项目投产后公司将形成对五大洲主要玻纤消费市场的覆盖。此外，我们对比了公司与福耀玻璃的历史估值后，认为公司差异化及国际化方面取得的成就并未被市场充分认可，因此我们认为公司估值中枢将迎来修复。同时考虑到玻纤行业及公司业绩拐点在即，我们认为当下是公司业绩及估值的双重拐点，也是良好的布局时机。

三地五洲战略逐步落实

近年来，公司执行三地五洲战略（国内扎根桐乡、成都、九江生产基地，国际生产基地遍布五大洲），公司海外生产线采用以外供外模式，产品主要销往海外市场。目前公司埃及20万吨/年生产基地已经建设完毕，美国8万吨/年生产线预计2019年上半年投产，印度10万吨生产线预计2020年投产。当现有海外储备项目全部投产后，公司海外产能将提升至38万吨/年，占公司全部产能比重将提升至18%，并实现对五大洲主要玻纤消费市场的覆盖，进一步提升全球市场份额，同时也可以节省运输、关税等成本，从而进一步提升公司盈利能力。

图表 30: 中国巨石海外玻纤产能列表

生产线名称	产能 (万吨/年)	状态	投产日期
巨石集团埃及 1 线	8	在产	2013
巨石集团埃及 2 线	8	在产	2016
巨石集团埃及 3 线	4	在产	2017
巨石集团美国 1 线	8	在建	2019
巨石集团印度 1 线	10	在建	2020

资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

对标福耀, 估值上升空间充足

对标福耀玻璃, 我们认为巨石与福耀玻璃存在至少存在 4 个相似点: 1) 相似的行业背景; 2) 相似的行业地位; 3) 相似的经营策略; 4) 相似的国际化发展路径。

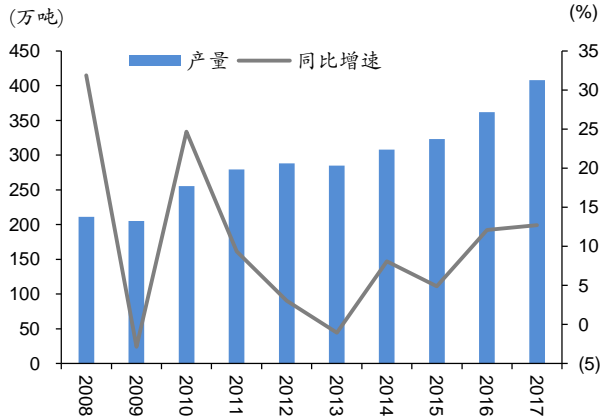
图表 31: 中国巨石与福耀玻璃对比

	中国巨石	福耀玻璃
行业背景	玻纤行业进入差异化发展时代	汽车行业高速发展期已过, 但对配件的集成性、智能性要求提高
行业地位	国内市占率 40%, 毛利率远高于行业平均	国内市占率 65%, 毛利率在行业中处于绝对领先地位
发展策略	加大研发力度, 更新 E6-E9 系列玻璃液配方等高端产品	开发全景天窗、HUD 窗等高端产品
国际化	通过埃及建厂覆盖欧洲, 然后布局美国、印度	先借助俄罗斯生产线进军欧洲市场, 然后开拓美国市场

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

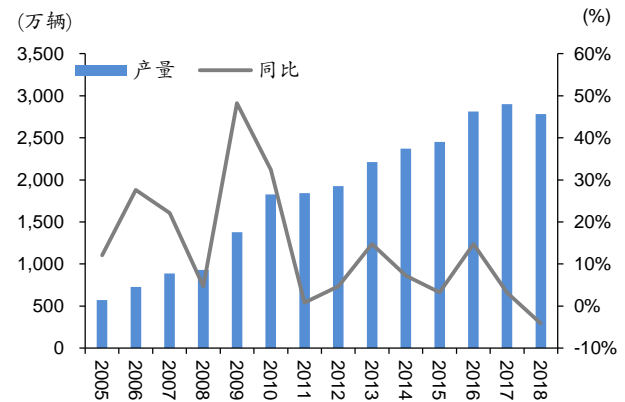
相似的行业背景: 2011 年后, 中国汽车生产告别高速增长时代, 作为汽车主要配件, 汽车玻璃高增速红利同样结束。但是随着消费者对汽车安全性和智能化的要求日渐提高, 汽车工业对汽车玻璃的集成性和智能型要求同样水涨船高, 越来越多的功能被集成于汽车玻璃上, 以同时实现防水防尘、视线减速和影像信号接收等功能。同样, 玻纤行业自全球金融危机及国内四万亿刺激作用消退后需求增速趋缓, 但是随着应用环境的日益复杂以及下游行业的拓宽, 下游行业对玻纤的性能要求同样日渐提高, 技术领先的企业将获得更高的附加值及更宽的护城河。

图表 32: 中国玻纤产量



资料来源: 中国玻纤及复合材料工业协会, 太平洋证券研究院

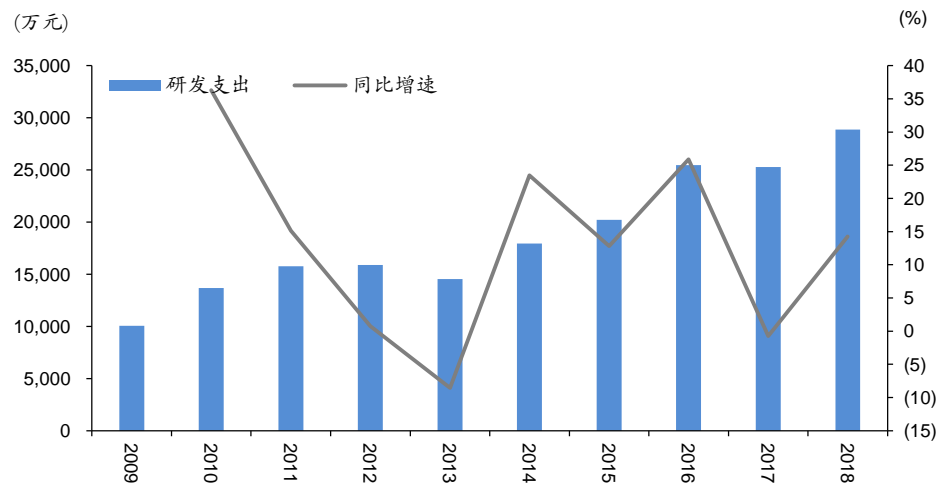
图表 33: 中国汽车产量



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

相似的行业地位与经营策略: 福耀玻璃和中国巨石均是各自行业的领先企业, 从市场份额到盈利能力均领先竞争对手。面对行业结构性升级的需求, 双方均通过大量研发实现工艺升级, 引领差异化战略。福耀玻璃成功开发出高附加值的全景天窗及 HUD 玻璃等高端产品, 而巨石同样实现玻璃配方及浸润剂技术的突破, 产品结构逐步向高端市场倾斜。在中国人口红利逐渐消失时, 二者又同时进行从劳动密集到智能制造的运营模式转型。

图表 34: 中国巨石研发支出

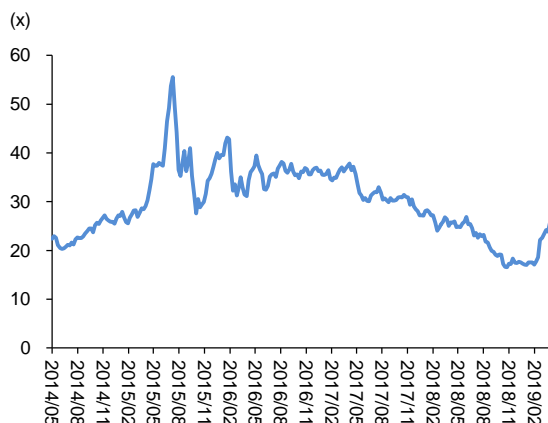


资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

相似的国际路径: 在国内龙头地位巩固后, 福耀玻璃和中国巨石的海外扩张加速。福耀玻璃通过俄罗斯及美国的建厂及收购, 实现从中国到欧洲再到北美的发展路径。而中国巨石埃及生产基地的投产, 标志着公司对欧洲市场的全面辐射, 美国生产基地的开工建设意味着公司未来有望打开美国市场空间, 二者发展路径极为相似。

我们对比了福耀玻璃与中国巨石的估值变化。福耀玻璃自 2014 年俄罗斯项目投产后，估值中枢逐步上移，而巨石的估值则基本随玻纤行业整体周期波动。因此，我们认为，市场并未充分认可公司在差异化、国际化发展上所取得的成就，因此中期内公司估值修复空间仍然充足。如果考虑到两材合并、国企改革等潜在催化剂，则估值上升空间更大。

图表 35: 汽车零部件板块 PE-BAND 估值



资料来源: 中国玻纤及复合材料工业协会, 太平洋证券研究院

图表 36: 福耀玻璃估值 BAND



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 37: 中国巨石 PE-BAND 估值



资料来源: Wind, 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 38: 中国巨石 PB-BAND



资料来源: Wind, 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	2018A	2019E	2020E		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
货币资金	1855	1842	1504	1538	3061	营业收入	7446	8652	10032	11505	12709
应收和预付款项	3330	3817	3495	4482	4302	营业成本	-4116	-4686	-5507	-6521	-6921
存货	1385	1329	1675	2292	1919	营业税金及附加	-62	-87	-86	-98	-108
其他流动资产	1642	850	603	603	603	销售费用	-295	-321	-386	-426	-470
流动资产合计	8212	7839	7276	8916	9885	管理费用	-656	-719	-827	-941	-1039
长期股权投资	993	1184	1209	1209	1209	财务费用	-536	-420	-341	-347	-331
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-26	-40	-109	-30	-30
固定资产	12769	13415	16419	18137	19482	投资收益	-2	83	76	100	100
在建工程	944	1254	4157	3478	3139	公允价值变动	-6	8	-31	0	0
无形资产开发支出	479	521	599	587	576	营业利润	1746	2469	2821	3242	3908
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	80	65	3	3	3
其他非流动资产	534	579	710	710	710	利润总额	1826	2533	2824	3245	3911
资产总计	23932	24792	30370	33037	35002	所得税	-297	-376	-439	-505	-608
短期借款	5472	5159	8066	8066	8066	净利润	1529	2158	2385	2740	3303
应付和预收款项	1756	2207	3594	4308	3876	少数股东损益	-8	-8	-11	-12	-15
长期借款	3087	4120	3053	3053	3053	归母股东净利润	1521	2150	2374	2727	3288
其他负债	2568	753	1078	1078	1078						
负债合计	12884	12238	15790	16505	16072	预测指标					
股本	2432	2919	3502	3502	3502		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
资本公积	4760	4400	3887	4160	4489	毛利率	43.9%	44.8%	44.3%	42.5%	44.7%
留存收益	3774	5130	6849	8516	10569	销售净利率	20.4%	24.8%	23.7%	23.7%	25.9%
归母公司股东权益	10966	12449	14238	16178	18560	销售收入增长率	5.6%	16.2%	16.0%	14.7%	10.5%
少数股东权益	82	105	342	355	370	EBIT 增长率	18.9%	22.5%	13.7%	9.0%	18.5%
股东权益合计	11048	12553	14580	16532	18929	净利润增长率	54.7%	41.3%	10.4%	14.9%	20.5%
负债和股东权益	23932	24792	30370	33037	35002	ROE	13.9%	17.3%	16.7%	16.9%	17.7%
						ROA	6.4%	8.7%	7.8%	8.3%	9.4%
						ROIC	10.9%	12.1%	11.3%	11.4%	13.0%
						EPS(X)	0.63	0.74	0.68	0.78	0.94
						PE(X)	18.64	15.83	17.20	14.97	12.42
						PB(X)	2.59	2.73	2.87	2.52	2.20
						PS(X)	3.81	3.93	4.07	3.55	3.21
						EV/EBITDA(X)	15.27	13.19	11.95	12.96	11.03

现金流量表(百万)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
经营性现金流	3169	3803	3862	2470	4060
投资性现金流	-2494	-1281	-5517	-1300	-1300
融资性现金流	-1661	-2302	1163	-1135	-1237
现金增加额	-117	-133	143	0	0

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
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@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。