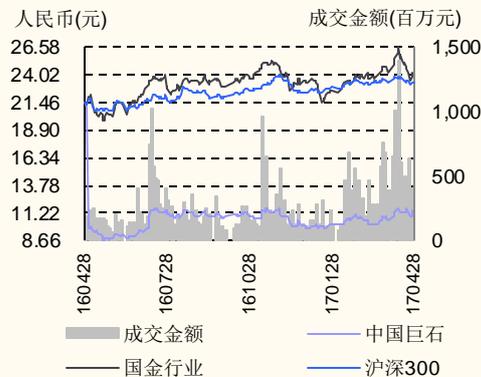


市场价格(人民币): 11.39元
 目标价格(人民币): 15.20-16.60元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	2,432.16
总市值(百万元)	27,702.27
年内股价最高最低(元)	21.37/8.66
沪深300指数	3439.75
上证指数	3154.66



相关报告

1. 《低估值龙头，玻纤行业领军者-中国巨石公司深度研究》，2017.4.21

联系人
 (8621)60230241
 yanguang@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegw@gjzq.com.cn

玻纤行业景气十足，一季度业绩超预期

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.127	0.625	0.757	0.877	1.006
每股净资产(元)	8.79	4.51	5.00	5.59	6.30
每股经营性现金流(元)	2.20	1.30	1.35	1.37	1.40
市盈率(倍)	22.56	15.73	15.04	12.98	11.32
行业优化市盈率(倍)	25.43	25.43	25.43	25.43	25.43
净利润增长率(%)	107.16%	54.73%	21.10%	15.85%	14.66%
净资产收益率(%)	10.11%	13.87%	15.16%	15.69%	15.97%
总股本(百万股)	872.63	2,432.16	2,432.16	2,432.16	2,432.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月28日，公司发布2017年一季度业绩报告，一季度公司实现营收18.6亿元，同比增长5.52%，归母净利润4.7亿元，同比增长30.77%，扣非归母净利润4.51亿元，同比增长31.81%。

经营分析

- **玻纤产品量价齐升，一季度业绩亮眼。** 受益于基建升温及汽车热塑材料需求增加，公司玻纤产品产销良好。一季度公司在产能较去年同期增加约3.75万吨，销量稳定增长；价格方面，去年四季度价格基本见底，今年一季度同比环比均有所提升，全年来看，下游需求稳定增长，新增净产能约30万吨基本匹配需求增速，若下半年风电出现抢装潮，玻纤仍有提价空间。除此之外，公司营业外收入及投资收益约3000万，较去年同期大幅增长。
- **成本控制能力持续增强，盈利能力提升。** 公司一季度期间费用率同比增长10.5%，其中销售费用和管理费用分别提升11.6%和13%，主要是由于销量增加导致，而受有息负债减少影响，财务费用下降12.4%。随着16年冷修技改生产线复产及新建生产线点火投产，公司产能规模达到130万吨，技改后各条生产线的生产效率及产品质量稳步提升。公司通过积极调整产品结构，提高风电、热塑和短切原丝产品的比例，提高单品毛利率，盈利能力增强。
- **产业链向下延伸，向复合型材料商转型。** 公司参股中复联众（持股32.04%），下游延伸至叶片领域，考虑到18年风电并网电价下调，今年下半年或迎来抢装潮，有望持续增厚公司业绩。除此之外，公司年产10万吨不饱和聚酯树脂生产线建设项目正式开工建设，预计今年年底或者明年年初投产，标志着公司在提供“玻纤+树脂”复合材料综合服务解决方案上及产业结构调整、相关多元化发展上迈出了实质性步伐。
- **中建材资产众多，整合预期强烈。** 中国巨石与中建材科技同属中建材旗下，玻纤、叶片等业务重合，随着中建材合并完成后，相关资产的整合将逐步实施，二者龙头改革的看点巨大。与此同时，玻纤作为全球贸易商品，在一带一路大背景下玻纤有望加速全球拓展。

投资建议

- 随着玻纤下游需求回暖及公司产能释放，巨石将充分受益于行业景气周期带来的红利，业绩将稳定增长。预计17-19年EPS分别为0.76, 0.88和1.01元，对应估值分别为15, 13和11.3倍，目标价15.2元，给予买入评级。

风险

- 玻纤行业景气度下行，产能集中释放价格下跌，下游需求低迷

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	6,268	7,055	7,446	8,172	9,114	9,945	货币资金	1,209	3,290	1,855	1,850	1,900	1,930
增长率		12.5%	5.6%	9.7%	11.5%	9.1%	应收款项	3,012	3,317	3,266	3,741	4,289	4,680
主营业务成本	-4,050	-4,212	-4,116	-4,548	-5,109	-5,525	存货	1,186	1,241	1,385	1,433	1,610	1,726
%销售收入	64.6%	59.7%	55.3%	55.7%	56.1%	55.6%	其他流动资产	404	1,883	1,706	1,674	1,648	1,614
毛利	2,218	2,843	3,330	3,624	4,005	4,420	流动资产	5,811	9,731	8,211	8,698	9,446	9,949
%销售收入	35.4%	40.3%	44.7%	44.3%	43.9%	44.4%	%总资产	30.1%	40.4%	34.3%	35.4%	37.8%	40.0%
营业税金及附加	-47	-44	-62	-65	-74	-82	长期投资	71	71	993	1,005	1,004	1,004
%销售收入	0.8%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	12,519	13,363	13,712	13,864	13,511	12,901
营业费用	-201	-281	-295	-320	-358	-392	%总资产	64.8%	55.5%	57.3%	56.4%	54.0%	51.8%
%销售收入	3.2%	4.0%	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%	无形资产	888	881	957	958	959	960
管理费用	-571	-570	-656	-721	-804	-878	非流动资产	13,514	14,352	15,720	15,893	15,554	14,952
%销售收入	9.1%	8.1%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	%总资产	69.9%	59.6%	65.7%	64.6%	62.2%	60.0%
息税前利润 (EBIT)	1,398	1,949	2,316	2,518	2,769	3,068	资产总计	19,325	24,083	23,932	24,592	25,001	24,902
%销售收入	22.3%	27.6%	31.1%	30.8%	30.4%	30.9%	短期借款	8,210	4,735	5,472	4,383	2,829	961
财务费用	-782	-741	-536	-352	-254	-177	应付款项	1,032	1,976	1,863	2,210	2,493	2,709
%销售收入	12.5%	10.5%	7.2%	4.3%	2.8%	1.8%	其他流动负债	1,011	2,058	2,119	2,469	2,688	2,515
资产减值损失	-22	-35	-26	0	0	0	流动负债	10,254	8,769	9,455	9,062	8,010	6,185
公允价值变动收益	0	-39	-6	0	0	0	长期贷款	2,394	2,857	1,594	1,594	1,594	1,595
投资收益	-5	4	-2	4	4	4	其他长期负债	2,524	2,623	1,828	1,688	1,688	1,688
%税前利润	n.a	0.4%	n.a	0.2%	0.2%	0.1%	负债	15,171	14,249	12,877	12,344	11,292	9,468
营业利润	590	1,138	1,746	2,170	2,519	2,896	普通股股东权益	4,020	9,719	10,966	12,151	13,604	15,321
营业利润率	9.4%	16.1%	23.4%	26.6%	27.6%	29.1%	少数股东权益	74	75	82	89	97	105
营业外收支	16	43	80	40	40	40	负债股东权益合计	19,325	24,083	23,932	24,592	25,001	24,902
税前利润	606	1,181	1,826	2,210	2,559	2,936							
利润率	9.7%	16.7%	24.5%	27.0%	28.1%	29.5%							
所得税	-133	-195	-297	-360	-417	-481							
所得税率	21.9%	16.5%	16.3%	16.3%	16.3%	16.4%							
净利润	473	987	1,529	1,850	2,142	2,454							
少数股东损益	-1	3	8	8	8	8							
归属于母公司的净利润	475	983	1,521	1,842	2,134	2,447							
净利率	7.6%	13.9%	20.4%	22.5%	23.4%	24.6%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	473	987	1,529	1,850	2,142	2,454	每股指标						
非现金支出	804	959	1,014	1,057	1,161	1,219	每股收益	0.544	1.127	0.625	0.757	0.877	1.006
非经营收益	797	783	426	163	236	165	每股净资产	4.607	8.791	4.509	4.996	5.593	6.299
营运资金变动	-414	-301	200	206	-196	-429	每股经营现金净流	1.903	2.195	1.303	1.347	1.375	1.402
经营活动现金净流	1,661	2,427	3,169	3,276	3,343	3,410	每股股利	0.165	0.312	0.250	0.270	0.280	0.300
资本开支	-1,486	-882	-1,726	-1,172	-769	-570	回报率						
投资	27	-1,520	-770	-12	0	0	净资产收益率	11.80%	10.11%	13.87%	15.16%	15.69%	15.97%
其他	-5	10	2	4	4	4	总资产收益率	2.46%	4.08%	6.36%	7.49%	8.54%	9.83%
投资活动现金净流	-1,465	-2,393	-2,494	-1,180	-765	-566	投入资本收益率	6.43%	8.29%	9.84%	10.69%	11.81%	13.17%
股权募资	0	4,786	0	0	0	0	增长率						
债权募资	-239	-2,102	-1,269	-1,139	-1,554	-1,868	主营业务收入增长率	20.32%	12.55%	5.55%	9.75%	11.53%	9.12%
其他	-808	-861	-510	-962	-974	-946	EBIT 增长率	53.96%	39.37%	18.85%	8.69%	10.00%	10.81%
筹资活动现金净流	-1,047	1,824	-1,779	-2,101	-2,528	-2,814	净利润增长率	48.70%	107.16%	54.73%	21.10%	15.85%	14.66%
现金净流量	-850	1,858	-1,104	-5	50	30	总资产增长率	0.49%	24.62%	-0.63%	2.76%	1.66%	-0.40%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	93.9	90.7	75.8	75.0	76.0	76.0
							存货周转天数	126.8	105.2	116.4	115.0	115.0	114.0
							应付账款周转天数	63.8	78.1	92.4	93.0	93.0	93.5
							固定资产周转天数	706.0	602.0	625.9	599.4	531.3	460.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	284.05%	66.29%	60.69%	45.91%	29.31%	13.73%
							EBIT 利息保障倍数	1.8	2.6	4.3	7.2	10.9	17.4
							资产负债率	78.82%	59.34%	53.84%	50.22%	45.20%	38.05%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	5
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.29

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-04-21	买入	11.60	15.20~16.60

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD