

公司研究/季报点评

2017年05月02日

建材/非金属新材料 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 11.39
合理价格区间(元): 12.3~13.1

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

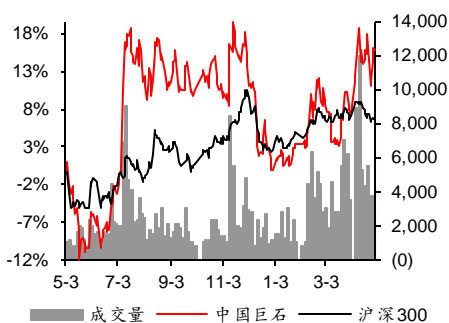
黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

方晏荷 021-28972059
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1 《中国巨石(600176):收购中复联众拓展下游, 整合进程超预期》2016.09
- 2 《中国巨石(600176):降本减费销售良好, 净利延续超高增长》2016.04
- 3 《中国巨石(600176):年报业绩大增, 巨头还有成长》2016.03

股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本(百万股)	2,432
流通A股(百万股)	2,432
52周内股价区间(元)	8.66-22.17
总市值(百万元)	27,702
总资产(百万元)	24,271
每股净资产(元)	4.70

资料来源: 公司公告

盈利能力强劲, 受益全球经济复苏

中国巨石(600176)

净利润率大增带动业绩超预期

公司2017年一季度收入和归母净利润分别为18.6亿元和4.7亿元, 分别同比增长5.5%和30.8%。收入增速符合预期, 净利润增速比预告的20%以上增长高出较多, 超出我们预期, 主要在于利润率环比有较大提升。

毛利率再创新高, 财务费用率继续下降

公司一季度毛利率达到47.09%, 再创历史新高。毛利率环比和同比分别上升0.09和5.39pct。我们判断主要来自天然气价格下降的红利。今年3月份华东和西南地区的工业天然气均价分别有9.2%和1.6%的下降。我们预计全年毛利率在去年高基数的情况下还有继续上行的空间。销售和管理费用率保持平稳, 财务费用率继续下行带动期间费用率下降到17.5%, 创历史新低。综合看, 毛利率上升和费用率下降均在全年可持续, 因此可预期公司净利率今年还会再创新高。

经营现金流充沛, 资产负债表改善仍在进行中

一季度经营现金流量净额4.25亿元, 同比去年减少近2亿元, 有淡季扰动的因素, 考虑到公司的收入平稳增长和盈利能力提升, 我们预计今年经营现金流净额在25亿元以上概率较大。而公司计划未来5年新建30万吨玻纤生产线, 在建16万吨, 我们估算总的资本开支在40-50亿元。凭借内生的经营现金流可以覆盖资本需要, 当前资产负债率已经连续6个季度下降达到52.5%, 我们判断今年还有继续下降的空间, 资产负债表的改善仍在进行中。资产负债表的改善又会进一步降低财务费用。

产能扩充叠加效率提升, 受益全球经济复苏

欧元区制造业PMI自去年四季度以来持续上行, 中国的出口增速自去年9月开始回升, 今年已经转正。结合中美经济的良好表现, 全球经济复苏进行中。玻纤纱下游涉及的工业领域广阔, 且出口占比高(约20%), 将显著受益全球经济复苏。公司去年产销量在118万吨左右, 我们预计17-19年有效产能为130/146/158万吨, 继续满产满销。风电纱、热塑纱等高端产品占比40%以上, 可有效平滑价格波动。去年在玻纤纱价格下降的情况下, 公司保持均价稳定, 我们预计这一趋势可以保持。公司生产线为“两化融合”的典范, 人均产值相比2010年增长75%。随着技改后新产能发挥效力, 人均产值还有提升空间。

维持增持评级

我们预计17-19年净利为18.8/23.3/25.6亿元, EPS为0.77/0.96/1.05元, 3年复合增速19%, 认可给予16-17倍17年PE, 对应目标价12.3~13.1元, 维持增持评级。

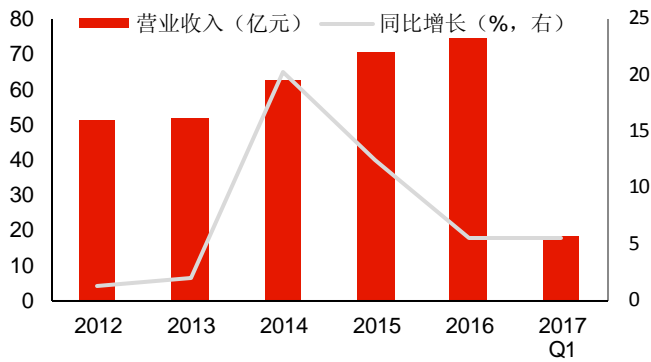
风险提示: 冷修复产超过预期; 全球经济下滑等。

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,055	7,446	8,191	9,174	9,908
+/-%	12.55	5.55	10.00	12.00	8.00
归属母公司净利润(百万元)	983.05	1,521	1,878	2,333	2,558
+/-%	107.16	54.73	23.48	24.24	9.62
EPS(元, 最新摊薄)	0.40	0.63	0.77	0.96	1.05
PE(倍)	28.18	18.21	14.75	11.87	10.83

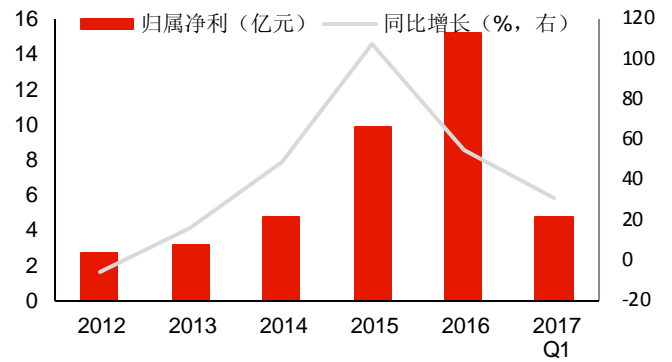
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 过去五年公司营收与营收增速



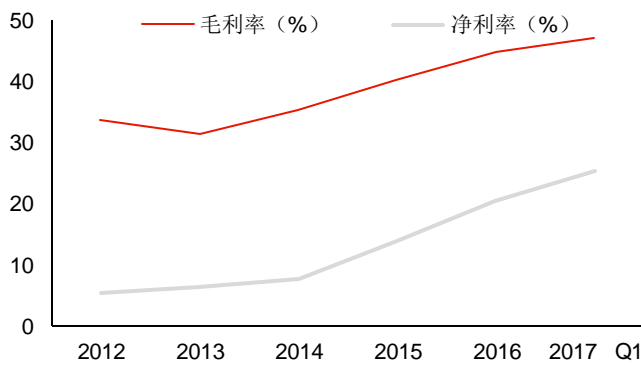
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 过去五年公司归属净利与净利增速



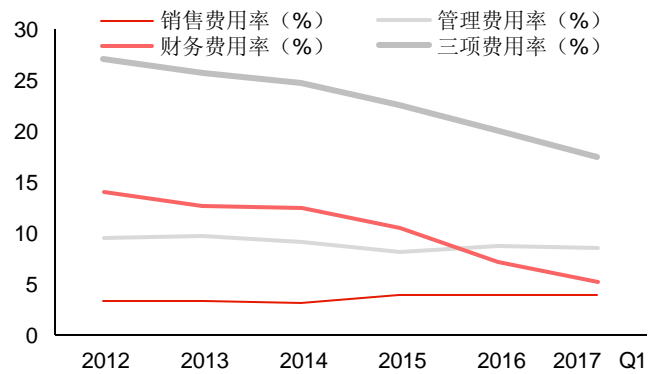
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 过去五年公司利润水平



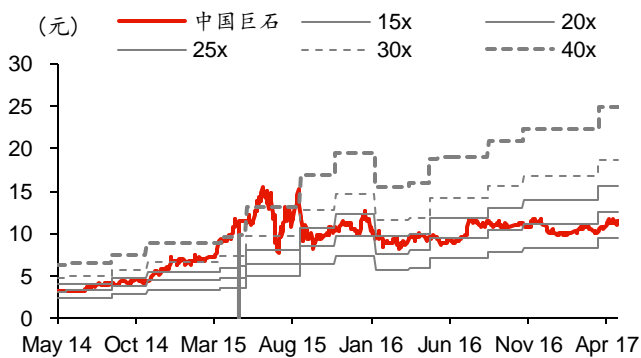
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表4: 过去五年公司三项费用



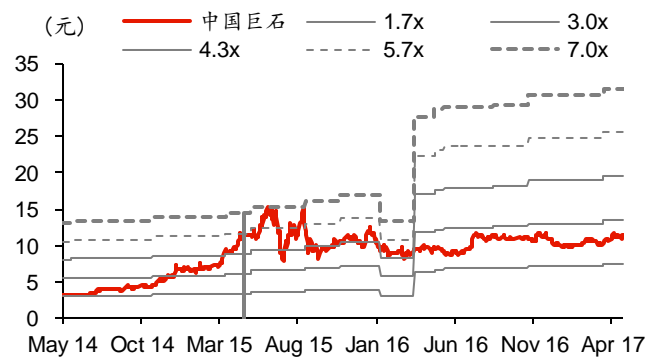
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表5: 中国巨石历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 中国巨石历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	9,732	8,212	8,404	9,018	9,657
现金	3,290	1,855	1,855	1,855	1,855
应收账款	1,761	1,332	1,298	1,453	1,793
其他应收账款	112.20	91.89	110.29	117.05	120.29
预付账款	163.12	156.32	186.52	193.30	209.77
存货	1,241	1,385	1,379	1,581	1,678
其他流动资产	3,165	3,392	3,575	3,819	4,000
非流动资产	14,352	15,720	15,411	15,093	14,546
长期投资	70.62	993.30	993.30	993.30	993.30
固定资产投资	11,636	12,769	12,792	12,610	12,254
无形资产	403.44	479.45	599.53	702.22	696.15
其他非流动资产	2,242	1,478	1,026	787.43	602.16
资产总计	24,084	23,932	23,815	24,111	24,202
流动负债	8,810	9,462	12,067	10,013	8,272
短期借款	4,346	3,352	9,227	6,982	5,711
应付账款	1,160	923.28	982.89	1,091	1,173
其他流动负债	3,304	5,186	1,857	1,941	1,388
非流动负债	5,480	3,422	1,922	1,927	1,626
长期借款	2,857	1,594	1,594	1,594	1,594
其他非流动负债	2,623	1,828	328.33	333.20	32.15
负债合计	14,290	12,884	13,990	11,940	9,898
少数股东权益	74.66	81.66	91.15	102.93	115.85
股本	1,106	2,432	2,432	2,432	2,432
资本公积	5,788	4,462	1,351	1,351	914.18
留存公积	2,876	4,052	5,951	8,284	10,842
归属母公司股	9,719	10,966	9,734	12,067	14,188
负债和股东权益	24,084	23,932	23,815	24,111	24,202

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	2,430	3,169	1,371	3,296	3,255
净利润	986.53	1,529	1,888	2,345	2,571
折旧摊销	926.50	988.54	995.71	1,061	1,085
财务费用	740.57	536.38	554.84	365.66	368.53
投资损失	(4.22)	2.14	(60.00)	(60.00)	(60.00)
营运资金变动	(301.47)	199.83	(2,048)	(457.06)	(589.96)
其他经营现金	81.69	(86.52)	41.07	41.24	(119.48)
投资活动现金	(2,393)	(2,494)	(602.07)	(684.82)	(544.47)
资本支出	885.66	1,726	500.00	600.00	600.00
长期投资	1,520	770.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	13.03	2.26	(102.07)	(84.82)	55.54
筹资活动现金	1,867	(1,661)	(769.36)	(2,611)	(2,710)
短期借款	(1,725)	(993.35)	5,875	(2,245)	(1,271)
长期借款	463.86	(1,263)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	232.90	1,327	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	4,549	(1,327)	(3,111)	0.00	(436.81)
其他筹资现金	(1,655)	595.44	(3,534)	(365.66)	(1,003)
现金净增加额	1,860	(1,103)	0.00	0.00	0.00

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,055	7,446	8,191	9,174	9,908
营业成本	4,212	4,116	4,382	4,862	5,231
营业税金及附加	43.53	62.40	68.65	76.88	83.03
营业费用	281.17	295.48	325.74	364.43	393.80
管理费用	569.67	655.77	720.81	816.48	871.89
财务费用	740.57	536.38	554.84	365.66	368.53
资产减值损失	34.98	25.89	26.00	28.00	30.00
公允价值变动收益	(39.47)	(5.79)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.22	(2.14)	60.00	60.00	60.00
营业利润	1,138	1,746	2,173	2,720	2,989
营业外收入	72.02	112.92	112.92	112.92	112.92
营业外支出	28.96	32.90	30.93	31.91	31.42
利润总额	1,181	1,826	2,255	2,801	3,071
所得税	194.56	297.35	367.16	456.15	500.03
净利润	986.53	1,529	1,888	2,345	2,571
少数股东损益	3.48	7.68	9.49	11.79	12.92
归属母公司净利润	983.05	1,521	1,878	2,333	2,558
EBITDA	2,805	3,271	3,723	4,147	4,443
EPS(元)	0.40	0.63	0.77	0.96	1.05

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	12.55	5.55	10.00	12.00	8.00
营业利润	92.86	53.43	24.44	25.20	9.89
归属母公司净利润	107.16	54.73	23.48	24.24	9.62
获利能力(%)					
毛利率	40.30	44.72	46.50	47.00	47.20
净利率	13.93	20.43	22.93	25.43	25.82
ROE	10.11	13.87	19.29	19.34	18.03
ROIC	9.61	11.30	12.38	13.93	14.92
偿债能力					
资产负债率(%)	59.34	53.84	58.74	49.52	40.90
净负债比率(%)	53.13	54.84	81.88	77.13	73.80
流动比率	1.10	0.87	0.70	0.90	1.17
速动比率	0.96	0.72	0.58	0.74	0.96
营运能力					
总资产周转率	0.33	0.31	0.34	0.38	0.41
应收账款周转率	3.82	4.49	5.38	5.42	5.33
应付账款周转率	4.67	3.95	4.60	4.69	4.62
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.63	0.77	0.96	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	1.00	1.30	0.56	1.36	1.34
每股净资产(最新摊薄)	4.00	4.51	4.00	4.96	5.83
估值比率					
PE(倍)	28.18	18.21	14.75	11.87	10.83
PB(倍)	2.85	2.53	2.85	2.30	1.95
EV_EBITDA(倍)	11.94	10.24	9.00	8.08	7.54

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com