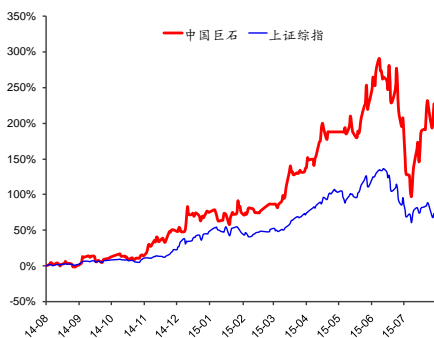


**化工材料**

2015年8月3日

**中国巨石 (600176.SH)**

评级: 推荐

**最近 52 周走势:**

**相关研究报告:**

 2014-9-30 中国玻纤 (600176):  
 全球景气, 底部反转

 2014-11-21 中国玻纤 (600176): 宣  
 布提价, 明年更好

 2014-12-27 中国玻纤 (600176): 双  
 反影响忽略不计, 行业景气继续

**报告作者:**

分析师: 皮斌

执业证书编号: S0590514040001

**联系人:**

马群星 石亮

电话: 0510-82833337

Email: maqx@glsc.com.cn

**独立性申明**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。  
 国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

- **2015Q2 业绩超预期, 业绩印证行业继续景气。** 公司预告 2015H1 业绩+250~270%, 测算净利约 4.75 亿元, 预计 2015Q2 单季净利 2.9 亿元, 环比+57%, 单季实现 EPS 约 0.33 元/股。二季度业绩略超我们预计的 2.5 亿元, 主要驱动力在于全球玻纤市场持续向好, 公司产品的销量、价格比进一步增长。公司有效控制生产成本, 优化产品结构、不断提高中高端产品比例等举措, 为利润增长奠定了良好基础。
- **2015 年新增产能有限, 海外需求增速保持稳定。** 全球前六大玻纤企业约占据全球 75% 左右的产能, 继续保持寡头竞争格局, 新增产能和计划冷修量相抵平衡。高性能玻纤产品在大飞机、高铁、新能源汽车、特种管罐、风力发电、造船等领域应用扩大, 支持玻纤行业的新增长。全球需求总量保持 7% 增速, 行业产能利用率保持 90% 以上。
- **2015 年 H1 量价维持, 业绩有所保障。** 玻纤市场行情基本稳定, 风电有所减缓, 销量增速放慢, 但行业库存仍处低位, 加上财政部新政《自产风力发电产品即征即退 50%》利好, 风电的良好需求对玻纤市场价格形成有力支撑。新增产能方面小型坩埚拉丝企业继续大范围停工, 仅山东玻纤 5 万吨 ECR 池窑新线投产,。预计市场平稳走势, 供需维持平稳。公司作为行业龙头, 一直接单生产, 无碱粗纱市场贡献主要盈利。对于受建筑市场疲弱影响, 中碱直纺、中碱直接、电子纱稳中偏弱运行, 盈利贡献无变化。
- **纯碱、天然气和电价下调降低公司成本。** 纯碱、天然气和电力在玻纤生产中占据成本近 25%, 比较 2015H1, 最新重质纯碱价格下调 6%, 跌价 100 元/吨, 天然气随着国际原油价格大跌和进口 LNG 市场价格下调, 增量气价随之下调, 预计下半年有望再次下调, 同时国家公布下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格, 下调 1.8 分/度, 测算三项合计可以给公司带来约 7000 万元/年的成本节约。

- **公司实施埃及扩建，加快北美建厂，高端市场布局。**除了埃及工厂8万吨扩建外，公司今年实施北美项目，一期计划投资3亿美元，年产8万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线。与埃及项目追求低成本不同，巨石北美项目重在对产品高端化的探索，美国新工厂将在产品结构上全面对接美国市场，高端产品比例高。巨石集团海外设厂经验、国际化人才和全球化贸易的积累将大大提升公司竞争力，在国际复合材料巨头的同台竞技中赢得商机。
- **公司坚持新品研发，提高高端产品比重。**公司加大技术研发和新产品投放，综合2014年产品成果中包括E7批量生产，全能型增强尼龙用短切原丝，光缆加强芯用纱，体卫浴SMC用纱，高铁枕木用纱达到终端市场标准，为公司下一步开拓市场奠定了基础。
- **积极发展全球高端客户。**公司产品结构改善，高端产品比例提高，进一步强化了对接全球高端客户的能力，按照目前工程塑料的国际大客户帝斯曼、朗盛、巴斯夫、索尔维等单个用户实际用量数万吨，作为高端客户对价格并不敏感，一旦选用，全球工厂调配供应，未来重点市场重点客户订单量进一步增长。
- **展望全年，预计公司盈利业绩翻倍。**公司和国内巨头重庆玻纤、山东玻纤、泰山玻纤对价格维护得很好，处于五年内高点。行业无碱类产品供应有序，这也有力保障了二季度价格顺利传导。如行业巨头欧文斯科宁注重高端市场，舍弃低价市场一样，除了追求价格提升，公司还一直保持对产品结构调整、保持产能利用率中低端市场和注重发展中高端客户，这个体现在公司销量提升的同时，毛利还能有所提高。公司业绩对玻纤售价相当敏感，销售单价涨5%即300元/吨，将给中国巨石每股收益增加0.24元，业绩弹性非常大。
- **维持“推荐”评级。**预计2015年115万吨销量，2016年120万吨，2017年130万吨。供需矛盾有利于玻纤厂家扩大销量，维持售价。预测公司2015-2017年每股EPS为1.07、1.22、1.44元，参考欧文斯科宁和国内制造业估值，给予25倍PE，维持目标价格30.50元。
- **风险提示：**风险一：国内二线厂家扩产。因行业盈利好转，不排除国内5万吨~20万吨产能的现有二线厂家玻纤产能扩张；风险二：需求下滑。国内制造业、建筑和基建开工率大滑坡，造成对玻纤需求量冲击。

单位:百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	6268	6623	7464	8423
增长率(%)	20.32%	5.66%	12.70%	12.84%
归属母公司净利润	474.54	934.85	1067.60	1252.40
增长率(%)	48.70%	97.00%	14.20%	17.31%
每股收益(EPS)	0.544	1.071	1.223	1.435
每股股利(DPS)	0.000	0.198	0.226	0.265
每股经营现金流	1.968	1.220	1.412	1.922
销售毛利率	35.38%	37.75%	37.91%	37.04%
销售净利率	7.55%	14.08%	14.27%	14.83%
净资产收益率(ROE)	11.80%	19.55%	18.88%	18.76%
投入资本回报率(ROIC)	8.66%	10.33%	10.01%	10.04%
市盈率(P/E)	39.08	19.84	17.37	14.81
市净率(P/B)	4.61	3.88	3.28	2.78
股息率(分红/股价)	0.000	0.009	0.011	0.012
<b>利润表</b>				
营业收入	6268	6623	7464	8423
减: 营业成本	4050	4123	4635	5303
营业税金及附加	47.41	50.09	56.45	63.70
营业费用	201.42	221.00	263.00	274.00
管理费用	570.68	612.00	690.00	751.00
财务费用	781.79	617.67	666.18	684.49
资产减值损失	21.77	12.00	22.00	14.00
加: 投资收益	-4.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	590.08	987.36	1131.82	1332.93
加: 其他非经营损益	15.88	30.00	30.00	30.00
<b>利润总额</b>	605.96	1017.36	1161.82	1362.93
减: 所得税	132.58	84.78	96.82	113.58
<b>净利润</b>	473.38	932.58	1065.00	1249.35
减: 少数股东损益	-1.15	-2.27	-2.60	-3.05
<b>归属母公司净利润</b>	474.54	934.85	1067.60	1252.40
<b>资产负债表</b>				
货币资金	982.9	66.2	74.6	84.2
应收和预付款项	3218.1	2854.9	3988.0	3742.7
存货	1186.3	2275.5	1616.1	2836.5
其他流动资产	197.2	197.2	197.2	197.2
长期股权投资	71.4	71.4	71.4	71.4
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产和在建工程	12519.2	14377.2	15925.6	16284.0
无形资产和开发支出	880.3	880.3	880.3	880.3
其他非流动资产	8.1	4.0	0.0	0.0
<b>资产总计</b>	19063.4	20726.7	22753.3	24096.3
短期借款	6070.4	6679.7	7868.0	7825.8
应付和预收款项	1032.2	1326.1	1296.3	1663.1
长期借款	4627.8	4627.8	4627.8	4627.8
其他负债	3178.6	3178.6	3178.6	3178.6
<b>负债合计</b>	14909.0	15812.1	16970.7	17295.3
股本	872.6	872.6	872.6	872.6
资本公积	1238.7	1238.7	1238.7	1238.7
留存收益	1909.0	2671.4	3542.1	4563.4
<b>归属母公司股东权益</b>	4020.3	4782.7	5653.4	6674.7
少数股东权益	73.5	71.3	68.7	65.6
<b>股东权益合计</b>	4093.9	4854.0	5722.0	6740.4
<b>负债和股东权益合计</b>	19002.9	20666.1	22692.7	24035.7

现金流量表	2014A	2015E	2016E	2017E
经营性现金净流量	1717.3	1064.7	1231.7	1676.8
投资性现金净流量	-1464.6	-1842.5	-1582.5	-732.5
筹资性现金净流量	-1004.3	-138.9	359.2	-934.7
<b>现金流量净额</b>	-794.0	-916.6	8.4	9.6
<b>收益率</b>				
毛利率	35.38%	37.75%	37.91%	37.04%
三费/销售收入	24.79%	21.90%	21.69%	20.29%
EBIT/销售收入	21.28%	24.05%	24.03%	24.03%
EBITDA/销售收入	33.79%	24.11%	24.62%	28.64%
销售净利率	7.55%	14.08%	14.27%	14.83%
<b>资产获利率</b>	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
ROE	11.80%	19.55%	18.88%	18.76%
ROA	7.00%	7.69%	7.88%	8.40%
ROIC	8.66%	10.33%	10.01%	10.04%
<b>增长率</b>	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售收入增长率	20.3%	5.7%	12.7%	12.8%
EBIT 增长率	21.9%	19.4%	12.6%	12.8%
EBITDA 增长率	16.5%	-24.6%	15.1%	31.3%
净利润增长率	41.9%	97.0%	14.2%	17.3%
总资产增长率	0.2%	8.7%	9.8%	5.9%
股东权益增长率	8.5%	19.0%	18.2%	18.1%
经营营运资本增长率	-39.4%	62.9%	45.4%	37.7%
<b>资本结构</b>	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
资产负债率	78.21%	76.29%	74.59%	71.78%
投资资本/总资产	72.77%	77.97%	80.07%	79.66%
带息债务/总负债	71.76%	71.51%	73.63%	72.01%
流动比率	55.61%	49.28%	48.55%	55.20%
速动比率	41.83%	26.69%	33.57%	30.79%
股利支付率	0.00%	18.45%	18.45%	18.45%
收益留存率	100.00%	81.55%	81.55%	81.55%
<b>资产管理效率</b>	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总资产周转率	32.88%	31.96%	32.81%	34.96%
固定资产周转率	51.70%	54.69%	59.98%	54.26%
应收账款周转率	214.83%	270.24%	207.37%	260.94%
存货周转率	341.42%	181.19%	286.79%	186.96%
<b>估值指标</b>	2014A	2015E	2016E	2017E
EBIT	1333.6	1593.0	1794.0	2024.4
EBITDA	2117.9	1597.1	1837.6	2412.0
NOPLAT	1185.2	1432.8	1617.0	1828.2
净利润	474.5	934.9	1067.6	1252.4
EPS	0.54	1.07	1.22	1.44
BPS	4.61	5.48	6.48	7.65
PE	39.08	19.84	17.37	14.81
PEG	1.02	N/A	N/A	N/A
PB	4.61	3.88	3.28	2.78
PS	2.96	2.80	2.48	2.20
PCF	10.80	17.42	15.05	11.06
EV/EBIT	21.29	18.78	17.34	15.34
EV/EBITDA	13.41	18.74	16.93	12.88
EV/NOPLAT	23.96	20.88	19.24	16.99
EV/IC	2.05	1.85	1.71	1.62
ROIC-WACC	0.09	0.06	0.06	0.06
股息率	0.00	0.01	0.01	0.01

### 无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

### 上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

### 北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

### 深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

### 国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

### 免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,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。