

波动向上是大概率，继续改善中关注新业务拓展和国际化战略

——中国巨石（600176）2015年中报点评

2015年8月19日

强烈推荐/维持

中国巨石

财报点评

姓名	分析师 赵军胜	执业证书编号: S1480512070003
	Email: zhaojs@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554088

事件:

公司 2015 年实现营业收入 34.53 亿元，同期增长 21.85%；营业利润为 5.57 亿元，同比增长 195.90%；利润总额为 5.77 亿元，同比增长 191.78%；归属于上市公司净利润 4.81 亿元，同比增长 267.03%。每股收益为 0.55 元。

公司分季度财务指标

指标	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2
营业收入（百万元）	1300.69	1163.31	1670.68	1583.22	1850.94	1655.85	1797.32
增长率（%）	26.39%	-0.32%	18.53%	18.82%	42.31%	42.34%	7.58%
毛利率（%）	32.55%	32.08%	35.18%	36.47%	36.71%	38.52%	42.37%
期间费用率（%）	28.80%	27.59%	24.25%	24.06%	24.15%	24.78%	22.07%
营业利润率（%）	6.68%	3.35%	8.94%	11.90%	11.53%	13.11%	18.92%
净利润（百万元）	141.80	24.15	108.33	158.69	182.21	185.87	294.18
增长率（%）	46.41%	-18.06%	62.48%	65.89%	28.49%	669.51%	171.56%
每股盈利（季度，元）	0.170	0.028	0.122	0.180	0.214	0.213	0.339
资产负债率（%）	80.30%	80.07%	80.45%	79.83%	78.82%	78.49%	77.93%
净资产收益率（%）	3.74%	0.63%	2.85%	4.01%	4.45%	4.27%	6.44%
总资产收益率（%）	0.74%	0.13%	0.56%	0.81%	0.94%	0.92%	1.42%

观点:

- **量价齐升带动营业收入同比保持较高增速。**在行业景气度持续向上的情况下，从2014年下半年开始公司几次提升产品价格，所以到 2015年上半年公司综合价格约为5985元/吨，同比提升幅度约12%。同时公司的价格提升得到客户认可，出货水平保持稳定向上。2015年上半年玻纤纱销量约为56.5万吨，同比提升幅度超过10%。在销量和价格同时上涨的推动下，公司2015年上半年营业收入为34.53亿元，同比增长21.85%。但从单季度看，2015年第2季度营业收入为1.8亿元，同比增长7.58%，增速较1季度同比增速下降较多，主要是价格基数提升等所致。
- **毛利率大幅提升和费用率下降助力净利润高速增长。**2015年上半年公司综合毛利率为40.52%，同比提高6.61个百分点，公司毛利率的提升主要原因是价格的提升以及公司技术改造创新和节能降耗所致，其中第2季度毛利率为42.37%，同比提高7.19个百分点。期间费用率2015年上半年为23.37%，同比下降2.25

个百分点。其中销售费用率提高0.66个百分点，管理费用率下降0.64个百分点，财务费用率下降2.27个百分点。销售费用率提升主要是随着销量的增长运输费用增加所致。在毛利率大幅提升和期间费用率的双轮推动下2015年上半年归属于母公司所有者的净利润同比增长267.03%，保持高速增长。

- **公司财务费用的弹性空间仍大，非公开增发将加速改善。**2015年上半年随着公司营业收入的提升，公司的财务费用率下降明显，财务费用摆脱了2011年以来财务费用大于净利润的状态。但是2015年上半年吨财务费用仍为691元，较2008年金融危机前水平353元/吨仍有较大的改善和弹性空间。公司的非公开增发方案中有15亿元用于偿还银行贷款，公司将替换掉高利率的负债，加速吨财务费用的改善。
- **技术改造和节能将进一步降低公司成本，技术创新提升公司综合竞争力。**公司依靠技术创新和精细化管理提升窑炉熔化率和拉丝成品率，提升单位人工的产量，降低单位能耗。坚持节支降耗工作。降低公司的单位产品的成本，提升公司的毛利率水平。在未来即使价格不提升的情况下，毛利率水平也会得到逐步的改善和提升。

公司拥有世界一流的核心技术，技术中心为国家级企业技术中心。技术和硬件均达到国际一流水平，像拥有世界上最大的单座无碱池窑生产线，自主研发的E6、E7系列产品行业内世界领先。

- **非公开增发迎一带一路政策，开启公司新的国际化发展新路径。**公司的非公开增发方案正在等待证监会的批复，公司募集不超过50亿元，用于埃及二期8万吨和三期4万吨玻纤生产线项目，顺应国家一带一路政策。同时美国也计划建设8万吨玻纤生产线，开启公司的国际化布局的新战略。不仅在美国、韩国、意大利、加拿大、西班牙和法国等14个国家设立海外子公司，在英国、德国设立2家独家经销商的销售网络上的建设，而且在生产线布局上逐步实现国际化。像埃及人工成本低，不仅可以规避欧盟对于中国玻纤的反倾销的高税率，同时还将受益于国家一带一路的政策落实。
- **国企改革和业务的拓展将提升公司的综合竞争力。**公司作为中国建材的子公司属于国有企业，国企改革方案公司已经上报等待批复。如果公司国企改革得到落实，公司将进一步提升自身综合竞争力。同时作为玻纤行业的国际龙头企业在玻璃纤维纱产品的竞争力世界领先，这有利于公司进一步向下游拓展新的产品，增加玻纤制品业务发展，提升公司的业绩表现。
- **行业景气度波动向上的趋势不变。**玻璃纤维行业用途广，在建筑、电子电气、交通运输、航空航天、新型能源等各个领域，作为一种性能良好的材料新需求拓展范围大。未来需求将稳定增长，预计未来几年需求增长将保持5%-6%的水平。同时随着玻纤冷修进入集中阶段，供给增长预计在2%左右，行业景气度仍处于波动向上的阶段。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司2015到2017年公司的每股收益1.13元、1.45元和1.83元，以收盘价29.59元计算，对应的动态PE为26倍、20倍和16倍，考虑到行业景气度稳定、公司国际龙头地位的综合竞争优势、国际化战略和新业务拓展带来的新成长以及受益一带一路政策和国企改革，维持公司“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示：**新业务拓展和国际化战略落实不达预期的风险。

公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		
流动资产合计	6431.98	5810.72	6678.49	7462.55	8760.98	营业收入	5209.64	6268.15	7622.00	8582.00	10153.00		
货币资金	2061.14	1209.08	1524.40	1716.40	2030.60	营业成本	3575.22	4050.33	4534.00	4997.00	5808.00		
应收账款	1478.37	1746.71	2088.22	2351.23	2781.64	营业税金及附加	47.87	47.41	57.00	64.00	76.00		
其他应收款	97.41	93.91	114.19	128.57	152.11	营业费用	173.20	201.42	230.95	260.03	307.64		
预付款项	288.01	206.51	206.51	206.51	206.51	管理费用	505.13	570.68	693.60	780.96	923.92		
存货	1627.04	1186.34	1304.30	1437.49	1670.79	财务费用	659.06	781.79	884.72	898.67	1033.99		
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	19.26	21.77	22.00	22.00	22.00		
非流动资产合计	12798.03	13514.40	14263.97	15221.28	16420.02	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	76.29	71.39	0.00	0.00	0.00	投资净收益	67.93	(4.68)	48.00	48.00	48.00		
固定资产	9591.45	12123.42	13201.59	14298.61	15587.60	营业利润	297.83	590.08	1247.73	1607.34	2029.45		
无形资产	397.37	407.79	367.01	326.23	285.45	营业外收入	149.47	47.64	48.00	48.00	48.00		
其他非流动资产	0.00	0.00	2.00	2.00	2.00	营业外支出	4.53	31.76	31.00	31.00	31.00		
资产总计	19230.01	19325.13	20942.46	22683.83	25181.00	利润总额	442.78	605.96	1264.73	1624.34	2046.45		
流动负债合计	9297.90	10314.10	12061.33	16103.25	16963.41	所得税	109.16	132.58	278.24	357.35	450.22		
短期借款	5850.00	6070.39	10986.18	14958.32	15696.22	净利润	333.62	473.38	986.49	1266.99	1596.23		
应付账款	773.20	643.49	683.21	752.97	875.18	少数股东损益	14.49	(1.15)	0.00	0.00	0.00		
预收款项	127.86	268.69	268.69	268.69	268.69	归属母公司净利	319.13	474.54	986.49	1266.99	1596.23		
一年内到期的	737.12	2139.53	0.00	0.00	0.00	EBITDA	1677.80	2153.85	3131.34	3618.75	4313.57		
非流动负债合计	6143.82	4917.15	3890.53	2393.53	2393.53	EPS (元)	0.37	0.54	1.13	1.45	1.83		
长期借款	4674.12	2393.53	2393.53	2393.53	2393.53	主要财务比率							
应付债券	1190.99	2234.29	1497.00	0.00	0.00		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		
负债合计	15441.72	15231.25	15951.86	18496.78	19356.94	成长能力							
少数股东权益	83.19	73.55	73.55	73.55	73.55	营业收入增长	2.09%	20.32%	21.60%	12.60%	18.31%		
实收资本(或	872.63	872.63	872.63	872.63	872.63	营业利润增长	-1.42%	98.13%	111.45%	28.82%	26.26%		
资本公积	1238.63	1238.69	1238.69	-872.63	-872.63	归属于母公司净	16.39%	48.70%	107.88%	28.43%	25.99%		
未分配利润	1499.77	1860.01	2811.97	4034.62	5574.98	获利能力							
归属母公司股	3705.10	4020.33	5134.37	4290.04	5886.27	毛利率(%)	31.37%	35.38%	40.51%	41.77%	42.80%		
负债和所有者	19230.01	19325.13	20942.46	22683.83	25181.00	净利率(%)	6.13%	7.57%	12.94%	14.76%	15.72%		
现金流量表		单位:百万元					总资产净利润(%)						
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)							
经营活动现金	721.97	1176.77	1988.82	2730.12	2992.38	偿债能力							
净利润	333.62	473.38	986.49	1266.99	1596.23	资产负债率(%)	80.30%	78.82%	75.39%	80.91%	76.46%		
折旧摊销	720.91	781.98	998.89	1112.74	1250.13	流动比率	0.69	0.56	0.55	0.46	0.52		
财务费用	(659.06)	(781.79)	(884.72)	(898.67)	(1033.99)	速动比率	0.52	0.45	0.45	0.37	0.42		
应付账款的变	(64.37)	(129.71)	39.72	69.76	122.21	营运能力							
预收账款的变	(11.38)	140.83	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.28	0.33	0.38	0.39	0.42		
投资活动现金	(479.44)	(798.97)	(1702.24)	(2003.27)	(2382.09)	应收账款周转率	3.54	3.89	3.98	3.87	3.96		
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	4.44	5.72	6.84	6.96	7.13		
长期股权投资	(15.52)	(4.90)	(71.39)	0.00	0.00	每股指标(元)							
投资收益	67.93	(4.68)	48.00	48.00	48.00	每股收益(最新摊	0.37	0.54	1.13	1.45	1.83		
筹资活动现金	(1179.88)	(1229.81)	28.74	(534.85)	(296.09)	每股净现金流(最	0.22	(0.92)	0.36	0.22	0.36		
应付债券增加	1.28	1043.30	(737.29)	(1497.00)	0.00	每股净资产(最新	4.25	4.61	5.88	4.92	6.75		
长期借款增加	734.68	(2280.59)	0.00	0.00	0.00	估值比率							
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	79.97	54.80	26.19	20.38	16.18		
资本公积增加	(121.02)	0.06	0.00	(2111.32)	0.00	P/B	6.97	6.42	5.03	6.02	4.39		
现金净增加额	(937.35)	(852.01)	315.32	192.00	314.20	EV/EBITDA	21.58	17.39	12.51	11.46	9.71		

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学产业经济学硕士研究生，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建筑建材等行业研究。2014年第十届（暨2013年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。慧眼识券商2014年度最佳分析师量化评选第4名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。