



买入

26%↑

目标价格：人民币 20.50

600176.CH

价格：人民币 16.29

目标价格基础：20倍18年市盈率

板块评级：增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	102.0	13.0	42.1	103.6
相对上证指数	96.5	14.0	43.4	96.8

发行股数(百万)	2,919
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	47,544
3个月日均交易额(人民币 百万)	580
净负债比率(%) (2018E)	17
主要股东(%)	
中国建材股份有限公司	27

资料来源：公司数据，聚源及中银证券以2017年12月29日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

王钦

(8621)20328348

qin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515100003

中国巨石

持续成长的全球玻纤龙头

我们认为公司强大的技术和成本优势是持续成长的关键。

支撑评级的要点

- **业绩继续高增长。**2017年前三季度公司实现营业收入64.4亿元，同比增长16.7%，归属母公司净利润15.5亿元，同比增长35.9%；其中Q3营业收入23.6亿元，同比增长31%，归属母公司净利润5.5亿元，同比增长43.5%。业绩增长主要来自两个方面：一方面是产销量增加，2016年桐乡本部年产36万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线（二期工程）冷修技改完工复产和埃及年产8万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线项目（二期）完工投产，以及2017年巨石攀登年产5000万米电子布生产线技改项目点火；另一方面是高端产品占比提高，全球玻纤行业继续稳定增长，玻纤纱产量稳中有增，市场价格总体保持平稳，公司增强热塑性产品比重进一步增大。
- **国际化战略稳步推进。**继埃及一期、二期项目全面投产后，埃及三期年产4万吨高性能玻璃纤维生产线2017年三季度建成投产，至此埃及总产能达到20万吨。美国年产8万吨玻璃纤维生产线预计将于2018年四季度建成投产，公司计划在印度建设年产10万吨玻纤生产线，进一步拓展海外市场份额。
- **产业一体化进展显著。**2017年上半年桐乡年产60万吨叶腊石微粉生产线扩建项目正式开工建设，项目建成后将切实保障桐乡生产基地的原材料供应；巨石集团有限公司年产10万吨不饱和聚酯树脂生产线建设项目将于三季度投产，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，在产业结构调整、相关多元化发展上迈出了实质性步伐。2016年，公司实现参股连云港中复连众复合材料集团有限公司，下游产业链得到实质延伸，业务整合水平进一步提高。

评级面临的主要风险

- 玻纤需求低于预期，新增产能高于预期

估值

- 预计2017-2019年公司净利润分别20.51、25.01和31.00亿元，EPS分别为0.84、1.03和1.28元，给予**买入**评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	7,055	7,446	8,452	9,973	11,967
变动(%)	13	6	14	18	20
净利润(人民币 百万)	983	1,521	2,051	2,501	3,100
全面摊薄每股收益(人民币)	0.404	0.625	0.843	1.028	1.275
变动(%)	107.2	54.7	34.8	21.9	24.0
全面摊薄市盈率(倍)	40.3	26.0	19.3	15.8	12.8
价格/每股现金流量(倍)	16.3	12.5	16.5	10.6	11.3
每股现金流量(人民币)	1.00	1.30	0.99	1.53	1.44
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.1	15.4	13.0	10.9	9.0
每股股息(人民币)	0.142	0.250	0.337	0.411	0.510
股息率(%)	0.9	1.5	2.1	2.5	3.1

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	7,055	7,446	8,452	9,973	11,967
销售成本	(4,255)	(4,179)	(4,695)	(5,440)	(6,409)
经营费用	38	11	8	(98)	(259)
息税折旧前利润	2,837	3,278	3,765	4,434	5,300
折旧及摊销	(924)	(988)	(1,015)	(1,088)	(1,164)
经营利润 (息税前利润)	1,914	2,290	2,750	3,346	4,136
净利息收入/(费用)	(741)	(536)	(401)	(474)	(568)
其他收益/(损失)	8	72	120	120	120
税前利润	1,181	1,826	2,469	2,992	3,687
所得税	(195)	(297)	(407)	(479)	(572)
少数股东权益	3	8	10	13	16
净利润	983	1,521	2,051	2,501	3,100
核心净利润	997	1,549	2,085	2,539	3,144
每股收益 (人民币)	0.404	0.625	0.843	1.028	1.275
核心每股收益 (人民币)	0.410	0.637	0.857	1.044	1.293
每股股息 (人民币)	0.142	0.250	0.337	0.411	0.510
收入增长(%)	13	6	14	18	20
息税前利润增长(%)	39	20	20	22	24
息税折旧前利润增长(%)	31	16	15	18	20
每股收益增长(%)	107	55	35	22	24
核心每股收益增长(%)	110	55	35	22	24

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	1,181	1,826	2,469	2,992	3,687
折旧与摊销	924	988	1,015	1,088	1,164
净利息费用	741	536	401	474	568
运营资本变动	(252)	345	(943)	(41)	(855)
税金	(191)	(290)	(407)	(479)	(572)
其他经营现金流	27	(236)	(135)	(310)	(484)
经营活动产生的现金流	2,430	3,169	2,400	3,725	3,510
购买固定资产净值	(4)	76	1,200	1,200	1,200
投资减少/增加	5	(925)	(160)	(160)	(160)
其他投资现金流	(2,394)	(1,645)	(2,410)	(2,405)	(2,405)
投资活动产生的现金流	(2,393)	(2,494)	(1,370)	(1,365)	(1,365)
净增权益	(345)	(608)	(820)	(1,000)	(1,240)
净增债务	(3,011)	(526)	983	(197)	321
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	5,223	(554)	1,964	(664)	(891)
融资活动产生的现金流	1,867	(1,661)	2,179	(1,758)	(1,589)
现金变动	1,903	(986)	3,209	602	556
期初现金	1,209	3,290	1,855	5,064	5,666
公司自由现金流	37	675	1,030	2,360	2,145
权益自由现金流	(2,234)	686	2,415	2,637	3,035

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	3,290	1,855	5,064	5,666	6,222
应收帐款	3,317	3,266	4,209	4,652	5,948
库存	1,241	1,385	1,545	1,746	2,215
其他流动资产	1,884	1,707	1,441	1,655	1,760
流动资产总计	9,732	8,212	12,260	13,718	16,144
固定资产	13,363	13,712	13,817	13,851	13,812
无形资产	403	479	560	638	713
其他长期资产	108	1,050	1,247	1,454	1,662
长期资产总计	13,874	15,242	15,624	15,943	16,187
总资产	24,084	23,932	28,361	30,138	32,807
应付帐款	1,514	1,676	1,336	1,937	2,129
短期债务	4,346	3,352	4,500	4,500	4,500
其他流动负债	2,951	4,434	3,972	3,702	4,425
流动负债总计	8,810	9,462	9,809	10,139	11,054
长期借款	5,048	3,087	3,973	3,885	3,784
其他长期负债	432	335	352	373	353
股本	1,106	2,432	2,432	2,432	2,432
储备	8,664	8,513	11,703	13,204	15,064
股东权益	9,769	10,945	14,135	15,636	17,496
少数股东权益	75	82	92	105	120
总负债及权益	24,084	23,932	28,361	30,138	32,807
每股帐面价值 (人民币)	4.02	4.50	5.81	6.43	7.19
每股有形资产 (人民币)	8.47	4.30	5.58	6.17	6.90
每股净负债/(现金)(人民币)	3.54	1.27	0.59	0.34	0.11

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	40.2	44.0	44.5	44.5	44.3
息税前利润率 (%)	27.1	30.8	32.5	33.5	34.6
税前利润率 (%)	16.7	24.5	29.2	30.0	30.8
净利率 (%)	13.9	20.4	24.3	25.1	25.9
流动性					
流动比率 (倍)	1.1	0.9	1.2	1.4	1.5
利息覆盖率 (倍)	2.6	4.3	6.9	7.1	7.3
净权益负债率 (%)	62.0	41.6	24.0	17.3	11.7
速动比率 (倍)	1.0	0.7	1.1	1.2	1.3
估值					
市盈率 (倍)	40.3	26.0	19.3	15.8	12.8
核心业务市盈率 (倍)	39.7	25.6	19.0	15.6	12.6
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	53.8	34.8	21.5	17.6	14.2
市净率 (倍)	4.1	3.6	2.8	2.5	2.3
价格/现金流 (倍)	16.3	12.5	16.5	10.6	11.3
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	18.1	15.4	13.0	10.9	9.0
周转率					
存货周转天数	104.1	114.7	113.9	110.4	112.8
应收帐款周转天数	163.7	161.3	161.4	162.2	161.6
应付帐款周转天数	55.8	78.2	65.0	59.9	62.0
回报率					
股息支付率 (%)	35.1	40.0	40.0	40.0	40.0
净资产收益率 (%)	14.1	14.7	16.4	16.8	18.7
资产收益率 (%)	7.4	8.0	8.8	9.6	11.1
已运用资本收益率 (%)	1.4	2.1	2.6	2.7	3.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测