



2018年03月20日

## 买入(首次评级)

当前价: 17.23 元  
目标价: 19.2-24.0 元

分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001  
电话: 0755-83331495  
邮箱: liuping\_bf@lxsec.com

### 盈利预测

百万元	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	8,652	10,159	11,672	13,272
(+/-)	16.2%	17.4%	14.9%	13.7%
净利润	2150	2816	3467	4101
(+/-)	41.3%	31.0%	23.1%	18.3%
EPS(元)	0.74	0.96	1.19	1.41
P/E	23.3	17.9	14.5	12.2

资料来源: 联讯证券研究院

## 中国巨石(600176.SH)

# 【联讯建材年报点评】中国巨石(600176): 盈利能力大幅提升, 全面升级打造全球玻纤巨头

### 投资要点

#### ◇ 事件:

2017年3月20日, 公司发布2017年年度报告。报告期内, 公司实现营业收入86.52亿元, 同比增长16.19%; 实现净利润21.50亿元, 同比增长41.34%; 基本每股收益为0.74元/股, 同比增长41.33%。公司2017年度利润分配方案为每10股送现金2.5元(含税); 以资本公积金向全体股东每10股转增2股。

#### ◇ 各业务板块营业收入均大幅增长, 第四季度营业收入提升

分产品来看, 报告期内, 玻璃纤维及其制品业务合计实现营业收入为84.27亿元, 占2017年营业收入97.42%, 与上年相比收入上升15.38%, 主要原因是报告期内, 风电、热塑等下游市场回暖, 玻纤行业供需关系好转, 一些产品出现结构性、区域性、季节性供不应求, 使得公司主要产品玻纤纱销量增长较快。分季度来看, Q1至Q4分别实现收入18.60亿元、22.18亿元、23.62亿元、22.12亿元, 同比分别增长5.52%、13.50%、30.99%、14.81%, 下半年营收好于上半年; 分地区看, 国内、国外分别实现营业收入47.07亿元、38.84亿元, 同比分别增长23.25%、9.23%。

#### ◇ 综合毛利率有所提升, 净利率同比大幅提升

报告期公司综合毛利率45.84%, 同比提升2.5个百分点; 分产品看, 玻纤及制品、其他产品分别为46.64%、37.65%, 同比分别提升2.14、-7.4个百分点; 分地区看, 国内、国外毛利率分别为43.26%、48.82%, 同比分别提升4.31、-1.51个百分点; 分季度看, Q1至Q4净利润分别为4.6亿元、5.4亿元、5.5亿元、6.0亿元, 同比增长30.97%、31.46%、41.48%、61.45%; 报告期公司净利率24.94%, 同比提升4.41个百分点, 净利率大幅提升受益于公司产品质量提升、高端化生产及精细化管理。

公司资产负债率2017年下降至49.36%, 管理费用率、销售费用率与去年几乎持平, 财务费用率下降较大由7.2%降至4.85%, 主要原因是本期利息收入增加、汇兑损失减少所致。

#### ◇ 优秀的成本控制能力提升企业竞争力

报告期内, 玻纤及制品营业收入同比增长15.38%, 而玻纤及制品营业成本同比增长10.93%, 增幅小于收入, 主要受益于公司极强的研发能力、不断扩大的生产规模以及对上游较强的控制力, 我们看到巨石的吨生产成本持续降低。

#### ◇ “产品高端化, 产业集群化”战略

公司致力于研发高端产品, 转变产品结构, 增加高端玻纤复合产品比重。



E7 产品销量逐年递增实现翻番，E8 产品实现了在万吨级池窑上的高效生产。产业方面，通过收购或参股上下游相关企业，完善产业链布局，形成产业一体化。2017 年，桐乡磊石微粉有限公司年产 60 万吨叶腊石微粉项目正式投产，从源头上切实保障稳定、高效、绿色生产。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建成投产，在提供“玻纤+树脂”复合材料综合服务解决方案上迈出实质性步伐。完成收购连云港中复连众复合材料集团有限公司合计 32.04%股权，继续延伸下游产业链，业务整合水平进一步提高。

#### ◇ 继续拓展智能化制造，降低生产成本

公司将在浙江省桐乡经济开发区实施新材料智能制造基地项目，未来五年内将一次规划、分期建设三条无碱玻纤生产线和三条电子纱、电子布生产线。项目建设成后，将新增年产 45 万吨无碱玻纤、年产 18 万吨电子纱及 8 亿米电子布的产能规模，全面提升公司智能化水平，提高公司的经济效益。进一步降低运营成本，促进企业转型升级，增强公司核心竞争力，也是加快公司“产品高端化”战略落地的关键一步。

#### ◇ 海外市场空间巨大，未来前景预期乐观

目前公司拥有埃及、美国两个生产基地，以及覆盖全球的营销网络。2017 年，公司埃及三期年产 4 万吨高性能玻璃纤维池窑拉丝生产线正式投产，成为国家一带一路战略实施的示范项目。并且美国项目稳步实施，厂房基建、公用设施进入全面建设阶段。2018 年底，美国年产 8 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线投产，将成为公司第一个在发达国家设立的生产线。印度项目按计划积极推进，“五洲布局”稳步进行。

#### ◇ 给予“买入”评级

我们预计公司 2018-2020 年收入分别为 101.59、116.72 和 132.72 亿元，同比分别增加 17.4%、14.9%和 13.7%，净利润分别为 28.16、34.67 和 41.01 亿元，同比分别增长 31.0%、23.1%和 18.3%，EPS 分别为 0.96、1.19 和 1.41 元，对应 18-20 年 PE 分别为 18/15/12x，公司目前正在积极扩大产能，并向智能化生产以及提高高端玻纤产品比重的产品结构转型，而海外需求复苏将进一步提振玻纤需求，公司未来三年有望实现较快增长，按照 18 年 20-25 倍 PE，合理估值 19.2-24 元，给予“买入”评级。

#### ◇ 风险提示

贸易壁垒风险；

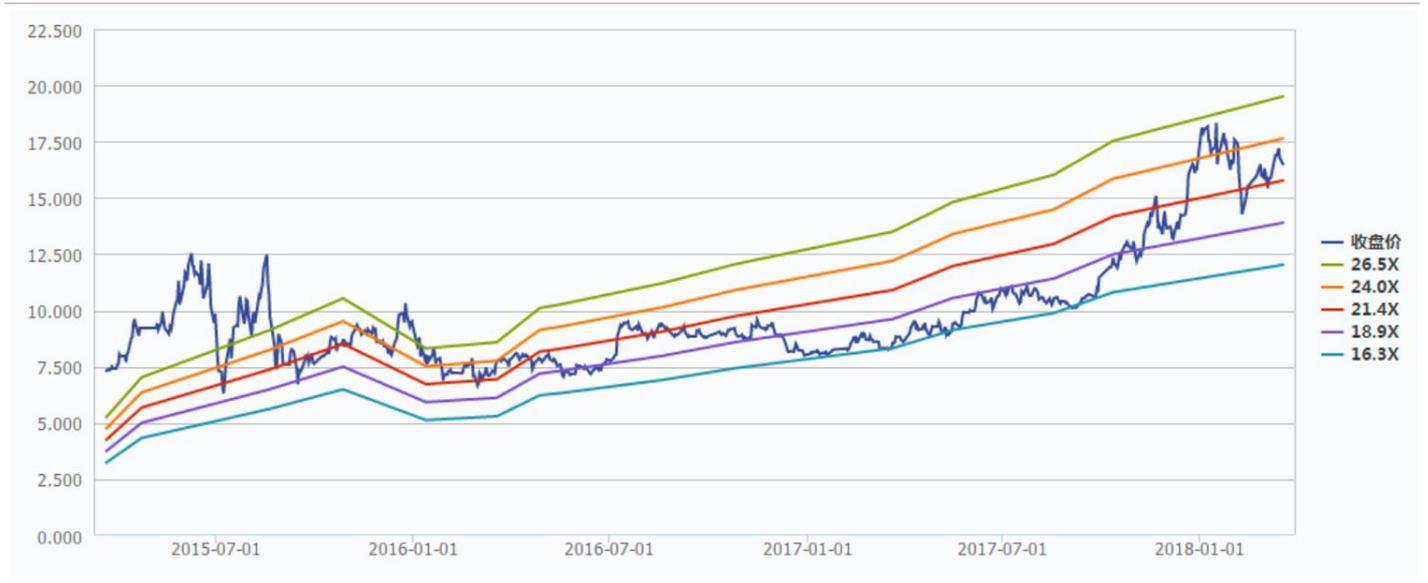
利率风险；

原材料和燃料价格及供应风险；

新产能投产不及预期。



图表1: PE Band



资料来源: Wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1842	4040	5483	7459	营业收入	8652	10159	11672	13272
应收款项	3600	4453	5116	5818	营业成本	4686	5146	5774	6505
存货净额	1329	1319	1488	1714	营业税金及附加	87	102	117	133
其他流动资产	1067	2337	2684	3053	销售费用	321	366	409	451
<b>流动资产合计</b>	<b>7839</b>	<b>12148</b>	<b>14772</b>	<b>18043</b>	管理费用	719	789	869	960
固定资产	14669	13853	13522	13027	财务费用	420	418	391	357
无形资产及其他	521	504	487	469	投资收益	83	30	30	30
投资性房地产	579	579	579	579	资产减值及公允价值变动	(32)	(41)	(47)	(53)
长期股权投资	1184	1200	1216	1232	其他收入	25	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>24792</b>	<b>28284</b>	<b>30574</b>	<b>33350</b>	营业利润	2493	3328	4095	4843
短期借款及交易性金融负债	5159	5500	5500	5500	营业外净收支	40	0	0	0
应付款项	2074	1790	2019	2326	<b>利润总额</b>	<b>2533</b>	<b>3328</b>	<b>4095</b>	<b>4843</b>
其他流动负债	586	2609	2930	3341	所得税费用	376	499	614	726
<b>流动负债合计</b>	<b>7820</b>	<b>9899</b>	<b>10449</b>	<b>11167</b>	少数股东损益	8	13	14	16
长期借款及应付债券	4120	4120	4120	4120	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2150</b>	<b>2816</b>	<b>3467</b>	<b>4101</b>
其他长期负债	299	299	299	299					
<b>长期负债合计</b>	<b>4418</b>	<b>4418</b>	<b>4418</b>	<b>4418</b>	现金流量表（百万元）				
<b>负债合计</b>	<b>12238</b>	<b>14317</b>	<b>14868</b>	<b>15585</b>	净利润	2150	2816	3467	4101
少数股东权益	105	111	117	124	资产减值准备	14	667	(26)	(29)
股东权益	12449	13856	15590	17640	折旧摊销	985	1826	2029	2188
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>24792</b>	<b>28284</b>	<b>30574</b>	<b>33350</b>	公允价值变动损失	32	41	47	53
					财务费用	420	418	391	357
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1035)	293	(656)	(607)
每股收益	0.74	0.96	1.19	1.41	其它	(11)	(661)	33	36
每股红利	0.40	0.48	0.59	0.70	<b>经营活动现金流</b>	<b>2136</b>	<b>4981</b>	<b>4893</b>	<b>5742</b>
每股净资产	4.27	4.75	5.34	6.04	资本开支	(1913)	(1700)	(1700)	(1700)
ROIC	12%	16%	19%	22%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	17%	20%	22%	23%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2103)</b>	<b>(1716)</b>	<b>(1716)</b>	<b>(1716)</b>
毛利率	46%	49%	51%	51%	权益性融资	79	0	0	0
EBIT Margin	33%	37%	39%	39%	负债净变化	1030	0	0	0
EBITDA Margin	44%	55%	56%	56%	支付股利、利息	(1181)	(1408)	(1733)	(2051)
收入增长	16%	17%	15%	14%	其它融资现金流	177	341	0	0
净利润增长率	41%	31%	23%	18%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(46)</b>	<b>(1067)</b>	<b>(1733)</b>	<b>(2051)</b>
资产负债率	50%	51%	49%	47%	<b>现金净变动</b>	<b>(13)</b>	<b>2198</b>	<b>1443</b>	<b>1976</b>
息率	2.3%	2.8%	3.4%	4.1%	货币资金的期初余额	1855	1842	4040	5483
P/E	23.4	17.9	14.5	12.3	货币资金的期末余额	1842	4040	5483	7459
P/B	4.0	3.6	3.2	2.9	企业自由现金流	455	3612	3500	4320
EV/EBITDA	16.4	11.6	10.0	8.9	权益自由现金流	1663	3597	3168	4017

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

刘萍，西安交通大学本科、硕士，2017年9月加入联讯证券，曾就职于联合证券研究所、国信证券经济研究所，从事房地产行业、建筑建材行业研究。2011年新财富入围，2012年水晶球第五、金牛第五。从事卖方研究工作8年。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 买入：相对大盘涨幅大于10%；
- 增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；
- 持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
- 减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；
- 中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；
- 减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层

传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)