

# 玻纤龙头国际化和智能化继拓新天地

2017年3月20日

强烈推荐/维持

中国巨石

财报点评

## ——中国巨石（600176）2017年财报点评

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2017年实现营业总收入86.51亿元,同比增加16.19%,实现归属于上市公司股东的净利润21.50亿元,同比增长41.34%。每股收益0.7366元,同比增加41.33%,每10股送现金红利2.5元(含税)且每10股转增2股。

### 公司分季度财务指标

指标	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4
营业收入(百万元)	1762.21	1954.15	1803.08	1926.90	1859.51	2217.96	2361.85	2212.23
增长率(%)	6.42%	8.73%	1.35%	5.73%	5.52%	13.50%	30.99%	14.81%
毛利率(%)	41.70%	45.68%	44.19%	47.00%	47.09%	45.59%	43.59%	47.43%
期间费用率(%)	17.73%	18.23%	19.55%	24.21%	17.50%	15.86%	16.22%	18.09%
营业利润率(%)	24.29%	25.78%	25.64%	18.26%	29.02%	29.43%	27.35%	29.61%
净利润(百万元)	361.82	410.07	386.76	370.07	473.89	539.06	547.17	597.47
增长率(%)	94.66%	39.39%	34.30%	69.37%	30.97%	31.46%	41.48%	61.45%
每股盈利(季度,元)	0.325	0.165	0.156	0.156	0.193	0.184	0.187	0.205
资产负债率(%)	56.90%	55.40%	54.64%	53.84%	52.53%	52.77%	51.39%	49.36%
净资产收益率(%)	3.55%	3.98%	3.61%	3.35%	4.11%	4.72%	4.59%	4.76%
总资产收益率(%)	1.53%	1.78%	1.64%	1.55%	1.95%	2.23%	2.23%	2.41%

### 观点:

- 销量增长带动公司营业收入继续稳增。公司2017年营业收入86.51亿元,同比增长16.19%,主要是公司产品销量的增长,预计销量140多万吨,同比增长近35%,而综合价格约为6010元/吨,同比下降14.42%。其中,Q1/Q2/Q3/Q4营业收入分别为18.60亿、22.18

亿、23.62 亿、22.12 亿。主营产品玻纤及制品营收 84.27 亿元，占比 97.41%。分地区来看，国内市场营收 47.07 亿元，占比 54.41%，同比增长 23.25%。主要系国内玻纤市场结构性、区域性供小于求情况时有发生，企业掌握定价权，产品提价助力营业收入大幅增长。国外市场营收 38.84 亿元，占比 45.59%，同比增长 9.32%。

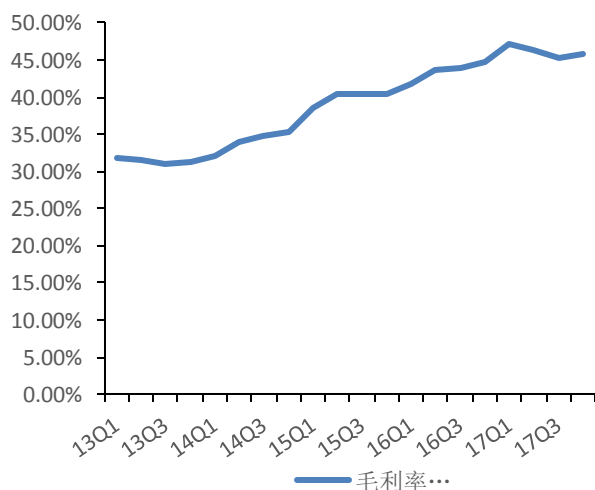
➤ **规模优势下成本下降明显，费用率下降盈利能力提升。**在价格下降的情况下，2017 年公司毛利率 45.84%，同比提高 1.12 个百分点。其中玻纤及制品毛利率 46.64%，同比提高 2.14 个百分点。公司规模效应明显，成本统一采购，采用长期合同，成本端控制好，受原材料涨价波动影响小。期间费用率下降 3.1 个百分点至 16.88%。其中，销售费用率为 3.71%，同比下降 0.26 个百分点；管理费用率为 8.31%，同比下降 0.5 个百分点。财务费用较上年同期大幅下降 21.7 个百分点，主要系利息收入增加和汇兑损失减少所致。在毛利率提升和费用率下降的情况下，2017 年公司 ROE 为 18.36%，同比提高 3.65 个百分点，盈利能力提升明显。

➤ **玻纤需求受益于全球经济复苏。**国内经济稳中向好，保证国内需求的稳定增长。“一带一路”政策的推进，带动沿线城市对建材需求的提升；国外经济持续复苏，作为基建、汽车、风电等领域的基础材料，未来玻纤行业需求发展将进入快速上升通道。

玻纤行业因其成本、技术等因素具有高进入壁垒、高集中度的特性，公司作为国内乃至世界玻纤行业领军企业在现有竞争格局中优先受益。当前环保政策趋严，大量停产限产政策使得产品供给趋紧。供给侧改革加速淘汰落后高耗能高污染的小型企业，行业整合加速，作为行业龙头公司市占率稳步提升。

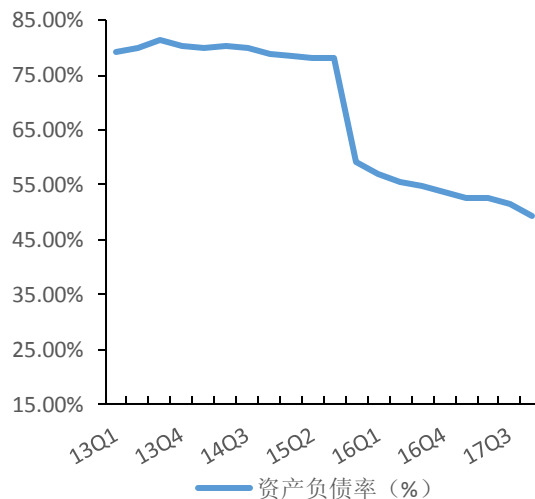
- **全球布局受益打造发展新空间，产业链完善和技术提升打造综合竞争力。**公司 2017 年埃及 4 万吨玻纤池窑拉丝生产线点火，打造出 20 万吨的国外生产基地。美国 8 万吨玻纤池窑拉丝生产线、印度 10 万吨玻纤池窑拉丝生产线也于筹建之中。同时，公司业务向下游领域延伸，收购中复联众 32.04%的股权。此外，公司 10 万吨不饱和聚酯树脂生产线投产运营，着力打造“玻纤+树脂”复合材料服务方案，完善和延伸产业链条。新材料智能制造基地项目也于 2017 年底正式启动，未来五年将分建建设 3 条无碱生产线和 3 条电子纱及电子布生产线，新增 45 万吨无碱玻纤、18 万吨电子纱及 8 亿米电子布，运用智能制造技术降低成本提高生产效率。这些将在未来进一步提升公司核心和综合竞争力。
  
- **盈利预测和投资评级：**预计公司 2018 年到 2020 年的营业收入 107 亿元、123 亿元和 138 亿元，归属于母公司净利润分别为 28.7 亿元、35.0 亿元和 39.4 亿元，EPS 分别为 0.98 元、1.20 元和 1.35 元，对应 PE 分别为 18 倍、14 倍和 12 倍，考虑到公司作为全球龙头继续受益行业需求持续向上，规模化优势明显、国际化和智能制造打造发展新空间。维持公司“强烈推荐”的投资评级。
  
- **风险提示：**需求持续改善程度不及预期

图 1: 中国巨石毛利率变化



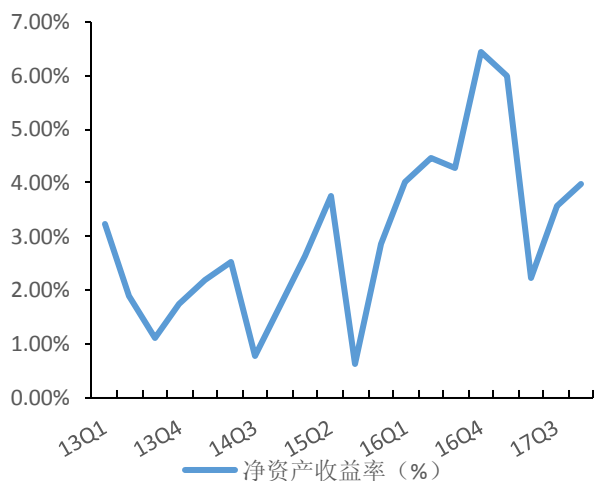
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 2: 中国巨石资产负债率变化



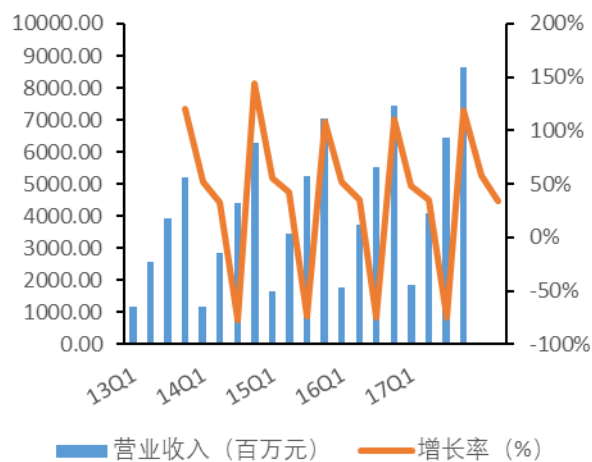
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 3: 中国巨石单季度净资产收益率变化



资料来源: wind, 东兴证券整理

图 4: 中国巨石单季度营业收入



资料来源: wind, 东兴证券整理

**公司盈利预测表**

资产负	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	8212.47	7838.63	8583.61	10259.15	11482.89	<b>营业收入</b>	7446.33	8651.55	10737.00	12315.00	13805.00				
货币资金	1854.65	1842.06	2286.98	3078.75	3451.25	<b>营业成本</b>	4116.42	4685.86	5508.00	6336.00	7179.00				
应收账款	1332.36	1232.51	1529.65	1754.47	1966.74	营业税金及附加	62.40	86.83	97.00	111.00	124.00				
其他应收	91.89	100.66	124.92	143.28	160.62	营业费用	295.48	321.29	375.80	431.03	483.18				
预付款项	156.32	317.87	317.87	317.87	317.87	管理费用	655.77	719.32	892.24	1023.38	1147.20				
存货	1385.28	1329.38	1509.04	1735.89	1966.85	财务费用	536.38	420.00	574.87	376.54	315.46				
其他流动	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	25.89	40.04	40.00	40.00	40.00				
<b>非流动资</b>	15719.60	16953.18	18442.73	20145.11	22011.92	公允价值变动	(5.79)	7.55	7.60	7.60	7.60				
长期股权	993.30	1183.94	1184.00	1184.00	1184.00	投资净收益	(2.14)	82.85	83.00	83.00	83.00				
固定资产	12768.53	13415.34	15583.43	17651.39	19727.05	<b>营业利润</b>	1746.05	2493.31	3339.69	4087.65	4606.76				
无形资产	479.45	521.29	469.16	417.03	364.90	营业外收入	112.92	56.04	56.00	56.00	56.00				
其他非流	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	32.90	16.20	16.00	16.00	16.00				
<b>资产总计</b>	23932.07	24791.81	27026.34	30404.26	33494.81	<b>利润总额</b>	1826.07	2533.14	3379.69	4127.65	4646.76				
<b>流动负债</b>	9462.15	7819.98	7875.66	7685.92	6766.70	所得税	297.35	375.55	501.21	612.13	689.11				
短期借款	3352.39	4493.03	4119.85	3489.63	2114.35	<b>净利润</b>	1528.72	2157.59	2878.48	3515.52	3957.65				
应付账款	923.28	1054.86	1240.43	1426.90	1616.75	少数股东损益	7.68	7.74	10.07	12.30	13.85				
预收款项	80.83	132.57	196.99	270.88	353.71	归属母公司净	1521.04	2149.85	2868.41	3503.22	3943.80				
一年内到	2119.82	666.38	666.38	666.38	666.38	EBITDA	3270.44	3898.33	4967.59	5677.60	6324.01				
<b>非流动负</b>	3422.01	4418.42	4360.58	4360.58	4360.58	EPS (元)	0.63	0.74	0.98	1.20	1.35				
长期借款	1593.96	2624.38	2624.38	2624.38	2624.38	<b>主要财务比</b>									
应付债券	1493.04	1495.36	1493.00	1493.00	1493.00	率									
<b>负债合计</b>	12884.16	12238.39	12236.24	12046.50	11127.28	<b>成长能力</b>									
少数股东	81.66	104.76	114.83	127.13	140.98	营业收入增长	5.55%	16.19%	24.10%	14.70%	12.10%				
实收资本	2432.16	2918.59	2918.59	2918.59	2918.59	营业收入增长	53.43%	42.80%	33.95%	22.40%	12.70%				
资本公积	4461.53	4022.14	4022.14	4022.14	4022.14	营业利润增长	54.73%	41.34%	33.42%	22.13%	12.58%				
未分配利	3753.15	5215.63	8046.75	11504.43	15396.97	归属于母公司									
归属母公	10966.25	12448.66	15402.68	18905.90	22849.71	<b>获利能力</b>	44.72%	45.84%	48.70%	48.55%	48.00%				
<b>负债和所</b>	23932.07	24791.81	27026.34	30404.26	33494.81	毛利率(%)	20.43%	24.85%	26.72%	28.45%	28.57%				
<b>现金流</b>						净利率(%)	6.39%	8.70%	10.37%	11.31%	11.60%				
						总资产净利润		13.87%	17.27%	18.62%	18.53%				
						ROE(%)									
<b>经营活动</b>	1973.34	2683.26	3834.73	4611.58	5229.12	<b>偿债能力</b>	53.84%	49.36%	44.09%	38.76%	32.61%				
净利润	1528.72	2157.59	2878.48	3515.53	3957.65	资产负债率	0.87	1.00	1.09	1.33	1.70				
折旧摊销	988.01	985.02	1053.03	1213.41	1401.79	流动比率	0.72	0.83	0.90	1.11	1.41				
财务费用	(536.38)	(420.00)	(574.87)	(376.54)	(315.46)	速动比率									
应付账款	(236.60)	131.58	185.57	186.47	189.85	<b>营运能力</b>	0.31	0.36	0.41	0.43	0.43				
预收账款	(306.07)	51.74	64.42	73.89	82.83	总资产周转率	4.81	6.75	7.77	7.50	7.42				
<b>投资活动</b>	(1382.39)	(1138.82)	(2439.43)	(2813.06)	(3165.87)	应收账款周转	3.95	4.74	4.80	4.75	4.72				
公允价值	(5.79)	7.55	7.60	7.60	7.60	应付账款周转									
长期股权	922.68	190.64	0.06	0.00	0.00	每股指标(元)	0.63	0.74	0.98	1.20	1.35				
投资收益	(2.14)	82.85	83.00	83.00	83.00	每股收益(最	(0.41)	0.08	0.15	0.27	0.13				
<b>筹资活动</b>	324.37	(1557.18)	(950.38)	(1006.76)	(1690.75)	每股净现金流	4.51	4.27	5.28	6.48	7.83				
应付债券	(697.68)	2.32	(2.36)	0.00	0.00	每股净资产									
长期借款	(1263.43)	1030.42	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>	26.19	22.30	16.79	13.75	12.21				
普通股增	1326.63	486.43	0.00	0.00	0.00	P/E	3.66	3.87	3.13	2.55	2.11				
资本公积	(1326.52)	(439.39)	0.00	0.00	0.00	P/B	14.32	14.26	11.03	9.40	8.16				
<b>现金净增</b>	915.32	(12.74)	444.92	791.76	372.50	EV/EBITDA	5.55%	16.19%	24.10%	14.70%	12.10%				

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“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。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。2016年（暨2015年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第3名。2016年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师58名、建筑材料行业分析师第1名。2016年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜获第5名入围。2017年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜第5名入围。

## 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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 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。