



中国巨石

业绩超市场预期，全球化扩展加速

业绩回顾

业绩超市场预期

公司 2015 年业绩表现超市场预期。营业收入与归母净利分别增长 12.55% 与 107.16%，至 70.55 亿元与 9.83 亿元，每股收益 1.13 元，超市场预期。2015 年度公司拟向全体股东每 10 股转增 12 股并派发税前现金红利 3.12 元。

报告期内公司业绩大幅增长的主要原因是风电、热塑等下游市场回暖，玻纤行业供需关系好转，公司主要产品玻纤纱销量增长较快。

发展趋势

全球玻纤领军企业，未来战略重心产品结构升级与国际化扩张加速。目前公司在桐乡、成都、埃及等地已有合计年产超过 100 万吨的玻纤产能，并积极扩张玻纤生产线，预计到 2018 年公司玻纤产能将超过 150 万吨。公司主张“布局国际化、市场全球化”的战略，目前已在埃及布局三期合计 24 万吨玻纤产能，在美国布局 8 万吨玻纤产能，投产后有望进一步贡献利润。

建设叶腊石微粉和树脂生产线，逐步实现玻纤产业集群化。公司拟建设年产 60 万吨叶腊石微粉生产线扩建项目用于玻纤制造，拟建设年产 10 万吨不饱和聚酯树脂生产线，有利于加快实现产业集群化，进一步提高市场占有率，使主业玻璃纤维产品对不同的客户更有针对性，提高玻纤与树脂的匹配度，扩大公司玻纤产品的销量。

盈利预测

受到 15 年末非公开发行股票等摊薄股本的影响，我们将公司 16/17 年 EPS 分别下调 3.8% 和 7.7% 至 1.10 元和 1.33 元，最新股价 20.88 元，对应 16/17 年 P/E 19x 和 16x。

估值与建议

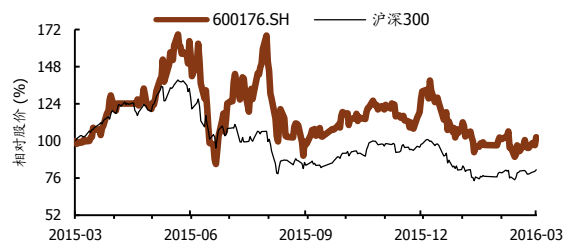
看好公司中长期发展，维持“推荐”评级。受市场估值中枢整体下移影响，下调目标价 23% 至 27.00 元，对应 16/17 年 P/E 分别为 25/20 倍。

风险

下游需求放缓，产能扩张不达预期。

维持推荐

股票代码	600176.SH
评级	推荐
最新收盘价	人民币 20.88
目标价	人民币 27.00
52 周最高价/最低价	人民币 35.00~16.15
总市值(亿)	人民币 231
30 日日均成交额(百万)	人民币 221.58
发行股数(百万)	1,106
其中：自由流通股(%)	79
30 日日均成交量(百万股)	11.05
主营行业	化工



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	6,268	7,055	7,469	8,570
增速	20.3%	12.5%	5.9%	14.7%
归属母公司净利润	475	983	1,216	1,466
增速	48.7%	107.2%	23.7%	20.6%
每股净利润	0.43	0.89	1.10	1.33
每股净资产	3.64	8.79	9.69	10.71
每股股利	0.13	0.25	0.30	0.37
每股经营现金流	1.50	2.20	2.17	2.51
市盈率	48.6	23.5	19.0	15.7
市净率	5.7	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	15.9	10.3	10.4	9.0
股息收益率	0.6%	1.2%	1.5%	1.8%
平均总资产收益率	2.5%	4.5%	4.9%	5.5%
平均净资产收益率	12.3%	14.3%	11.9%	13.0%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

李璇

分析师
xuan.li@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080515080008
SFC CE Ref: BGG514

高峰

分析师
zheng.gao@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080511010038
SFC CE Ref: AZD599

张翼翔

分析师
yixiang.zhang@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080515080004



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
利润表					成长能力				
营业收入	6,268	7,055	7,469	8,570	营业收入	20.3%	12.5%	5.9%	14.7%
营业成本	4,050	4,212	4,460	5,084	营业利润	158.7%	97.3%	20.4%	21.3%
营业税金及附加	47	44	46	53	EBITDA	33.8%	31.7%	3.4%	16.7%
营业费用	201	281	298	342	净利润	48.7%	107.2%	23.7%	20.6%
管理费用	571	570	603	692	盈利能力				
财务费用	782	741	650	686	毛利率	35.4%	40.3%	40.3%	40.7%
其他	-22	-35	0	0	营业利润率	9.5%	16.6%	18.9%	20.0%
营业利润	595	1,173	1,413	1,713	EBITDA 利润率	34.8%	40.8%	39.8%	40.5%
营业外收支	11	47	47	47	净利率	7.6%	13.9%	16.3%	17.1%
利润总额	606	1,221	1,460	1,761	偿债能力				
所得税	133	195	240	290	流动比率	0.56	1.10	1.04	1.06
少数股东损益	-1	3	4	4	速动比率	0.45	0.96	0.90	0.90
归属母公司净利润	475	983	1,216	1,466	现金比率	0.12	0.37	0.29	0.27
EBITDA	2,183	2,875	2,974	3,469	资产负债率	78.8%	59.3%	57.9%	56.2%
资产负债表					净债务资本比率	176.5%	33.4%	38.9%	37.3%
货币资金	1,209	3,290	2,566	2,515	回报率分析				
应收账款及票据	3,012	3,317	3,512	4,030	总资产收益率	2.5%	4.5%	4.9%	5.5%
预付款项	207	163	173	197	净资产收益率	12.3%	14.3%	11.9%	13.0%
存货	1,186	1,241	1,314	1,498	每股指标				
其他流动资产	197	1,720	1,720	1,720	每股净利润 (元)	0.43	0.89	1.10	1.33
流动资产合计	5,811	9,732	9,285	9,960	每股净资产 (元)	3.64	8.79	9.69	10.71
固定资产及在建工程	12,519	13,363	15,391	16,349	每股股利 (元)	0.17	0.25	0.30	0.37
无形资产及其他长期资产	888	881	857	835	每股经营现金流 (元)	1.50	2.20	2.17	2.51
非流动资产合计	13,514	14,352	16,356	17,292	估值分析				
资产合计	19,325	24,084	25,641	27,252	市盈率	48.6	23.5	19.0	15.7
短期借款	6,070	4,346	4,546	4,746	市净率	5.7	2.4	2.2	1.9
应付账款及票据	790	1,598	1,466	1,671	EV/EBITDA	15.9	10.3	10.4	9.0
其他流动负债	3,453	2,867	2,894	2,967	股息收益率	0.6%	1.2%	1.5%	1.8%
流动负债合计	10,314	8,810	8,906	9,384					
应付长期债券	2,234	2,191	2,191	2,191					
非流动负债合计	4,873	5,418	5,882	5,882					
负债合计	15,231	14,290	14,850	15,328					
股东权益合计	4,020	9,719	10,713	11,842					
少数股东权益	74	75	78	83					
负债及股东权益合计	19,325	24,084	25,640	27,252					
现金流量表									
净利润	473	987	1,219	1,470					
折旧和摊销	784	927	911	1,070					
营运资本变动	-701	1,715	-382	-448					
其他	1,106	-1,199	646	682					
经营活动现金流	1,663	2,430	2,395	2,774					
投资活动现金流入	52	13	37	30					
投资活动现金流出	1,517	2,406	2,898	2,033					
投资活动现金流	-1,465	-2,393	-2,860	-2,003					
股权融资	0	4,786	0	0					
银行借款	14,684	12,977	10,447	10,647					
其他	-15,688	-15,896	-10,705	-11,469					
筹资活动现金流	-1,004	1,867	-258	-823					
汇率变动对现金的影响	-42	-43	0	0					
现金净增加额	-848	1,860	-724	-51					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

中国巨石股份有限公司成立于 1999 年，2015 年 3 月 18 日更名为中国巨石，曾用名中国玻纤。公司是中国建材股份有限公司玻璃纤维业务的核心企业，总部设在浙江省。以玻璃纤维及制品的生产与销售为主营业务。有浙江桐乡、江西九江、四川成都三个国内生产基地，产品种类齐全。



图表 1: 年度业绩回顾

(人民币百万元)	2015A	2015A YoY	vs 中金 预测	2016E	2016E YoY
收入	7,055	12.5%	2.8%	7,469	5.9%
毛利	2,843	28.2%	14.2%	3,010	5.8%
营业利润	1,138	92.9%	14.7%	1,417	24.5%
净利润	987	108.4%	21.1%	1,219	23.6%
全面摊薄每股收益 (元)	1.13	107.2%	20.7%	1.10	-2.4%
毛利率	40.3%	4.9ppt	4ppt	40.3%	0ppt
营业利润率	16.1%	6.7ppt	1.7ppt	19.0%	2.8ppt
净利润率	14.0%	6.4ppt	2.1ppt	16.3%	2.3ppt

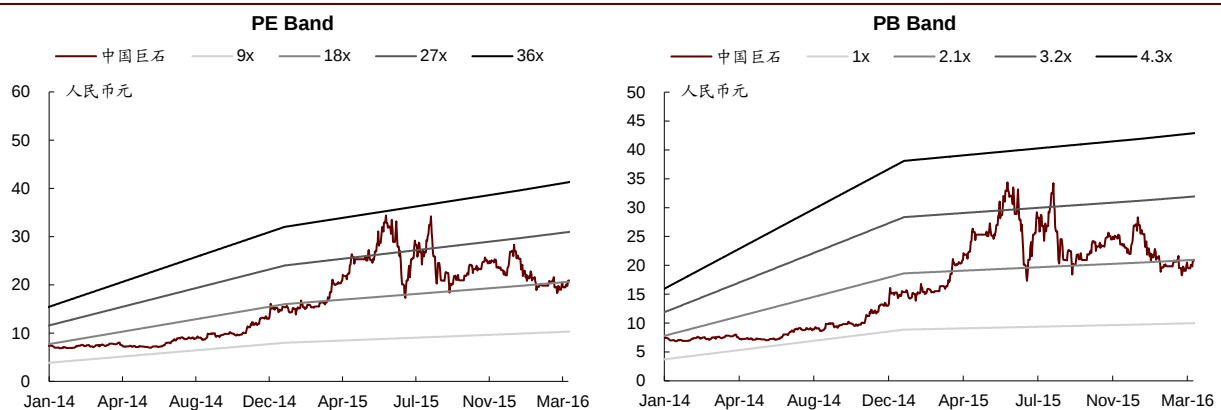
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 2: 季度业绩回顾

季度数据															
(百万元)	1Q 13	2Q 13	3Q 13	4Q 13	1Q 14	2Q 14	3Q 14	4Q 14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	QoQ	YoY	HoH
主营业务收入	1,167	1,409	1,332	1,301	1,163	1,671	1,583	1,851	1,656	1,797	1,779	1,823	2.4%	-1.5%	1.4%
主营业务成本	795	969	934	877	790	1,083	1,006	1,171	1,018	1,036	1,068	1,090	2.1%	-7.0%	5.2%
主营业务利润	363	427	388	409	360	573	570	667	628	748	703	721	2.6%	8.1%	-3.6%
销售费用	33	40	40	60	38	44	54	66	62	60	53	105	97.8%	59.9%	74.8%
管理费用	114	122	118	152	114	146	131	181	139	155	140	135	-3.4%	-25.0%	-12.3%
财务费用	171	166	160	162	169	216	197	200	209	182	178	172	-3.4%	-14.1%	-5.4%
资产减值损失	0	7	0	12	0	17	0	5	0	10	0	25	n.m.	380.3%	167.3%
营业利润	45	92	70	22	39	152	189	215	217	342	331	283	-14.6%	31.8%	-17.3%
税前利润	48	93	126	176	41	157	199	209	231	346	337	267	-20.7%	27.8%	-22.8%
净利润	24	57	89	149	24	107	157	186	186	296	284	218	-23.4%	16.7%	-26.4%
每股收益 (元)	0.03	0.07	0.10	0.17	0.03	0.12	0.18	0.21	0.21	0.34	0.33	0.20	-39.6%	-7.9%	-41.9%
财务比率	1Q 13	2Q 13	3Q 13	4Q 13	1Q 14	2Q 14	3Q 14	4Q 14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	QoQ	YoY	HoH
毛利率	31.9%	31.3%	29.9%	32.5%	32.1%	35.2%	36.5%	36.7%	38.5%	42.4%	40.0%	40.2%	0.6%	9.5%	-5.1%
营业利润率	3.8%	6.5%	5.3%	1.7%	3.4%	9.1%	12.0%	11.6%	13.1%	19.0%	18.6%	15.5%	-16.7%	33.8%	-18.4%
净利润率	2.0%	4.1%	6.7%	11.4%	2.1%	6.4%	9.9%	10.1%	11.2%	16.4%	16.0%	11.9%	-25.3%	18.5%	-27.4%
营业费用率	2.9%	2.8%	3.0%	4.6%	3.3%	2.6%	3.4%	3.6%	3.8%	3.4%	3.0%	5.8%	93.1%	62.4%	72.4%
管理费用率	9.7%	8.6%	8.8%	11.7%	9.8%	8.7%	8.3%	9.8%	8.4%	8.6%	7.9%	7.4%	-5.7%	-23.9%	-13.6%
有效税率	38.8%	28.6%	23.9%	19.2%	40.3%	31.1%	20.3%	12.8%	19.6%	15.0%	14.5%	18.2%	25.5%	42.1%	21.5%

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 3: P/E 和 P/B 区间



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值表

产品	公司	股票代码	币种	股价	市值 (RMB mn)	每股收益 (EPS)				市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)			
						14	15A/E	16E	17E	14	15A/E	16E	17E	14	15A/E	16E	17E	14	15A/E	16E	17E
玻纤	中国巨石	600176.SH	RMB	20.88	23,083	0.54	1.13	1.10	1.33	38.4	18.5	19.0	15.7	4.5	2.4	1.9	1.7	11.8	17.8	17.1	16.5
	长海股份	300196.SZ	RMB	29.60	5,683	0.77	1.01	1.31	1.71	38.4	29.4	22.6	17.3	5.2	4.6	3.9	3.4	13.4	16.5	18.8	21.4
	九鼎新材	002201.SZ	RMB	16.01	4,094	0.05	0.06	0.43	0.60	320.2	256.2	37.3	26.8	8.5	4.7	4.3	3.8	2.5	14.8	15.6	17.1
	中材科技	002080.SZ	RMB	18.50	7,400	0.38	0.78	0.88	1.11	48.6	23.7	21.0	16.6	2.9	3.2	1.9	1.7	6.0	11.7	10.6	11.6

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：中国巨石股份有限公司。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

