

**审慎增持** (维持)

**中国巨石**
**600176**
**玻纤行业周期底部，公司业绩小幅下滑，未来发展向好**
**2019年10月24日**
**市场数据**

| 市场数据日期    | 2019-10-23 |
|-----------|------------|
| 收盘价(元)    | 8.30       |
| 总股本(百万股)  | 3502.31    |
| 流通股本(百万股) | 3502.31    |
| 总市值(百万元)  | 29069.15   |
| 流通市值(百万元) | 29069.15   |
| 净资产(百万元)  | 15569.43   |
| 总资产(百万元)  | 33805.34   |
| 每股净资产     | 4.31       |

**相关报告**

《中国巨石(600176): 关税提升对公司影响有限,美国子公司投产填补出口订单》2019-06-03

《中国巨石(600176): 前三季度业绩延续较快增速,产能布局进展良好,长期成长值得期待》2018-10-19

《中国巨石(600176): 玻纤行业景气良好,公司业绩较快增长》2018-10-16

**分析师:**

徐留明

xuliuming@xyzq.com.cn

S0190515060004

**团队成员:**

徐留明, 张志扬, 邓先河

**主要财务指标**

| 会计年度       | 2018  | 2019E  | 2020E | 2021E |
|------------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 10032 | 10055  | 11560 | 13514 |
| 同比增长(%)    | 16.0% | 0.2%   | 15.0% | 16.9% |
| 净利润(百万元)   | 2374  | 1908   | 2461  | 3074  |
| 同比增长(%)    | 10.4% | -19.6% | 29.0% | 24.9% |
| 毛利率(%)     | 45.1% | 38.8%  | 41.4% | 44.8% |
| 净利润率(%)    | 23.7% | 19.0%  | 21.3% | 22.7% |
| 净资产收益率(%)  | 16.7% | 12.4%  | 14.2% | 15.6% |
| 每股收益(元)    | 0.68  | 0.54   | 0.70  | 0.88  |
| 每股经营现金流(元) | 1.10  | 0.92   | 1.15  | 1.35  |

**投资要点**

- **事件:** 中国巨石发布 2019 年三季报, 报告期内实现营业收入 77.38 亿元, 同比增长 1.43%; 实现营业利润 18.61 亿元, 同比下降 19.16%; 实现归属上市公司股东的净利润 15.49 亿元, 同比下降 19.02%, 按最新 35.02 亿股的总股本计, 实现摊薄每股收益 0.44 元(扣非后为 0.44 元), 半年度每股经营性净现金流 0.46 元。

其中第三季度实现营业收入 26.76 亿元, 同比增长 2.49%; 实现营业利润 5.95 亿元, 同比下降-24.11%; 实现归属上市公司股东的净利润 4.95 亿元, 同比下降 23.26%; 折合单季度 EPS 为 0.14 元。

- **维持“审慎增持”评级。** 2018 年玻纤行业产能投放较多, 致使 2019 年前三季度玻纤行业整体供大于求, 玻纤粗纱价格持续下行, 电子纱价格同比大幅回落, 盈利能力有所回落。期间内公司产品销量与去年同期相比有所增长, 三季度末已经基本实现产销平衡。

中国巨石是玻纤行业龙头企业, 公司在成本控制、产品品质等方面具备较强优势, 盈利能力行业领先。2019 年以来玻纤价格持续下降, 公司单季度业绩环比小幅下降。当前玻纤行业下游高端应用领域正快速拓宽, 而公司依托研发优势持续调整客户、产品结构, 长期仍然具备可观成长空间。我们调整公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.54、0.70 和 0.88 元, 维持“审慎增持”的投资评级。

**风险提示: 行业竞争加剧的风险; 公司项目建设进度慢于预期的风险。**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



## 报告正文

### 事件

中国巨石发布 2019 年三季报, 报告期内实现营业收入 77.38 亿元, 同比增长 1.43%; 实现营业利润 18.61 亿元, 同比下降 19.16%; 实现归属上市公司股东的净利润 15.49 亿元, 同比下降 19.02%, 按最新 35.02 亿股的总股本计, 实现摊薄每股收益 0.44 元(扣非后为 0.44 元), 半年度每股经营性净现金流 0.46 元。

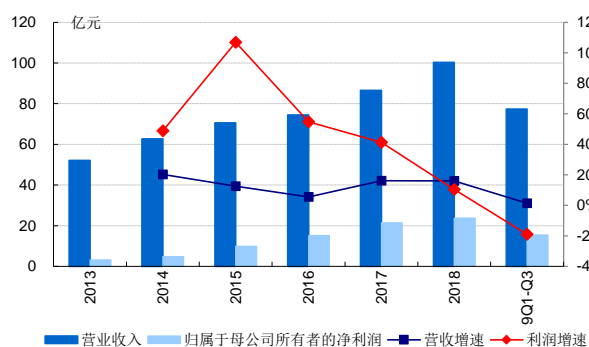
其中第三季度实现营业收入 26.76 亿元, 同比增长 2.49%; 实现营业利润 5.95 亿元, 同比下降 24.11%; 实现归属上市公司股东的净利润 4.95 亿元, 同比下降 23.26%; 折合单季度 EPS 为 0.14 元。

### 点评

2018 年玻纤行业产能投放较多, 致使 2019 年前三季度玻纤行业整体供大于求, 玻纤粗纱价格持续下行, 电子纱价格同比大幅回落, 盈利能力有所回落。期间内公司产品销量与去年同期相比有所增长, 三季度末已经基本实现产销平衡。

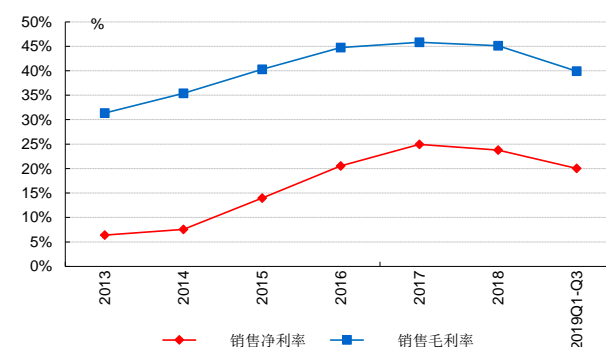
- **前三季度营业收入持平, 综合毛利率有所下降, 期间费用率小幅上升。**中国巨石 2019 年前三季度实现营业收入 77.38 亿元(同比+1.43%, 基本持平), 综合毛利率为 39.91%(同比-5.18pct), 期间费用率(含研发费用)为 17.17%(同比+3.03pct), 费用率的增长主要来自财务费用与管理费用的上升。其中, 19Q3 实现营业收入 26.76 亿元(同比+2.49%, 环比+4.29%), 综合毛利率 38.91%(同比-5.24pct, 环比-0.80pct), 期间费用率 16.66%(同比+2.71pct, 环比+1.63pct)。期间费用方面, 公司前三季度销售费用同比增长 12.56%, 主要系公司销售收入同比有所增长所致; 销售费用率 4.57%(同比+0.45pct, 基本持平)。前三季度管理费用(含研发费用)同比上升 17.56%, 主要系公司研发投入与管理成本同比增长 17.56%所致, 管理费用率为 8.19%(同比+1.13pct)。财务费用同比上升 51.42%, 财务费用率为 4.41%(同比+1.45pct), 系本期新增有息负债所致。

图 1、公司收入持平及净利润小幅下滑



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

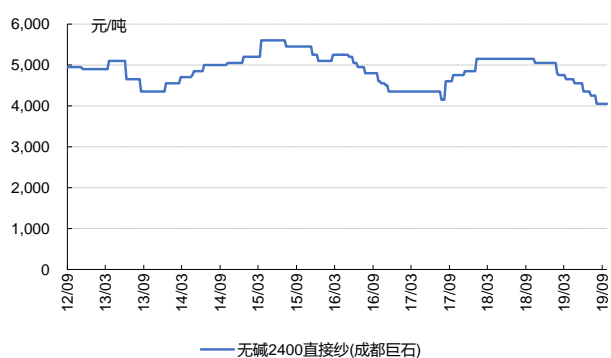
图 2、公司毛利率及净利率仍维持较高水平



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

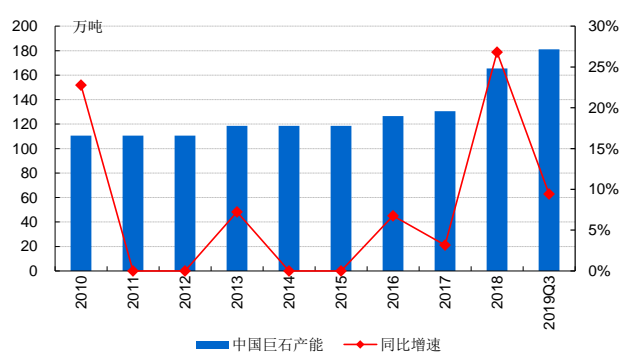
- 三季度玻纤价格处于历史低位，公司玻纤产销持平。**2018年玻纤行业产能大幅扩张直接冲击行业供给，2019年玻纤行业供大于求。以无碱2400直接纱为代表的主流玻纤品种价格持续下降，直至2019年三季度跌至周期底部。而在行业政策引导下，高端玻纤产品(风电与热塑)销量同比去年增幅+15.0%，下游复合材料制品企业对于无碱及高性能玻纤需求趋稳。依托产能投放与产品升级，公司玻纤销量同比有所增长，前三季度营业收入同比持平，直至三季度末，库存停止增长。由于玻纤价格下跌，公司净利润小幅下滑。

图 3、三季度无碱直接纱价格处于周期底部



资料来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司产能持续投放



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 新产能投放、国际化布局推动未来成长。**中国巨石持续推动新产能的建设。2018年以来，巨石九江新建和冷修的4条生产线全部如期点火投产，九江基地当前产能已达35万吨。成都生产基地退城进园，启动整厂搬迁，将在新址建设年产25万吨生产线。此外，桐乡智能制造基地粗纱一期年产15万吨生产线已于2018年8月点火，而电子纱一期6万吨生产线项目也已于2019年初投产；智能制造基地项目的建设将全面提升公司智能化水平，也是加快公司产品高端化战略落地的关键一步。

国际化布局方面，当前巨石埃及子公司三期生产线均已全面投产，总产能达到20万吨，且当前负荷情况良好。美国基地方面，位于南卡罗来纳州的9.6万吨拉丝池窑生产线项目投产，成为公司在美国玻纤市场迈出的关键一步。此外，公司拟在印度设立巨石印度玻璃纤维有限公司并新建年产10万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线。近年来全球玻纤行业产销情况较为良好，国际市场的全面布局有助于公司跨越贸易壁垒、充分受益海外区域市场的较快增长。

- 高端应用领域不断拓展，依托技术研发持续升级产品品类，具备良好成长空间。**玻纤及复合材料的应用范围极其广泛，除在工程塑料、基础设施等传统领域大量应用之外，未来还有望在汽车及轨道交通轻量化、风电新能源、环保、航空航天、电子电气等领域迎来重大发展机遇。依托前期开拓的高性能产品，目前公司热塑产品的比重已经占到20%以上，风电、电子电气的占

比也分别达到 15%和 10%左右，而偏传统的建筑建材（包含管道）应用占比仅约 30%左右；随着高端占比的提升，中国巨石整体经营状况与宏观经济周期波动的关联逐步减弱，而成长属性则进一步凸显。产品方面，公司通过持续的研发推动产品升级，E7 产品经过数年培育发展，销量逐年递增实现翻番；而 E8 产品则实现了在万吨级池窑上的高效生产，突破了行业在高模量玻璃池窑生产方面的技术瓶颈，实现了玻璃配方领域对竞争对手的全面超越；最新的 E9 产品目前公司也正在按计划研制，未来将有力保障在高端客户领域的拓展。展望未来，随着高端产品、客户占比的持续增加，公司长期成长空间仍然较为可观。

- **降本控费持续推进。**一直以来公司积极采取各项措施严格控制成本、促进毛利率的提高。公司通过改变配料比进行成本优化，以 2009 年推出的“E6 玻璃配方”为例，其在配料中成功使用石灰石替代硼钙石，当年吨纱可节约成本 500-600 元；且当前产品配方仍在持续升级之中，将为后续的成本节约打下坚实基础。其次，依靠技术创新和精细管理，公司通过提高窑炉熔化率和拉丝成品率有效提升了单台炉位产量。此外公司还通过提高自动化程度、减少用工等方式节省人工成本，近年来取得明显效果。费用控制方面，公司健全了以产品生产费用考核制度为核心的成本控制管理制度体系，同时长期坚持推行增收节支降耗工作，每月滚动更新工作目标并建立严格的考核机制，从而保证增收节支降耗最终能够落到实处。随着公司生产效率的提高及费用端的持续节省，玻纤生产的综合成本有望进一步降低。
- **维持“审慎增持”评级。**中国巨石是玻纤行业龙头企业，公司在成本控制、产品品质等方面具备较强优势，盈利能力行业领先。2019 年以来玻纤价格持续下降，公司单季度业绩环比小幅下降。当前玻纤行业下游高端应用领域正快速拓宽，而公司依托研发优势持续调整客户、产品结构，长期仍然具备可观成长空间。我们调整公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.54、0.70 和 0.88 元，维持“审慎增持”的投资评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧的风险；公司项目建设进度慢于预期的风险。

## 附表

| 会计年度           | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 7276  | 8999  | 10142 | 11588 |
| 货币资金           | 1504  | 2011  | 2312  | 2703  |
| 交易性金融资产        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 1247  | 1281  | 1473  | 1722  |
| 其他应收款          | 139   | 225   | 259   | 303   |
| 存货             | 1675  | 1846  | 2033  | 2239  |
| <b>非流动资产</b>   | 23094 | 24880 | 26532 | 28066 |
| 可供出售金融资产       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资         | 1209  | 1207  | 1207  | 1207  |
| 投资性房地产         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 16419 | 16781 | 17322 | 17959 |
| 在建工程           | 4157  | 5504  | 6555  | 7375  |
| 油气资产           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 599   | 663   | 732   | 809   |
| <b>资产总计</b>    | 30370 | 33879 | 36674 | 39654 |
| <b>流动负债</b>    | 12336 | 13776 | 14387 | 14777 |
| 短期借款           | 4931  | 5989  | 6105  | 5780  |
| 应付票据           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款           | 3450  | 3458  | 3976  | 4648  |
| 其他             | 3955  | 4329  | 4306  | 4350  |
| <b>非流动负债</b>   | 3454  | 4363  | 4612  | 4809  |
| 长期借款           | 2653  | 2853  | 3053  | 3253  |
| 其他             | 801   | 1510  | 1558  | 1556  |
| <b>负债合计</b>    | 15790 | 18140 | 18999 | 19587 |
| 股本             | 3502  | 3502  | 3502  | 3502  |
| 资本公积           | 3438  | 3438  | 3438  | 3438  |
| 未分配利润          | 6789  | 7912  | 9727  | 11970 |
| 少数股东权益         | 342   | 352   | 364   | 379   |
| <b>股东权益合计</b>  | 14580 | 15740 | 17675 | 20067 |
| <b>负债及权益合计</b> | 30370 | 33879 | 36674 | 39654 |

## 现金流量表

| 会计年度              | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 2385  | 1908  | 2461  | 3074  |
| 折旧和摊销             | 981   | 1197  | 1315  | 1452  |
| 资产减值准备            | 109   | 7     | 21    | 27    |
| 无形资产摊销            | 12    | 7     | 7     | 8     |
| 公允价值变动损失          | 31    | 29    | 35    | 42    |
| 财务费用              | 351   | 530   | 564   | 555   |
| 投资损失              | -76   | -80   | -80   | -80   |
| 少数股东损益            | 11    | 10    | 12    | 14    |
| 营运资金的变动           | 23    | -282  | -367  | -366  |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 3862  | 3213  | 4019  | 4714  |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -5517 | -2888 | -2897 | -2905 |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | 1163  | 182   | -821  | -1419 |
| 现金净变动             | -349  | 507   | 301   | 391   |
| 现金的期初余额           | 1838  | 1504  | 2011  | 2312  |
| 现金的期末余额           | 1488  | 2011  | 2312  | 2703  |

## 利润表

| 会计年度            | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 10032 | 10055 | 11560 | 13514 |
| 营业成本            | 5507  | 6154  | 6777  | 7463  |
| 营业税金及附加         | 86    | 64    | 89    | 125   |
| 销售费用            | 386   | 503   | 578   | 811   |
| 管理费用            | 538   | 603   | 694   | 973   |
| 财务费用            | 341   | 530   | 564   | 555   |
| 资产减值损失          | 109   | 40    | 48    | 58    |
| 公允价值变动          | -31   | 29    | 35    | 42    |
| 投资收益            | 76    | 80    | 80    | 80    |
| <b>营业利润</b>     | 2837  | 2270  | 2925  | 3652  |
| 营业外收入           | 20    | 20    | 24    | 29    |
| 营业外支出           | 33    | 33    | 40    | 48    |
| <b>利润总额</b>     | 2824  | 2257  | 2910  | 3633  |
| 所得税             | 439   | 339   | 436   | 545   |
| <b>净利润</b>      | 2385  | 1918  | 2473  | 3088  |
| 少数股东损益          | 11    | 10    | 12    | 14    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 2374  | 1908  | 2461  | 3074  |
| <b>EPS(元)</b>   | 0.68  | 0.54  | 0.70  | 0.88  |

## 主要财务比率

| 会计年度           | 2018  | 2019E  | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|--------|-------|-------|
| <b>成长性(%)</b>  |       |        |       |       |
| 营业收入增长率        | 16.0% | 0.2%   | 15.0% | 16.9% |
| 营业利润增长率        | 13.8% | -20.0% | 28.9% | 24.8% |
| 净利润增长率         | 10.4% | -19.6% | 29.0% | 24.9% |
| <b>盈利能力(%)</b> |       |        |       |       |
| 毛利率            | 45.1% | 38.8%  | 41.4% | 44.8% |
| 净利率            | 23.7% | 19.0%  | 21.3% | 22.7% |
| ROE            | 16.7% | 12.4%  | 14.2% | 15.6% |

## 偿债能力(%)

|       |       |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 52.0% | 53.5% | 51.8% | 49.4% |
| 流动比率  | 0.59  | 0.65  | 0.70  | 0.78  |
| 速动比率  | 0.45  | 0.52  | 0.56  | 0.63  |

## 营运能力(次)

|         |        |        |        |        |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 资产周转率   | 36.4%  | 31.3%  | 32.8%  | 35.4%  |
| 应收帐款周转率 | 728.2% | 723.4% | 764.0% | 769.9% |

## 每股资料(元)

|        |      |      |      |      |
|--------|------|------|------|------|
| 每股收益   | 0.68 | 0.54 | 0.70 | 0.88 |
| 每股经营现金 | 1.10 | 0.92 | 1.15 | 1.35 |
| 每股净资产  | 4.07 | 4.39 | 4.94 | 5.62 |

## 估值比率(倍)

|    |      |      |      |      |
|----|------|------|------|------|
| PE | 13.2 | 16.4 | 12.7 | 10.2 |
| PB | 2.2  | 2.0  | 1.8  | 1.6  |

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

| 投资建议的评级标准   | 类别   | 评级   | 说明   |
|---|------|------|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%                                     |
|   |      | 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间                                 |
|   |      | 中性   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间                                 |
|   |      | 减持   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%                                     |
|   |      | 无评级  | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
|   | 行业评级 | 推荐   | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数  |
|   |      | 中性   | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平                                       |
|   |      | 回避   | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数  |

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本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。本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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

| 上海                       | 北京                       | 深圳                          |
|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 | 地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 |
| 邮编：200135                | 邮编：100033                | 邮编：518035                   |
| 邮箱：research@xyzq.com.cn  | 邮箱：research@xyzq.com.cn  | 邮箱：research@xyzq.com.cn     |