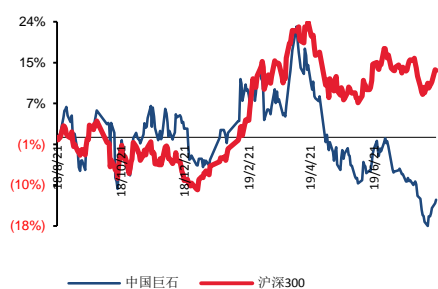




材料 材料 II

## 中国巨石: Q2 业绩跌幅收窄, 拐点渐行渐近

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,502/3,502
总市值/流通(百万元)	29,945/29,945
12 个月最高/最低(元)	12.35/8.02

## ■ 相关研究报告:

中国巨石(600176)《中国巨石年报点评: 贸易战影响 Q4 下滑, 差异化护航拐点将至》--2019/03/21

中国巨石(600176)《中国巨石点评: 电子纱市场份额扩大, 差异化战略深化》--2018/12/27

中国巨石(600176)《中国巨石: 从成本领先到差异化, 玻纤龙头引吭高歌》--2018/10/08

## ■ 证券分析师: 闫广

电话: 0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518090001

**事件:** 公司发布 2019 年中报, 上半年实现营收 50.62 亿元(+0.89%), 归母净利润 10.54 亿元(-16.83%), 扣非后归母净利润 9.66 亿元(-23.77%), 其中 Q2 实现营收 25.66 亿元(+1.7%), 归母净利润 5.55 亿元(-14.64%), 扣非后归母净利润 5.15 亿元(-21.23%)。

## ■ 点评:

**维持目标价 14.86 元及“买入”评级:** 公司作为行业龙头, 优势明显: 1) 核心工艺升级引领行业差异化发展; 2) 电子纱产能扩张优化产品结构; 3) 规模及成本优势铸就高护城河; 4) 国际化进程稳步推进, 抗风险能力提升, 估值中枢有望迎来修复。预计 19-21 年公司 EPS 分别为 0.73、0.87 和 1.05 元, 对应 19-21 年 PE 估值分别为 12、10、8 倍, 维持目标价 14.86 元和“买入”评级。

**量增价跌, 2019H1 业绩同比下滑:** 根据测算, 公司上半年玻纤及制品销量约 82 万吨, 同比增长 8.6%, 其中 Q2 销量约 42 万吨, 同比增长约 19%, 主要原因为 18Q2 九江基地技改以及 18Q4 新建的智能制造线点火, 带动整体产能增加, 从而销量有所增长。但是由于去年新增产能冲击较大(粗纱电子纱合计 105 万吨左右, 其中不乏中高端产品产能), 导致今年初以来无碱纱价格持续下行, 我们测算, 公司上半年平均价格约 5840 元/吨, 同比减少 8.6%; 上半年吨成本约 3390 元, 同比基本持平, 公司吨毛利同比下滑 18.4%至 2452 元/吨, 其中 Q2 毛利率为 39.71%, 同比下滑 6.18 个百分点, 环比下行 2.48 个百分点, 主要是价格下行导致盈利下行;

**库存较年初增加明显, Q2 期间费用率环比下滑:** 公司存货较年初增长 23.3%, 其中库存商品较期初增长 42.5%, 一方面由于公司产能有所增加, 另一方面受宏观经济影响, 整体需求增长有所放缓; 由于二季度公司的债务融资, 报告期末公司资产负债率环比提升约 0.8 个百分点至 53.71%; 2019H1 公司汇兑损失为 649.6 万元, 同比减少 62.2%, 公司通过进口采购和外币贷款, 平衡外币收支, 适时采用远期结售汇, 对冲和锁定汇兑风险, 但由于利息支出增加, 财务费用同比增长约 6700 万元, 同时由于运输费用及仓储费用的增加, 公司销售费率上升约 0.5 个百分点, 其中 Q2 减少 0.18 个百分点, 公司二季度整体期间费用率约为 15%, 同比提升 1.5%, 环比减少约 5%, 因此二季度价格环比下滑的背景下, 净利率提升 2 个百分点;

**贸易战升级, 美国线投产恰逢其时:** 5 月 19 号公司美国线投产, 考虑到贸易战的影响, 由原定 8 万吨产能扩大至 9.6 万吨, 而按照 5 月 10

日最新实施的加征 25%关税政策，测算目前整体出口美国玻纤产品关税为 29%-33%，预计能够进入美国市场的原产于中国玻纤产品将减少，当地产能布局将有助于公司进一步拓展美国市场；该生产线投产后，预计公司玻纤总产能将增长 5.6%至 181.8 万吨，其中海外产能将达到 29.6 万吨，占公司总产能比重提升至 16.3%。该生产线投产是公司三地五洲战略的坚实一步，同时也代表着公司国际化进程的加速以及“以外供外”策略的深化；

**2019H2 公司拐点渐行渐近：**我们认为，公司拐点渐行渐近：1) 随着 2018 年新增产能逐步消化，2019 年新增产能预计大幅减少至 29 万吨，而小企业濒临亏损带来成本支撑以及行业差异化发展的加速，产能及价格拐点有望来临；2) 行业需求依旧稳定增长（风电确定性回暖以及 5G 发展带来 PCB 需求的复苏），公司 2018 年投产产能的爬坡以及 2019 年美国生产线的投产，全年销量仍将稳定增长；3) 随着与嘉兴政府谈判的结束（据了解最终天然气成本仅上升 0.1 元/立方米），公司成本端压力也有望逐渐化解，Q2 成本端已经企稳；

**风险提示：**产能释放超预期，全球经济持续下滑，原燃料价格上涨超预期

■ **盈利预测和财务指标：**

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10032	11516	12480	14599
(+/-%)	15.96	14.79	8.37	16.98
净利润(百万元)	2385	2563	3077	3696
(+/-%)	10.43	7.47	20.06	20.12
摊薄每股收益(元)	0.68	0.73	0.87	1.05
市盈率(PE)	12.86	11.97	9.97	8.30

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1842	1504	1375	2864	3011	营业收入	8652	10032	11516	12480	14599
应收和预付款项	3817	3495	4490	4141	5911	营业成本	-4686	-5507	-6739	-6985	-8118
存货	1329	1675	2425	1825	3114	营业税金及附加	-87	-86	-98	-106	-124
其他流动资产	850	603	603	603	603	销售费用	-321	-386	-426	-462	-540
流动资产合计	7839	7276	8892	9433	12639	管理费用	-719	-827	-942	-1021	-1194
长期股权投资	1184	1209	1209	1209	1209	财务费用	-420	-341	-349	-335	-319
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-40	-109	-30	-30	-30
固定资产	13415	16419	18137	19482	20630	投资收益	83	76	100	100	100
在建工程	1254	4157	3478	3139	2970	公允价值变动	8	-31	0	0	0
无形资产开发支出	521	599	587	576	564	营业利润	2469	2821	3032	3641	4374
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	65	3	3	3	3
其他非流动资产	579	710	710	710	710	利润总额	2533	2824	3035	3644	4377
资产总计	24792	30370	33014	34549	38721	所得税	-376	-439	-472	-567	-681
短期借款	5159	8066	8066	8066	8066	净利润	2158	2385	2563	3077	3696
应付和预收款项	2207	3594	4462	3767	5260	少数股东损益	-8	-11	-12	-14	-17
长期借款	4120	3053	3053	3053	3053	归母股东净利润	2150	2374	2551	3063	3679
其他负债	753	1078	1078	1078	1078						
负债合计	12238	15790	16658	15964	17456						
股本	2919	3502	3502	3502	3502						
资本公积	4400	3887	4142	4448	4816						
留存收益	5130	6849	8357	10267	12562						
归母公司股东权益	12449	14238	16001	18218	20880						
少数股东权益	105	342	354	368	385						
股东权益合计	12553	14580	16355	18585	21265						
负债和股东权益	24792	30370	33014	34549	38721						

现金流量表(百万)						预测指标					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金流	3803	3862	2308	3971	2783	毛利率	44.8%	44.3%	40.6%	43.2%	43.5%
投资性现金流	-1281	-5517	-1300	-1300	-1300	销售净利率	24.8%	23.7%	22.2%	24.5%	25.2%
融资性现金流	-2302	1163	-1137	-1182	-1335	销售收入增长率	16.2%	16.0%	14.8%	8.4%	17.0%
现金增加额	-133	143	0	0	0	EBIT 增长率	22.5%	13.7%	2.6%	18.0%	18.4%
						净利润增长率	41.3%	10.4%	7.5%	20.1%	20.1%
						ROE	17.3%	16.7%	15.9%	16.8%	17.6%
						ROA	8.7%	7.8%	7.7%	8.9%	9.5%
						ROIC	12.1%	11.3%	10.7%	12.3%	13.3%
						EPS (X)	0.74	0.68	0.73	0.87	1.05
						PE (X)	11.84	12.86	11.97	9.97	8.30
						PB (X)	2.04	2.14	1.91	1.68	1.46
						PS (X)	2.94	3.04	2.65	2.45	2.09
						EV/EBITDA (X)	10.50	9.51	10.90	9.31	7.94

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。