

中国巨石 (600176)

证券研究报告

2019年08月22日

业绩降幅收窄，经营情况趋于稳定

事件

公司发布 2019 年中期报告，公司实现营收 50.62 亿元，同比增长 0.89%；实现归母净利润 10.54 亿元，同比下降 16.83%。

业绩降幅环比收窄，经营情况趋于稳定

2019Q2，公司实现营业收入 25.66 亿元，同比增加 1.7%，较 2019Q1 收入增速略有提升；毛利率为 39.7%，较 2019Q1 小幅下降，产品盈利能力依然阶段性偏弱；实现归母净利润 5.55 亿元，同比下滑 14.62%，较 2019Q1 归母净利润降幅有所收窄，收窄原因同财务费用的波动有关，推测主要源于汇兑损益的变动。2019H1 公司整体三项费用率为 17.45%，同比提升 3.06 个百分点，其中财务费用率有明显提升，预计同公司票据发行有关。

玻纤业务产品结构有望持续优化

报告期内，公司玻璃纤维及其制品业务实现营业收入 47.91 亿元，占 2019 年上半年营业收入的比例为 94.63%。2019 年上半年，受益于市场和政策的有效引导，玻璃纤维行业在控产能、调结构方面取得一定成效，但依然面临较大挑战。受 2018 年中国玻纤行业集中扩产影响，叠加经济下行压力，2019 年上半年玻纤行业整体呈现供大于求的局面，产品价格下降明显，落后产能企业的亏损面逐步扩大，中低端玻纤市场竞争激烈。受此影响，公司客户付款周期略有拉长，导致应收账款期末余额较期初有一定增长，同时产品库存规模有所提升。未来中低端产品价格竞争仍将较为激烈，公司有望通过产能结构的优化、产品附加值的提升强化在行业中的竞争优势。

龙头逆势扩张，推进全球布局

报告期内，公司在恒业产能大幅提升的情况下，进一步加强生产工艺管控，各分厂开机率保持高位稳定，生产效率持续改进。产能方面继续加大差异化布局力度，美国项目如期点火投产，生产运行稳步开展，预计有望在今年全年实现盈亏平衡；印度项目扎实推进，开工在即；成都公司整厂搬迁有序进行。我们预计在玻纤行业下游需求稳定并且有结构性需求增量（比如风电）的情况下，玻纤价格有望逐步企稳或出现回升。公司作为行业龙头有望继续提升经营效率，在玻纤价格出现企稳或向好的阶段有望受益。

盈利预测

由于产品价格承压，我们将公司 2019-2020 年归母净利润由 25.45 亿、29.80 亿调整为 23.70 亿、27.81 亿，按照最新股本对应 EPS 分别为 0.68 元、0.79 元，对应 PE 为 12.89X、10.98X，维持“增持”评级。

风险提示：全球玻纤需求出现大幅下滑；海外项目进度不及预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,651.55	10,032.42	10,835.02	11,841.55	12,834.01
增长率(%)	16.19	15.96	8.00	9.29	8.38
EBITDA(百万元)	3,873.63	4,444.03	4,118.40	4,626.35	5,129.12
净利润(百万元)	2,149.85	2,373.98	2,369.54	2,781.13	3,257.13
增长率(%)	41.34	10.43	(0.19)	17.37	17.12
EPS(元/股)	0.61	0.68	0.68	0.79	0.93
市盈率(P/E)	14.21	12.86	12.89	10.98	9.38
市净率(P/B)	2.45	2.14	1.93	1.72	1.52
市销率(P/S)	3.53	3.04	2.82	2.58	2.38
EV/EBITDA	14.19	9.81	10.32	7.73	7.20

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	8.72 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,502.31
流通 A 股股本(百万股)	3,502.31
A 股总市值(百万元)	30,540.12
流通 A 股市值(百万元)	30,540.12
每股净资产(元)	4.14
资产负债率(%)	53.71
一年内最高/最低(元)	12.63/7.87

作者

盛昌盛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120002
shengchangsheng@tfzq.com

侯星辰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518090004
houxingchen@tfzq.com

时奕 联系人
shiyi@tfzq.com

股价走势

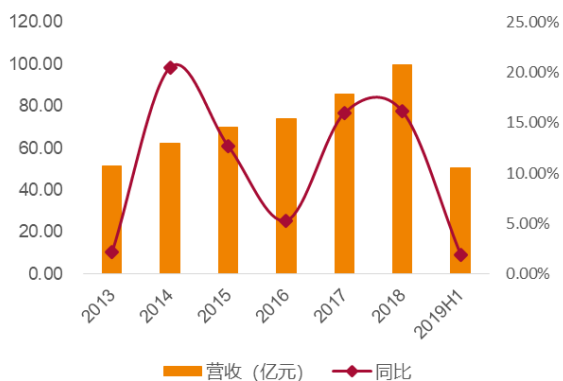


资料来源：贝格数据

相关报告

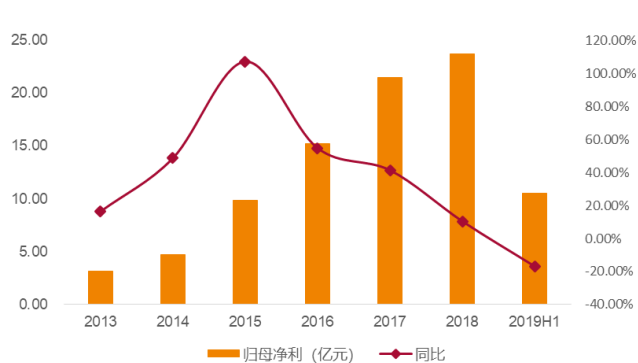
- 《中国巨石-季报点评:业绩阶段性承压，行业拐点渐近》 2019-04-26
- 《中国巨石-年报点评报告:营收净利双增，玻纤龙头稳步前行》 2019-03-21
- 《中国巨石-公司点评:关注综合实力优异的玻纤龙头》 2019-02-14

图 1：公司近年营收及同比情况



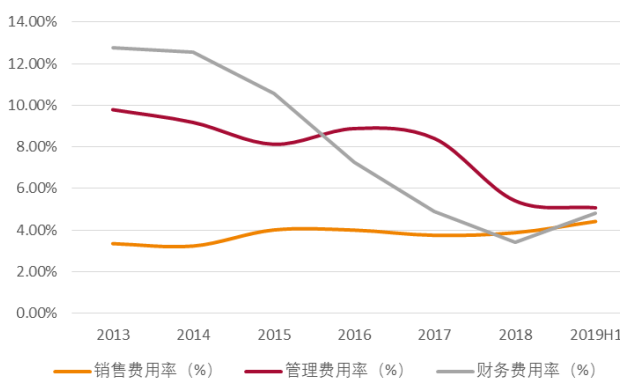
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及同比情况



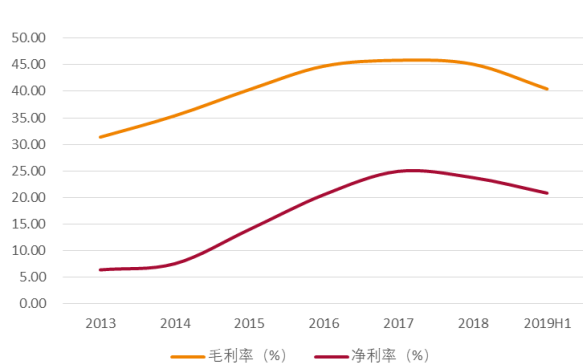
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：公司近年三项费用率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司近年毛利率、净利率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,842.06	1,503.70	866.80	5,709.61	4,811.15	营业收入	8,651.55	10,032.42	10,835.02	11,841.55	12,834.01
应收票据及应收账款	3,499.21	3,364.30	4,986.14	3,142.92	5,667.45	营业成本	4,685.86	5,506.84	6,175.96	6,631.27	7,058.70
预付账款	317.87	130.30	405.32	189.96	416.80	营业税金及附加	86.83	85.54	108.35	118.42	128.34
存货	1,329.38	1,675.12	1,953.93	1,831.49	2,292.60	营业费用	321.29	385.69	390.06	426.30	462.02
其他	850.10	603.00	1,048.34	863.61	854.91	管理费用	719.32	538.11	574.26	603.92	628.87
流动资产合计	7,838.63	7,276.42	9,260.53	11,737.59	14,042.91	研发费用	252.72	288.77	314.22	343.40	372.19
长期股权投资	1,183.94	1,209.29	1,209.29	1,209.29	1,209.29	财务费用	420.00	341.23	579.99	541.06	445.80
固定资产	13,415.34	16,419.01	17,707.85	18,109.70	17,979.37	资产减值损失	40.04	108.97	40.00	40.00	40.00
在建工程	1,253.78	4,156.85	3,094.11	1,856.47	1,113.88	公允价值变动收益	7.55	(31.47)	0.00	0.00	0.00
无形资产	521.29	599.00	586.68	574.36	562.04	投资净收益	82.85	75.57	100.00	100.00	100.00
其他	578.84	709.89	607.00	631.22	648.68	其他	(458.21)	(103.67)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
非流动资产合计	16,953.18	23,094.04	23,204.93	22,381.03	21,513.26	营业利润	2,493.31	2,836.85	2,752.18	3,237.19	3,798.09
资产总计	24,791.81	30,370.46	32,465.46	34,118.62	35,556.18	营业外收入	56.04	20.06	60.00	60.00	60.00
短期借款	4,493.03	4,931.43	6,826.52	5,000.00	5,000.00	营业外支出	16.20	32.88	20.00	20.00	20.00
应付票据及应付账款	2,074.16	3,449.94	1,857.63	4,028.20	2,442.54	利润总额	2,533.14	2,824.03	2,792.18	3,277.19	3,838.09
其他	1,252.79	3,954.57	3,437.27	2,789.21	3,666.55	所得税	375.55	439.19	414.08	486.01	569.19
流动负债合计	7,819.98	12,335.94	12,121.41	11,817.41	11,109.09	净利润	2,157.59	2,384.83	2,378.10	2,791.18	3,268.90
长期借款	2,624.38	2,653.32	2,681.77	2,800.00	2,800.00	少数股东损益	7.74	10.86	8.56	10.05	11.77
应付债券	1,495.36	399.35	1,129.25	1,007.98	845.53	归属于母公司净利润	2,149.85	2,373.98	2,369.54	2,781.13	3,257.13
其他	298.68	401.47	345.06	348.40	364.98	每股收益(元)	0.61	0.68	0.68	0.79	0.93
非流动负债合计	4,418.42	3,454.14	4,156.07	4,156.39	4,010.51						
负债合计	12,238.39	15,790.08	16,277.48	15,973.80	15,119.60						
少数股东权益	104.76	342.13	350.70	360.74	372.51	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	2,918.59	3,502.31	3,502.31	3,502.31	3,502.31	成长能力					
资本公积	4,022.14	3,438.42	3,438.42	3,438.42	3,438.42	营业收入	16.19%	15.96%	8.00%	9.29%	8.38%
留存收益	9,615.68	10,676.30	12,334.98	14,281.77	16,561.76	营业利润	42.80%	13.78%	-2.98%	17.62%	17.33%
其他	(4,107.75)	(3,378.78)	(3,438.42)	(3,438.42)	(3,438.42)	归属于母公司净利润	41.34%	10.43%	-0.19%	17.37%	17.12%
股东权益合计	12,553.41	14,580.38	16,187.98	18,144.82	20,436.58	获利能力					
负债和股东权益总	24,791.81	30,370.46	32,465.46	34,118.62	35,556.18	毛利率	45.84%	45.11%	43.00%	44.00%	45.00%
						净利率	24.85%	23.66%	21.87%	23.49%	25.38%
						ROE	17.27%	16.67%	14.96%	15.64%	16.23%
						ROIC	14.03%	13.50%	11.85%	11.58%	15.71%
						偿债能力					
						资产负债率	49.36%	51.99%	50.14%	46.82%	42.52%
						净负债率	59.24%	65.94%	72.55%	27.68%	30.23%
						流动比率	1.00	0.59	0.76	0.99	1.26
						速动比率	0.83	0.45	0.60	0.84	1.06
						营运能力					
						应收账款周转率	2.59	2.92	2.60	2.91	2.91
						存货周转率	6.37	6.68	5.97	6.26	6.22
						总资产周转率	0.36	0.36	0.34	0.36	0.37
						每股指标(元)					
						每股收益	0.61	0.68	0.68	0.79	0.93
						每股经营现金流	1.09	1.10	0.03	2.28	0.05
						每股净资产	3.55	4.07	4.52	5.08	5.73
						估值比率					
						市盈率	14.21	12.86	12.89	10.98	9.38
						市净率	2.45	2.14	1.93	1.72	1.52
						EV/EBITDA	14.19	9.81	10.32	7.73	7.20
						EV/EBIT	19.03	12.63	12.75	9.47	8.70

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,157.59	2,384.83	2,369.54	2,781.13	3,257.13
折旧摊销	985.38	993.02	786.22	848.11	885.24
财务费用	472.11	351.43	579.99	541.06	445.80
投资损失	(82.85)	(75.57)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(798.97)	459.86	(3,523.47)	3,916.20	(4,332.42)
其它	1,069.51	(251.57)	8.56	10.05	11.77
经营活动现金流	3,802.77	3,862.01	120.85	7,996.54	167.51
资本支出	2,210.53	6,899.67	1,056.42	(3.35)	(16.57)
长期投资	190.64	25.36	0.00	0.00	0.00
其他	(3,681.97)	(12,442.13)	(1,956.42)	103.35	116.57
投资活动现金流	(1,280.80)	(5,517.10)	(900.00)	100.00	100.00
债权融资	9,279.15	11,118.23	12,610.98	10,732.64	10,989.60
股权融资	(479.40)	(195.97)	(639.63)	(541.06)	(445.80)
其他	(11,101.86)	(9,759.26)	(11,829.09)	(13,445.32)	(11,709.77)
筹资活动现金流	(2,302.11)	1,163.00	142.25	(3,253.74)	(1,165.97)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	219.86	(492.09)	(636.90)	4,842.81	(898.46)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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，天风证券及/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，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com