

中国巨石 (600176)

证券研究报告

2018年04月26日

一季度营收大涨，需求向好量价齐升

事件

公司发布 18 年一季报，报告期内实现营业收入 24.95 亿元，同比增长 34.17%；实现归母净利润 6.17 亿元，同比增长 31.17%；综合毛利率、净利率分别为 45.27%、24.90%，同比下降 1.82 和 0.58 个百分点。

营收大幅增长，需求旺盛价涨量增。公司一季度营收同比大增 34.17%，去年同期只有 5.52%，表现优异，主要得益于玻纤量价齐升。今年一季度玻纤价格延续去年下半年增长趋势，根据卓创资讯数据显示，中国巨石玻纤粗纱价格从 4850 元/吨上涨至 5150 元/吨。17 年下半年埃及三线投产以及部分产线复产提高了整体产能；同时下游需求旺盛，建筑领域，国家统计局公布的一季度房地产数据，全国房地产开发投资 21291 亿元，同比增长 10.4%，新开工面积 3.46 亿平方米，同比增长 9.7%，表现不弱，为低端玻纤产品的需求提供了稳定支撑，高端产品方面，公司的一季报预增公告里指出，电子纱市场需求持续旺盛，根据国际电子工业联接协会 IPC 的调研表明，全球电子行业商业前景好转，其中 PCB 制造行业增长旺盛，扩大了电子纱的需求。

毛利、净利率保持高位。公司毛利率环比下降 2.16 个百分点，同比下降 1.82 个百分点，受供给侧改革及环保影响，矿石及包装材料价格有所上涨，虽然玻纤价格也有所上涨，但是上涨时间滞后于原材料涨价，整体上维持在 45%以上的毛利率水平，依旧远高于行业平均水平。期间费用为 3.73 亿元，同比增长 15%，增速小于营收增长 34.17%，营业增长摊薄期间费用率，导致期间费用率下降 2.53 个百分点。其中管理费用率有较大幅度的下降，降低 2.30 个百分点；销售费用率基本持平同比上升 0.03 个百分点；财务费用率下降 0.26 个百分点。随着公司营收规模的稳定增长，费用继续摊薄，净利率有望继续保持高位。

行业景气延续，加快海外布局。此前的深度报告中我们预计 18 年全球玻纤需求复合增速在 5-6%左右。国内玻纤需求增速更高，预计未来复合增速在 10%以上。其中高端需求如电子电器、风电叶片的需求更加旺盛，近期广东省发展改革委印发《2018 年陆上风电第一批开发建设方案》，确定广东省近年陆上风电第一批开发建设项目 7 个、总装机容量 45 万千瓦，对风电叶片的需求显著提升。供给端相对紧张，玻纤产线由于投资大，技术壁垒高以及拉丝工人供给紧缺，新建或技改复产存在一定的滞后性，导致供给紧张，因此看好玻纤价格稳中向上。公司放眼全球，目前埃及产线生产情况良好，成本低有望帮助维持公司的高毛利水平；美国的产线有望 18 年底建成投产，进而抵消中美贸易关系的不确定因素。

盈利预测：我们预计公司 2018-2019 年营收分别为 103.82 亿、122.64 亿，归母净利润分别为 28.35 亿、37.93 亿，EPS 分别为 0.97 元、1.30 元。考虑到公司的龙头地位、国际战略布局以及不断的技术创新，继续给予公司 20X 估值。维持“增持”评级，给予目标价 19.4 元。

风险提示：公司技改及新建项目不及预期，原材料价格大幅上涨，全球经济衰退，汇率波动加大。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7,446.33	8,651.55	10,381.86	12,264.09	13,898.89
增长率(%)	5.55	16.19	20.00	18.13	13.33
EBITDA(百万元)	3,270.44	3,873.63	4,478.04	5,655.38	6,593.59
净利润(百万元)	1,521.04	2,149.85	2,835.27	3,792.98	4,532.95
增长率(%)	54.73	41.34	31.88	33.78	19.51
EPS(元/股)	0.52	0.74	0.97	1.30	1.55
市盈率(P/E)	27.00	19.10	14.48	10.83	9.06
市净率(P/B)	3.74	3.30	2.83	2.39	2.02
市销率(P/S)	5.51	4.75	3.96	3.35	2.95
EV/EBITDA	9.37	14.19	10.52	7.96	6.47

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	14.07 元
目标价格	19.4 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,918.59
流通 A 股股本(百万股)	2,918.59
A 股总市值(百万元)	41,064.55
流通 A 股市值(百万元)	41,064.55
每股净资产(元)	4.44
资产负债率(%)	49.06
一年内最高/最低(元)	18.92/8.95

作者

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

武浩翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010003
wuhaoxiang@tfzq.com

黄顺卿 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040002
huangshunqing@tfzq.com

股价走势



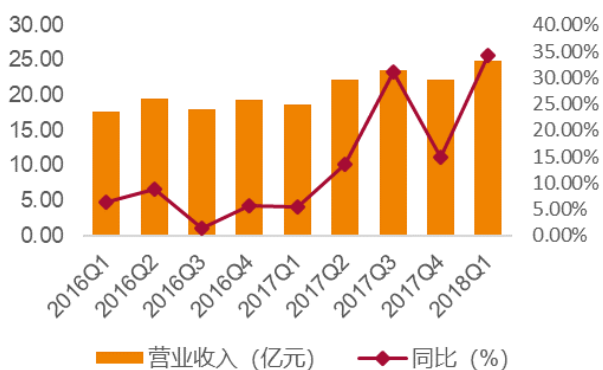
资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中国巨石-公司深度研究:玻纤龙头，雄踞全球》 2018-03-22
- 2 《中国巨石-季报点评:三季度业绩符合预期，玻纤龙头全球化布局加速》 2017-10-12
- 3 《中国巨石-半年报点评:夯实龙头地位，玻纤盈利再加强》 2017-08-18

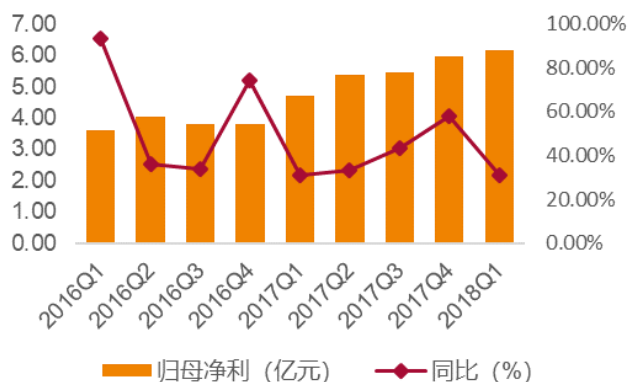


图 1：2016-2018Q1 单季度营收情况



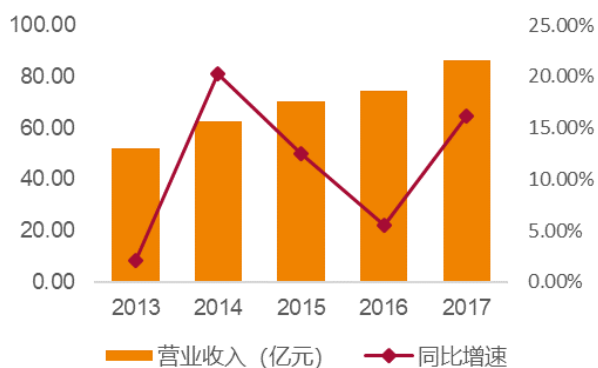
资料来源：wind, 天风证券研究所

图 2：2016-2018Q1 单季度归母净利情况



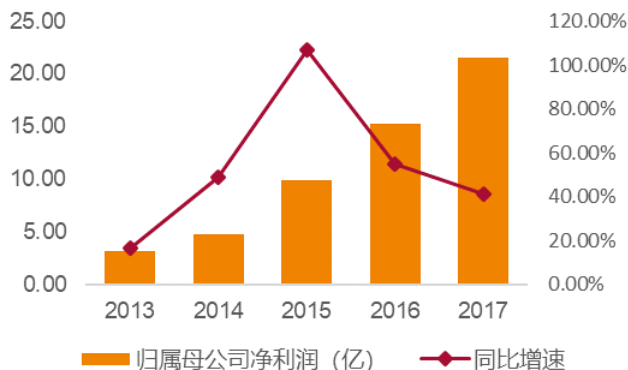
资料来源：wind, 天风证券研究所

图 3：2013-2017 年营业收入及同比增速



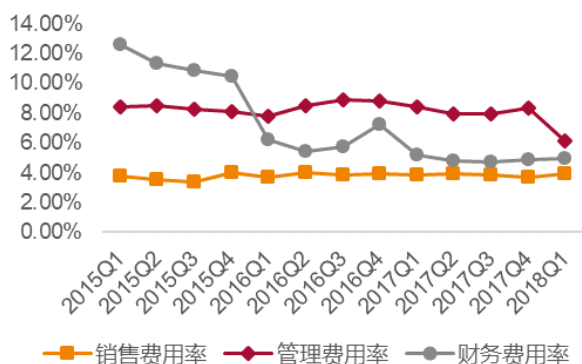
资料来源：wind, 天风证券研究所

图 4：2013-2017 年归母净利及同比增速



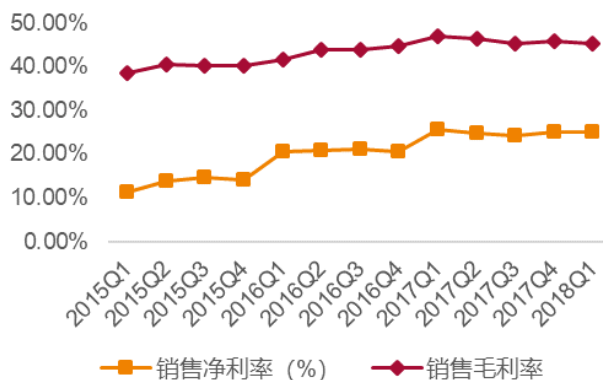
资料来源：wind, 天风证券研究所

图 5：2015-2018Q1 单季度期间费用率情况



资料来源：wind, 天风证券研究所

图 6：2015-2018Q1 单季度毛利率、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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,854.65	1,842.06	3,365.73	5,658.68	8,254.28
应收账款	1,424.25	1,333.18	1,550.67	1,856.02	2,004.78
预付账款	156.32	317.87	271.25	450.49	451.58
存货	1,385.28	1,329.38	1,616.18	1,664.46	1,943.84
其他	3,391.98	3,016.14	3,624.23	4,044.08	4,691.44
流动资产合计	8,212.47	7,838.63	10,428.06	13,673.74	17,345.94
长期股权投资	993.30	1,183.94	1,383.94	1,583.94	1,783.94
固定资产	12,768.53	13,415.34	13,609.96	13,629.21	13,593.28
在建工程	943.89	1,253.78	876.89	738.45	719.22
无形资产	479.45	521.29	558.89	595.42	630.86
其他	534.43	578.84	386.52	186.17	(14.17)
非流动资产合计	15,719.60	16,953.18	16,816.20	16,733.18	16,713.12
资产总计	23,932.07	24,791.81	27,244.26	30,406.92	34,059.06
短期借款	3,352.39	4,493.03	4,493.03	4,493.03	4,493.03
应付账款	1,030.27	1,149.30	1,442.80	1,444.17	1,731.14
其他	5,079.49	2,177.65	2,089.50	2,382.00	2,357.73
流动负债合计	9,462.15	7,819.98	8,025.33	8,319.20	8,581.90
长期借款	1,593.96	2,624.38	2,800.00	3,000.00	3,200.00
应付债券	1,493.04	1,495.36	1,495.00	1,495.00	1,495.00
其他	335.01	298.68	290.00	290.00	290.00
非流动负债合计	3,422.01	4,418.42	4,585.00	4,785.00	4,985.00
负债合计	12,884.16	12,238.39	12,610.33	13,104.20	13,566.90
少数股东权益	81.66	104.76	115.00	128.70	145.08
股本	2,432.16	2,918.59	2,918.59	2,918.59	2,918.59
资本公积	4,461.53	4,022.14	4,022.14	4,022.14	4,022.14
留存收益	8,513.27	9,615.68	11,600.37	14,255.45	17,428.52
其他	(4,440.71)	(4,107.75)	(4,022.14)	(4,022.14)	(4,022.14)
股东权益合计	11,047.91	12,553.41	14,633.96	17,302.75	20,492.19
负债和股东权益总	23,932.07	24,791.81	27,244.29	30,406.95	34,059.09

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,528.72	2,157.59	2,835.27	3,792.98	4,532.95
折旧摊销	988.54	985.38	694.66	732.67	769.72
财务费用	383.18	472.11	482.40	493.20	522.40
投资损失	2.14	(82.85)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	279.99	(822.09)	(800.39)	(658.52)	(813.55)
其它	(13.48)	1,092.62	22.65	53.70	56.38
经营活动现金流	3,169.08	3,802.77	3,134.59	4,314.04	4,967.89
资本支出	2,433.56	2,210.53	558.68	650.00	750.00
长期投资	922.68	190.64	200.00	200.00	200.00
其他	(5,850.04)	(3,681.97)	(1,191.09)	(1,400.00)	(1,600.00)
投资活动现金流	(2,493.80)	(1,280.80)	(432.41)	(550.00)	(650.00)
债权融资	8,559.21	9,279.15	9,388.03	9,588.03	9,788.03
股权融资	(465.04)	(479.40)	(396.78)	(493.20)	(522.40)
其他	(9,755.40)	(11,101.86)	(9,422.76)	(10,225.93)	(8,647.92)
筹资活动现金流	(1,661.23)	(2,302.11)	(431.51)	(1,131.09)	617.71
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(985.94)	219.86	2,270.67	2,632.94	4,935.61

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,446.33	8,651.55	10,381.86	12,264.09	13,898.89
营业成本	4,116.42	4,685.86	5,302.02	5,905.16	6,494.95
营业税金及附加	62.40	86.83	103.82	122.64	138.99
营业费用	295.48	321.29	373.75	392.45	416.97
管理费用	655.77	719.32	851.31	981.13	1,084.11
财务费用	536.38	420.00	482.40	493.20	522.40
资产减值损失	25.89	40.04	40.00	40.00	40.00
公允价值变动收益	(5.79)	7.55	(27.59)	0.00	0.00
投资净收益	(2.14)	82.85	100.00	100.00	100.00
其他	15.86	(205.49)	(144.82)	(200.00)	(200.00)
营业利润	1,746.05	2,493.31	3,300.98	4,429.51	5,301.47
营业外收入	112.92	56.04	60.00	60.00	60.00
营业外支出	32.90	16.20	20.00	20.00	20.00
利润总额	1,826.07	2,533.14	3,340.98	4,469.51	5,341.47
所得税	297.35	375.55	495.47	662.83	792.14
净利润	1,528.72	2,157.59	2,845.51	3,806.68	4,549.33
少数股东损益	7.68	7.74	10.24	13.70	16.38
归属于母公司净利润	1,521.04	2,149.85	2,835.27	3,792.98	4,532.95
每股收益(元)	0.52	0.74	0.97	1.30	1.55

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	5.55%	16.19%	20.00%	18.13%	13.33%
营业利润	53.43%	42.80%	32.39%	34.19%	19.69%
归属于母公司净利润	54.73%	41.34%	31.88%	33.78%	19.51%
获利能力					
毛利率	44.72%	45.84%	48.93%	51.85%	53.27%
净利率	20.43%	24.85%	27.31%	30.93%	32.61%
ROE	13.87%	17.27%	19.53%	22.09%	22.28%
ROIC	11.76%	14.03%	16.21%	20.41%	23.49%
偿债能力					
资产负债率	53.84%	49.36%	46.29%	43.10%	39.83%
净负债率	11.02%	19.68%	7.63%	-0.83%	-10.46%
流动比率	0.87	1.00	1.30	1.64	2.02
速动比率	0.72	0.83	1.10	1.44	1.79
营运能力					
应收账款周转率	4.52	6.28	7.20	7.20	7.20
存货周转率	5.67	6.37	7.05	7.48	7.70
总资产周转率	0.31	0.36	0.40	0.43	0.43
每股指标(元)					
每股收益	0.52	0.74	0.97	1.30	1.55
每股经营现金流	1.09	1.30	1.07	1.48	1.70
每股净资产	3.76	4.27	4.97	5.88	6.97
估值比率					
市盈率	27.00	19.10	14.48	10.83	9.06
市净率	3.74	3.30	2.83	2.39	2.02
EV/EBITDA	9.37	14.19	10.52	7.96	6.47
EV/EBIT	13.43	19.03	12.45	9.14	7.32

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