

# 中国巨石 (600176)

证券研究报告

2019年02月14日

## 关注综合实力优异的玻纤龙头

**事件:** 2018年12月,中国巨石智能制造电子纱的第一条6万吨产线投产。

**产能顺次释放,规模效应、成本优势继续显现。**公司产能呈现稳步扩张态势,保障公司收入平稳增长,下游需求较好,整体盈利变动与收入变动大体一致。公司技改扩产及新增产能规模效应明显好于行业平均水平。2018Q3报告期末公司在建工程较2017年末同增112.38%,公司新一轮高质量的产能扩张正在进行,原纱、电子纱、电子布项目建设稳步前行,海外在已建成埃及基地的基础上美国、印度基地也将逐步推进,后续公司产品结构的高端化和多元化以及产能布局的国际化程度都将进一步提升。

**行业前景广阔,公司竞争优势拔群。**玻纤行业发展前景十分广阔,长期看需求空间依然很大。近年来玻纤需求伴随下游风电材料、热塑材料、电子制品等领域的发展,整体需求和行业景气程度持续提升。公司作为行业龙头,生产规模优势明显,此外,公司在大型池窑方面具备自主设计建设能力,单线产能、生产工艺配方方面竞争优势强劲。产品方面精益求精,公司E7产品经过数年培育发展,销量逐年递增实现翻番;E8产品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;E9产品目前正在按计划研制。未来公司有望进一步巩固其在国内市场的领先地位,同时将会逐步走向世界,成为具有国际竞争力的玻纤及制品行业的领军企业。

**电子纱扩产进一步开拓市场。**中国巨石智能制造电子纱的第一条6万吨产线已经于2018年12月投产,公司的电子纱产能进一步扩大,电子纱属于玻璃纤维纱中的中高端产品,较普通玻璃纤维纱的技术要求更高,同时也具备更高的产品附加值。对于中国巨石而言电子纱的扩产有两方面的好处,第一是进一步拓宽公司玻纤应用领域,第二是标志公司产品结构的进一步优化。

我们预计公司2018-2019年归母净利润为分别为25.77亿、30.40亿元,按照最新股本对应EPS分别为0.74元、0.87元,对应PE为15.30X、12.97X,维持“增持”评级。

**风险提示:** 玻纤价格大幅下降,公司海外项目进展不及预期。

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	10,640.00	12,302.50	13,601.00
增长率(%)	5.55	16.19	22.98	15.63	10.55
EBITDA(百万元)	3,270.44	3,873.63	4,246.41	4,934.36	5,643.04
净利润(百万元)	1,521.04	2,149.85	2,576.80	3,039.57	3,515.64
增长率(%)	54.73	41.34	19.86	17.96	15.66
EPS(元/股)	0.43	0.61	0.74	0.87	1.00
市盈率(P/E)	25.93	18.34	15.30	12.97	11.22
市净率(P/B)	3.60	3.17	2.64	2.31	2.02
市销率(P/S)	5.30	4.56	3.71	3.21	2.90
EV/EBITDA	9.37	14.19	11.10	9.45	8.02

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	11.26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)	39,435.98
流通A股市值(百万元)	39,435.98
每股净资产(元)	3.90
资产负债率(%)	52.74
一年内最高/最低(元)	17.67/8.70

### 作者

<b>盛昌盛</b>	分析师
SAC执业证书编号: S1110517120002	
shengchangsheng@tfzq.com	
<b>侯星辰</b>	分析师
SAC执业证书编号: S1110518090004	
houxingchen@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 1 《中国巨石-季报点评:业绩平稳提升,远景持续看好》 2018-10-19
- 2 《中国巨石-半年报点评:量价齐升,公司业绩稳健增长》 2018-08-20
- 3 《中国巨石-季报点评:一季度营收大涨,需求向好量价齐升》 2018-04-26



## 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	2,392.47	3,410.58	7,318.66
应收账款	1,424.25	1,333.18	1,622.38	1,794.98	1,983.07
预付账款	156.32	317.87	326.45	493.04	517.59
存货	1,385.28	1,329.38	1,892.17	1,832.75	2,209.77
其他	3,391.98	3,016.14	3,753.30	3,934.64	4,643.66
<b>流动资产合计</b>	<b>8,212.47</b>	<b>7,838.63</b>	<b>9,986.77</b>	<b>11,466.00</b>	<b>16,672.76</b>
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	13,846.74	14,470.89	15,317.69
在建工程	943.89	1,253.78	2,627.65	3,239.35	2,543.61
无形资产	479.45	521.29	558.89	595.42	630.86
其他	534.43	578.84	386.82	186.47	(14.17)
<b>非流动资产合计</b>	<b>15,719.60</b>	<b>16,953.18</b>	<b>18,804.04</b>	<b>20,076.07</b>	<b>20,261.93</b>
<b>资产总计</b>	<b>23,932.07</b>	<b>24,791.81</b>	<b>28,790.81</b>	<b>31,542.06</b>	<b>36,934.68</b>
短期借款	3,352.39	4,493.03	5,000.00	5,500.00	6,000.00
应付账款	1,030.27	1,149.30	1,685.67	1,592.26	1,965.16
其他	5,079.49	2,177.65	2,284.32	2,490.31	2,536.38
<b>流动负债合计</b>	<b>9,462.15</b>	<b>7,819.98</b>	<b>8,969.99</b>	<b>9,582.57</b>	<b>10,501.54</b>
长期借款	1,593.96	2,624.38	3,000.00	3,000.00	5,000.00
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,422.01</b>	<b>4,418.42</b>	<b>4,785.00</b>	<b>4,785.00</b>	<b>6,785.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>12,884.16</b>	<b>12,238.39</b>	<b>13,754.99</b>	<b>14,367.57</b>	<b>17,286.54</b>
少数股东权益	81.66	104.76	114.07	125.05	137.75
股本	2,432.16	2,918.59	3,502.31	3,502.31	3,502.31
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	11,419.44	13,547.14	16,008.09
其他	(4,440.71)	(4,107.75)	(4,022.14)	(4,022.14)	(4,022.14)
<b>股东权益合计</b>	<b>11,047.91</b>	<b>12,553.41</b>	<b>15,035.82</b>	<b>17,174.50</b>	<b>19,648.14</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>23,932.07</b>	<b>24,791.81</b>	<b>28,790.81</b>	<b>31,542.06</b>	<b>36,934.68</b>

  

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,528.72	2,157.59	2,576.80	3,039.57	3,515.64
折旧摊销	988.54	985.38	707.13	777.62	863.50
财务费用	383.18	472.11	542.87	615.01	676.85
投资损失	2.14	(82.85)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	279.99	(822.09)	(894.97)	(348.20)	(879.06)
其它	(13.48)	1,092.62	9.31	10.98	12.70
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,169.08</b>	<b>3,802.77</b>	<b>2,841.13</b>	<b>3,994.99</b>	<b>4,089.62</b>
资本支出	2,433.56	2,210.53	2,558.68	2,050.00	1,050.00
长期投资	922.68	190.64	200.00	200.00	200.00
其他	(5,850.04)	(3,681.97)	(5,218.68)	(4,200.00)	(2,200.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,493.80)</b>	<b>(1,280.80)</b>	<b>(2,460.00)</b>	<b>(1,950.00)</b>	<b>(950.00)</b>
债权融资	8,559.21	9,279.15	10,095.00	10,595.00	13,095.00
股权融资	(465.04)	(479.40)	126.46	(615.01)	(676.85)
其他	(9,755.40)	(11,101.86)	(10,052.19)	(11,006.87)	(11,649.69)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,661.23)</b>	<b>(2,302.11)</b>	<b>169.28</b>	<b>(1,026.88)</b>	<b>768.46</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(985.94)</b>	<b>219.86</b>	<b>550.41</b>	<b>1,018.11</b>	<b>3,908.08</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>7,446.33</b>	<b>8,651.55</b>	<b>10,640.00</b>	<b>12,302.50</b>	<b>13,601.00</b>
营业成本	4,116.42	4,685.86	5,798.80	6,704.86	7,276.54
营业税金及附加	62.40	86.83	106.40	123.03	136.01
营业费用	295.48	321.29	383.04	393.68	408.03
管理费用	655.77	719.32	872.48	984.20	1,060.88
财务费用	536.38	420.00	542.87	615.01	676.85
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	0.00	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)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
<b>营业利润</b>	<b>1,746.05</b>	<b>2,493.31</b>	<b>2,996.41</b>	<b>3,541.72</b>	<b>4,102.70</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>1,826.07</b>	<b>2,533.14</b>	<b>3,036.41</b>	<b>3,581.72</b>	<b>4,142.70</b>
所得税	297.35	375.55	450.30	531.17	614.36
<b>净利润</b>	<b>1,528.72</b>	<b>2,157.59</b>	<b>2,586.11</b>	<b>3,050.55</b>	<b>3,528.34</b>
少数股东损益	7.68	7.74	9.31	10.98	12.70
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,521.04</b>	<b>2,149.85</b>	<b>2,576.80</b>	<b>3,039.57</b>	<b>3,515.64</b>
每股收益(元)	0.43	0.61	0.74	0.87	1.00

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	5.55%	16.19%	22.98%	15.63%	10.55%
营业利润	53.43%	42.80%	20.18%	18.20%	15.84%
归属于母公司净利润	54.73%	41.34%	19.86%	17.96%	15.66%
<b>获利能力</b>					
毛利率	44.72%	45.84%	45.50%	45.50%	46.50%
净利率	20.43%	24.85%	24.22%	24.71%	25.85%
ROE	13.87%	17.27%	17.27%	17.83%	18.02%
ROIC	11.76%	14.03%	15.16%	15.65%	16.79%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	53.84%	49.36%	47.78%	45.55%	46.80%
净负债率	11.02%	19.68%	7.43%	7.38%	1.84%
流动比率	0.87	1.00	1.11	1.20	1.59
速动比率	0.72	0.83	0.90	1.01	1.38
<b>营运能力</b>					
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	6.61	6.61	6.73
总资产周转率	0.31	0.36	0.40	0.41	0.40
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.43	0.61	0.74	0.87	1.00
每股经营现金流	0.90	1.09	0.81	1.14	1.17
每股净资产	3.13	3.55	4.26	4.87	5.57
<b>估值比率</b>					
市盈率	25.93	18.34	15.30	12.97	11.22
市净率	3.60	3.17	2.64	2.31	2.02
EV/EBITDA	9.37	14.19	11.10	9.45	8.02
EV/EBIT	13.43	19.03	13.32	11.22	9.46

### 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