

证券研究报告—动态报告

建材

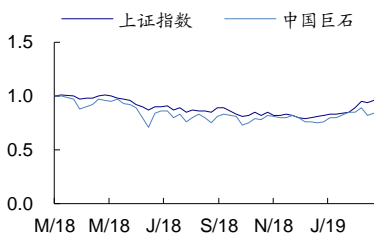
其他建材 II

中国巨石(600176)
买入

2018 年年报点评

(维持评级)

2019 年 03 月 21 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	3,502/3,502
总市值/流通(百万元)	38,525/38,525
上证综指/深圳成指	3,091/9,801
12个月最高/最低(元)	14.48/8.70

相关研究报告:

《中国巨石-600176-2018 年三季报点评: 盈利稳健增长, 产能有序投放》——2018-10-19
 《中国巨石-600176-2018 年半年报点评: 盈利维持高位, 成本管控优良》——2018-08-20
 《中国巨石-600176-重大事件快评: 归母净利润同比预增 25%以上, 基本符合预期》——2018-07-10
 《中国巨石-600176-2017 年年报点评: 业绩增长超预期, 现金牛特征凸显》——2018-03-20
 《中国巨石-600176-重大事件快评: 净利预增近四成, 持续看好公司中长期发展》——2018-01-29

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

联系人: 冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩稳健增长, 持续看好中长期发展

● 收入增长 15.96%, 归母净利润增长 10.43%, 拟 10 派 2.25 元

2018 年全年公司实现营业收入 100.32 亿元(+15.96%), 实现归母净利润 23.74 亿元(+10.43%), 扣非归母净利润 23.96 亿元(+14.55%), EPS 为 0.6778 元/股, 并拟 10 派 2.25 元(含税); 其中 Q4 单季度实现营业收入 24.03 亿元(+8.63%), 归母净利润 4.62 亿元(-22.86%), 主因 Q4 价格压力导致单季度毛利承压, 同时计提坏账损失 0.92 亿元影响。

● 盈利能力维持高位, 资债结构稳定

受益于玻纤景气持续及公司积极调整产品和客户结构, 2018 年公司玻纤及制品业务实现营业收入 95.37 亿元, 同比增长 13.17%, 占营业收入比例为 95.06%, 毛利率增加 0.41 个百分点至 47.05%, 其他业务实现营业收入 3.71 亿元, 同比增长 126.8%, 毛利率为 2.2%。分地区来看, 国内和国外销售收入分别同比增长 15.95%和 14.58%, 占收入比重分别为 54.4%和 44.36%。费用管控持续优化, 期间费用率进一步下滑 1.4 个百分点至 12.61%, 其中销售、管理和财务费用率分别降低 0.1、0.03 和 1.5 个百分点, 综合毛利率和净利率分别为 45.15%和 23.8%, 盈利能力维持高位, 为仅次于去年的次高。2018 年公司实现经营活动现金流净额 38.62 亿元, 同比增长 4.8%; 资产负债率总体平稳, 同比增加 2.63 个百分点至 51.99%, 资债结构稳定, 抗风险能力强。

● 产能扩张顺利推进, 龙头优势进一步巩固

报告期公司有序推进五地工程建设: 1) 九江生产基地三条老线顺利实施冷修改造, 并新建年产 12 万吨生产线均如期点火 2) 桐乡智能制造基地粗纱一期年产 15 万吨生产线和细纱一期年产 6 万吨生产线分别于 8 月和 12 月如期投产; 3) 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, 预计 2020H1 完成; 4) 美国项目 8 万吨生产线点火在即。产能扩张顺利推进, 龙头优势进一步巩固, 预计将为公司未来增长进一步打开空间。

● 全球玻纤龙头, 看好公司中长期发展, 维持“买入”评级。

作为全球最大玻纤专业制造商, 玻纤产能全球领先, 成本控制、产品品质优势明显, 产能扩张有序推进, 客户、产品结构持续优化提升盈利能力和成长空间, 龙头优势进一步巩固, 持续看好公司中长期发展。预计 19-21 年 EPS 分别为 0.78/0.91/1.08 元/股, 对应 PE 为 14.2/12.1/10.2x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 新增产能冲击超预期; 全球经济下行超预期。
盈利预测和财务指标

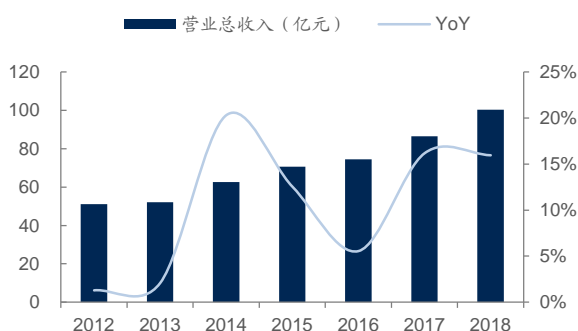
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,652	10,032	11,313	12,902	14,896
(+/-%)	16.2%	16.0%	12.8%	14.0%	15.5%
净利润(百万元)	2150	2374	2715	3195	3790
(+/-%)	41.3%	10.4%	14.3%	17.7%	18.6%
摊薄每股收益(元)	0.61	0.68	0.78	0.91	1.08
EBIT Margin	32.8%	35.0%	32.1%	32.6%	33.1%
净资产收益率(ROE)	17.3%	16.7%	17.1%	18.0%	18.9%
市盈率(PE)	17.9	16.2	14.2	12.1	10.2
EV/EBITDA	13.3	12.0	9.9	8.8	8.0
市净率(PB)	3.09	2.71	2.43	2.17	1.92

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

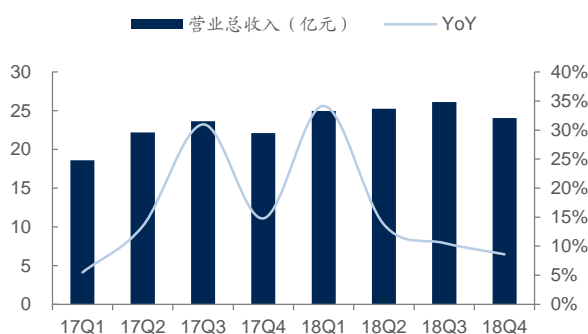
全年收入利润平稳增长，Q4 单季度受价格压力和计提坏账影响承压。2018 年全年公司实现营业收入 100.32 亿元，同比增长 15.96%，实现归母净利润 23.74 亿元，同比增长 10.43%，扣非归母净利润 23.96 亿元，同比增长 14.55%，EPS 为 0.6778 元/股，并拟 10 派 2.25 元(含税)；其中 Q4 单季度实现营业收入 24.03 亿元，同比增长 8.63%，归母净利润 4.62 亿元，同比下滑 22.86%，主因 Q4 价格压力导致单季度毛利承压，同时计提坏账损失 0.92 亿元影响（上年同期为 0.38 亿元）。

图 1：中国巨石营业收入及增速



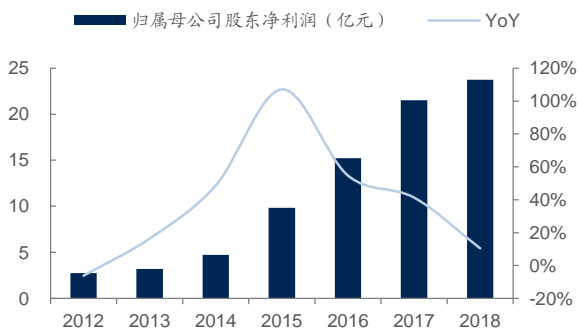
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：中国巨石单季度营业收入及增速



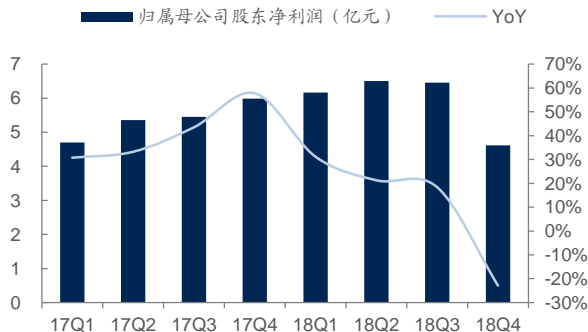
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：中国巨石归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

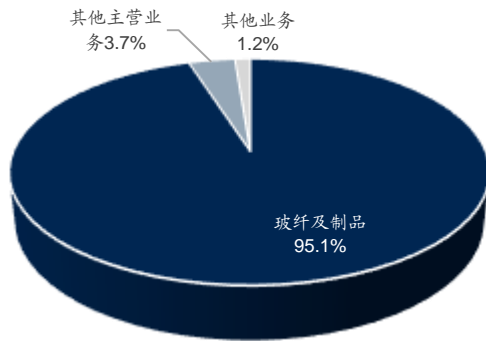
图 4：中国巨石单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

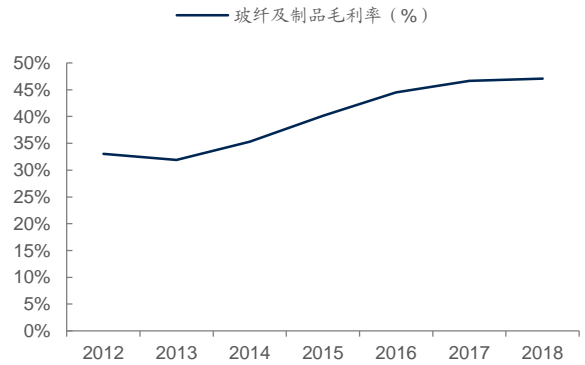
收入结构稳定，国内外销售增长势头良好。受益于玻纤景气持续及公司积极调整产品和客户结构，2018 年公司玻纤及制品业务实现营业收入 95.37 亿元，同比增长 13.17%，占营业收入比例为 95.06%，毛利率增加 0.41 个百分点至 47.05%，其他业务实现营业收入 3.71 亿元，同比增长 126.8%，毛利率为 2.2%。分地区来看，国内和国外销售收入分别同比增长 15.95% 和 14.58%，占收入比重分别为 54.4% 和 44.36%。

图 5：2018 年中国巨石分产品收入构成



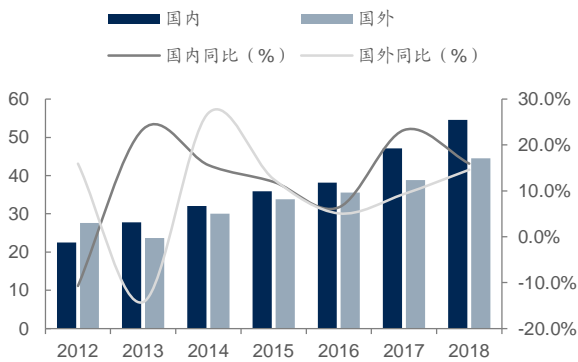
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：中国巨石主要产品玻纤及制品毛利率



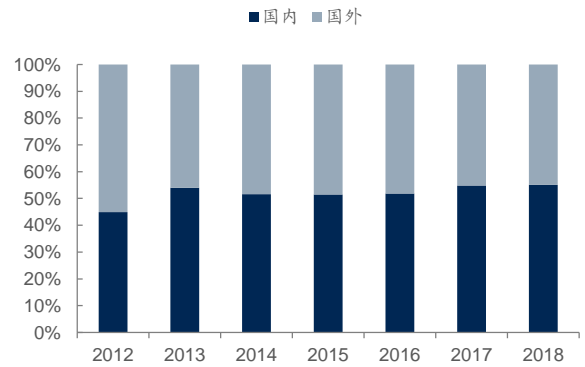
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：中国巨石分地区收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

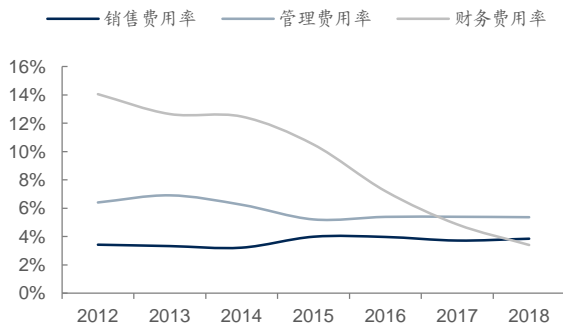
图 8：中国巨石分地区收入占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

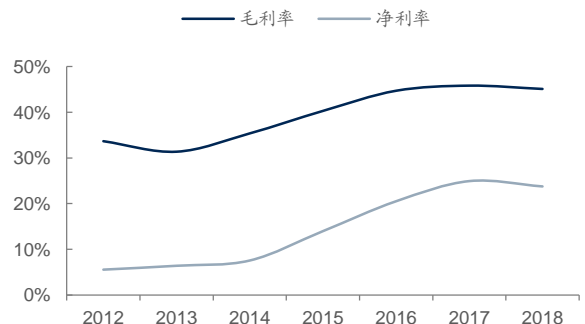
费用管控持续优化，盈利能力维持高位，资债结构稳定。费用管控持续优化，期间费用率进一步下滑 1.4 个百分点至 12.61%，其中销售、管理和财务费用率分别降低 0.1、0.03 和 1.5 个百分点，综合毛利率和净利率分别为 45.15% 和 23.8%，盈利能力维持高位，为仅次于去年的次高。2018 年公司实现经营活动现金流净额 38.62 亿元，同比增长 4.8%；资产负债率总体平稳，同比增加 2.63 个百分点至 51.99%，资债结构稳定，抗风险能力强。

图 9：中国巨石三项费用率变化情况

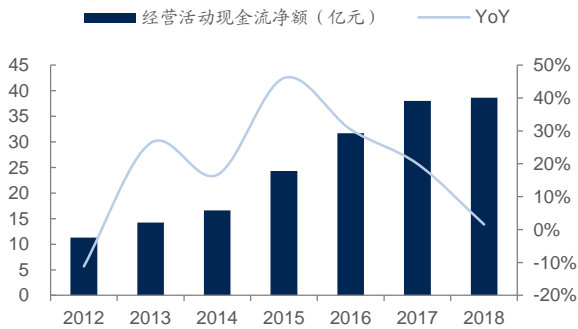


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

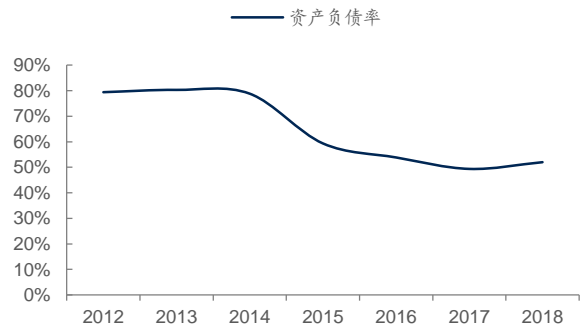
图 10：中国巨石综合毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 中国巨石经营活动现金流净额及增速


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 中国巨石资产负债率变化情况


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

产能扩张顺利推进, 龙头优势进一步巩固。报告期公司有序推进五地工程建设: 1) 九江生产基地三条老线顺利实施冷修改造, 并新建年产 12 万吨生产线均如期点火 2) 桐乡智能制造基地粗纱一期年产 15 万吨生产线和细纱一期年产 6 万吨生产线分别于 8 月和 12 月如期投产; 3) 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, 预计 2020H1 完成; 4) 美国项目 8 万吨生产线点火在即。产能扩张顺利推进, 龙头优势进一步巩固, 预计将为公司未来增长进一步打开空间。

表 1: 中国巨石近期主要产能投放情况及未来规划

项目	产品及产能规划	投产进度
年产 6 万吨电子纱暨年产 2 亿米电子布生产线项目	6 万吨电子纱暨 2 亿米电子布	2018 年 12 月投产
美国年产 8 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线项目	8 万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线	2019 年 Q1 投产
巨石(成都)年产 25 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线建设项目	1 条 12 万吨玻纤池窑拉丝生产线 1 条 13 万吨玻纤池窑拉丝生产线	计划 2020H1 完成建设
巨石集团有限公司年产 30 万吨玻璃纤维智能制造生产线建设项目(一期)	一期 15 万吨智能制造生产线 二期 15 万吨智能制造生产线	2018 年 8 月投产 计划未来 5 年建设
巨石集团有限公司年产 30 万吨玻璃纤维智能制造生产线建设项目(二期)	1 条 15 万吨玻纤智能制造生产线 3 条年产 18 万吨电子纱暨年产 8 亿米电子布生产线	2018 年开工, 计划 2022 年全部建成投产

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 全球玻纤龙头, 看好公司中长期发展, 维持“买入”评级。作为全球最大玻纤专业制造商, 玻纤产能全球领先, 成本控制、产品品质优势明显, 产能扩张有序推进, 客户、产品结构持续优化提升盈利能力和成长空间, 龙头优势进一步巩固, 持续看好公司中长期发展。预计 19-21 年 EPS 分别为 0.78/0.89/1.04 元/股, 对应 PE 为 14.2/12.3/10.6x, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1504	1693	4501	7134	营业收入	10032	11313	12902	14896
应收款项	3503	4148	4967	6021	营业成本	5507	6222	7032	8044
存货净额	1675	1650	1884	2249	营业税金及附加	86	105	120	138
其他流动资产	595	1033	972	1241	销售费用	386	419	477	551
流动资产合计	7276	8523	12324	16645	管理费用	538	940	1069	1231
固定资产	20576	20691	19797	18980	财务费用	341	474	481	497
无形资产及其他	599	675	766	874	投资收益	76	73	77	77
投资性房地产	710	710	710	710	资产减值及公允价值变动	(140)	(30)	(30)	(30)
长期股权投资	1209	1317	1384	1471	其他收入	(273)	20	20	20
资产总计	30370	31917	34981	38681	营业利润	2837	3217	3791	4502
短期借款及交易性金融负债	8066	8000	8400	8820	营业外净收支	(13)	30	30	30
应付款项	3450	3431	3958	4771	利润总额	2824	3247	3821	4532
其他流动负债	820	787	937	1075	所得税费用	439	519	611	725
流动负债合计	12336	12218	13295	14666	少数股东损益	11	12	15	17
长期借款及应付债券	3053	3053	3053	3053	归属于母公司净利润	2374	2715	3195	3790
其他长期负债	401	435	503	553					
长期负债合计	3454	3487	3555	3606	现金流量表 (百万元)				
负债合计	15790	15706	16850	18272	净利润	2374	2715	3195	3790
少数股东权益	342	344	347	351	资产减值准备	69	23	(3)	(5)
股东权益	14238	15867	17784	20058	折旧摊销	993	1855	2091	2196
负债和股东权益总计	30370	31917	34981	38681	公允价值变动损失	140	30	30	30
					财务费用	341	474	481	497
关键财务与估值指标					营运资本变动	1874	(1054)	(250)	(691)
每股收益	0.68	0.78	0.91	1.08	其它	(63)	(21)	5	8
每股红利	0.34	0.31	0.36	0.43	经营活动现金流	5387	3549	5068	5328
每股净资产	4.07	4.53	5.08	5.73	资本开支	(6816)	(2100)	(1315)	(1512)
ROIC	13%	12%	14%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	17%	17%	18%	19%	投资活动现金流	(6842)	(2208)	(1382)	(1600)
毛利率	45%	45%	46%	46%	权益性融资	217	0	0	0
EBIT Margin	35%	32%	33%	33%	负债净变化	29	0	0	0
EBITDA Margin	45%	48%	49%	48%	支付股利、利息	(1177)	(1086)	(1278)	(1516)
收入增长	16%	13%	14%	15%	其它融资现金流	3196	(66)	400	420
净利润增长率	10%	14%	18%	19%	融资活动现金流	1116	(1151)	(878)	(1096)
资产负债率	53%	50%	49%	48%	现金净变动	(338)	189	2808	2633
息率	3.1%	2.8%	3.3%	3.9%	货币资金的期初余额	1842	1504	1693	4501
P/E	16.2	14.2	12.1	10.2	货币资金的期末余额	1504	1693	4501	7134
P/B	2.7	2.4	2.2	1.9	企业自由现金流	(980)	1748	4057	4136
EV/EBITDA	12.0	9.9	8.8	8.0	权益自由现金流	2245	1285	4053	4138

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032