



中国巨石(600176.SH)

# 【联讯建材中报点评】中国巨石(600176):短期盈利承压不掩长期龙头价值

2019年08月23日

事项:

## 增持(维持)

当前价: 8.73 元

目标价: 元

分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001

电话: 0755-83331495

邮箱: liuping\_bf@lxsec.com

### 相关研究

《中国巨石(600176) - 【联讯建材年报点评】中国巨石(600176): 盈利能力大幅提升, 全面升级打造全球玻纤巨头》2018-03-20

《中国巨石(600176) - 【联讯建材公司深度】中国巨石(600176): 世界级玻纤龙头再升级》2019-03-19

近期公司发布 2019 年中期报告。报告期内, 公司实现营业收入 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%; 归母扣非净利为 9.66 亿元, 同比下降 23.77%。基本每股收益为 0.30 元/股, 同比下降 16.67%。

### 评论:

#### ◇ 上半年受价格下降以及成本上升影响, 玻纤纱及制品毛利率受到影响

2019 年上半年公司玻纤纱及制品实现收入 47.91 亿元, 同比下降 0.78%, 占 2019 年上半年营业收入的比例为 94.63%, 营业成本 27.81 亿元, 同比增长 8.72%, 2019 年玻纤及制品业务毛利率 41.95%, 同比下降 5.07 个百分点。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, 而原材料和燃料成本上涨, 导致毛利率出现下滑。

#### ◇ Q2 单季度利润率下滑主要受三方面原因影响

Q2 单季度来看, 公司收入 25.66 亿元, 同比上升 1.70 个百分点; 营业成本 19.48 亿元, 同比上升 11.57%; 毛利率 24.08%, 同比下滑 6.71 个百分点; 归母净利润 5.55 亿元, 同比下降 14.61%, 较 Q1 净利润 19.14% 的降幅有所收窄, 净利润同比下滑我们判断主要原因如下: 一是产品价格下降, 二是外销产品受人民币贬值的不利影响致使国外营收同比下降 0.28%, 三是原材料成本以及燃料成本大幅上涨, 成本上升是影响毛利率下降最大的原因。

#### ◇ 期间费用率均随收入规模的扩大略有上升

报告期公司期间费用率 17.44%, 较去年同期上升 3.3 个百分点, 其中销售、管理(含研发)和财务费用率分别为 4.42%、8.21%和 4.81%, 同比分别上升 0.53、1.39 和 1.29 个百分点, 其中销售费用率上升是由于本期销量增加导致运输费增长较快所致, 管理费用率上涨是由于本期租赁等费用上涨所致, 财务费用率增加是由于短期借款本期同比增长 22.67%、应付债券本期同比增长 200.24%所致。

#### ◇ 在建项目完工进度理想, 未来产能有望提高

公司近三年将处于资本开支高峰, 目前 7 大在建工程同时进行, 公司上半年巨石美国年产 9.6 万吨无碱玻璃纤维池窑项目已经完工 95%, 累计投入 23.52 亿元。巨石九江年产 12 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线建设项目已经完工 100%, 累计投入 0.24 亿元。巨石集团年产 30 万吨玻璃纤维智能制造生产线建设项目累计投入 1.32 亿元, 完工进度 100%。巨石集团年产 6 万吨电子纱暨年产 2 亿米电子布生产线项目、巨石集团年产 30 万吨玻璃纤维智能制造、巨石埃及生产基地建设配套工程项目、巨石集团成都有限公司年产 25 万吨玻璃分别完工 90%、50%、85%以及 15%, 预期近几年产能将不断上升。

#### ◇ 公司已做好应对美国贸易战征加关税造成的影响



随着公司不断发展壮大，面临的贸易保护挑战也越来越大。2018年7月10日晚间，美国贸易代表办公室发布“针对中国商品征收关税”的通知，美国政府拟进一步对约2,000亿美元中国商品加征10%的关税，商品清单包括服装、电视部件、冰箱等消费品，以及其他高科技产品，公司玻纤产品涉及其中。2019年5月10日，美国贸易代表办公室正式宣布，对2000亿美元中国输美商品加征的关税由10%提高到25%。

公司美国生产基地已正式点火投产，目前来看该征加关税的风险影响正进一步弱化。未来公司将继续做好各个区域的市场开发和客户沟通，同时加强跟踪外部环境变化情况，对可能存在的风险提前做好预案和准备。

#### ◇ 维持“增持”评级

我们预计公司2019-2021年收入分别为106.9、119.5和130.4亿元，同比分别增加6.5%、11.8%和9.1%，净利润分别为21.01、23.4和26.7亿元，同比分别增长-11.5%、11.4%和13.9%，EPS分别为0.60、0.67和0.96元，对应19-21年PE分别为18/17/15x。公司目前正在积极扩大产能，并向智能化生产以及提高高端玻纤产品比重的产品结构转型。短期看，玻纤产品价格波动可能拖累公司业绩，但长期看，随着公司竞争力的进一步增强及小企业的淘汰，公司的市场份额和话语权将持续提升，维持“增持”评级。

#### ◇ 风险提示

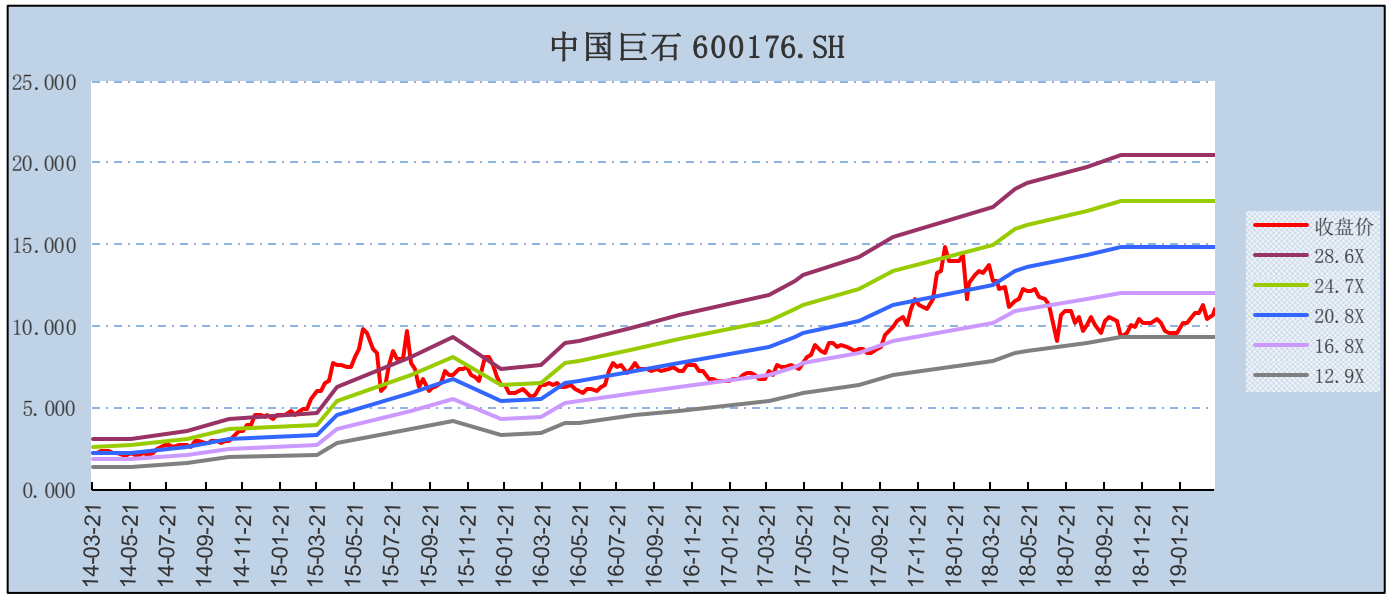
相关税收政策变化的风险；

人民币汇率和贷款利率的而风险；

原材料、燃料价格变化的风险；



图表1: PE Band



资料来源: Wind, 联讯证券



## 附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1504	1500	1500	1500	营业收入	10032	10689	11951	13040
应收款项	3503	4685	5239	5716	营业成本	5507	6228	6956	7581
存货净额	1675	1488	1536	1644	营业税金及附加	86	107	120	130
其他流动资产	595	2458	2749	2999	销售费用	386	385	418	443
流动资产合计	7276	10132	11023	11860	管理费用	538	896	988	1063
固定资产	20576	22094	23904	22173	财务费用	341	633	741	706
无形资产及其他	599	579	559	539	投资收益	76	60	60	60
投资性房地产	710	710	710	710	资产减值及公允价值变动	(140)	(43)	(48)	(52)
长期股权投资	1209	1225	1241	1257	其他收入	(273)	30	30	30
资产总计	30370	34740	37437	36539	营业利润	2837	2487	2769	3155
短期借款及交易性金融负债	8066	10699	12012	9408	营业外净收支	(13)	0	0	0
应付款项	3450	2019	2084	2231	利润总额	2824	2487	2769	3155
其他流动负债	820	2930	3072	3290	所得税费用	439	373	415	473
流动负债合计	12336	15648	17169	14930	少数股东损益	11	13	14	16
长期借款及应付债券	3053	3053	3053	3053	归属于母公司净利润	2374	2101	2340	2666
其他长期负债	401	401	401	401					
长期负债合计	3454	3454	3454	3454	现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	15790	19102	20623	18384	净利润	2374	2101	2340	2666
少数股东权益	342	349	356	364	资产减值准备	69	983	69	(47)
股东权益	14238	15289	16459	17791	折旧摊销	993	2476	3092	3445
负债和股东权益总计	30370	34740	37437	36539	公允价值变动损失	140	43	48	52
					财务费用	341	633	741	706
关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E	营运资本变动	1874	(1198)	(614)	(518)
每股收益	0.68	0.60	0.67	0.76	其它	(63)	(976)	(62)	54
每股红利	0.34	0.30	0.33	0.38	经营活动现金流	5387	3429	4873	5653
每股净资产	4.07	4.37	4.70	5.08	资本开支	(6816)	(5000)	(5000)	(1700)
ROIC	13%	10%	10%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	17%	14%	14%	15%	投资活动现金流	(6842)	(5016)	(5016)	(1716)
毛利率	45%	42%	42%	42%	权益性融资	217	0	0	0
EBIT Margin	35%	29%	29%	29%	负债净变化	29	0	0	0
EBITDA Margin	45%	52%	55%	56%	支付股利、利息	(1177)	(1051)	(1170)	(1333)
收入增长	16%	7%	12%	9%	其它融资现金流	3196	2634	1313	(2604)
净利润增长率	10%	-11%	11%	14%	融资活动现金流	1116	1583	143	(3937)
资产负债率	53%	56%	56%	51%	现金净变动	(338)	(4)	0	0
息率	3.1%	2.7%	3.0%	3.5%	货币资金的期初余额	1842	1504	1500	1500
P/E	16.2	18.3	16.5	14.5	货币资金的期末余额	1504	1500	1500	1500
P/B	2.7	2.5	2.3	2.2	企业自由现金流	(980)	(1110)	426	4476
EV/EBITDA	12.0	10.4	9.0	7.8	权益自由现金流	2245	986	1109	1272

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017年10月加入联讯证券研究院，现任建筑建材行业首席分析师。证书编号：S0300517100001。

## 研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)