粤开证券 YUEKAI SECURITIES

中国巨石(600176.SH)

【粤开建材年报点评】中国巨石（600176）：基本面磨底不改长期竞争优势

2020 年 03 月 23 日

增持(维持)

当前价： 8.01 元
目标价： 元

分析师：刘萍
执业编号：S0300517100001
电话：0755-83331495
邮箱：liuping_bf@ykzq.com

近期报告

《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

《中国巨石（600176）_【联讯建材年报点评】中国巨石（600176）：成本端竞争优势持续强化》2019-03-21

《中国巨石（600176）_【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》2019-08-24

事项：

公司近期发布 2019 年年报，报告期内实现营业收入 104.93 亿元，同比增长 4.59%，实现归母净利润 21.29 亿元，同比下降 10.32%，基本每股收益 0.61 元/股，同比下滑 10.33%，符合我们此前预期。此外，公司拟 10 派 1.93 元（含税）。

评论：

全年玻纤纱及制品收入增速放缓，毛利率大幅下滑受玻纤价格及新收入准则影响

2019 年公司玻纤纱及制品实现收入 99.4 亿元，同比增长 4.21%，营业成本 62.77 亿元，同比增长 24.3%，成本增长显著快于收入。2019 年玻纤及制品业务毛利率 36.85%，同比下滑 10.2 个百分点，一方面是原部分销售费用重分类至营业成本所致，另一方面受供给端大幅放量的影响，2019 年玻纤价格一路下滑。公司 2019 年销量持续一定程度增长，考虑到随着产能的逐渐消化，厂家库存开始下降，行业底部或已确认，2020 年玻纤价格有望企稳，公司依靠其优秀的竞争力，毛利率有望回转走高。

Q4 单季度收入利润显著上升

从 Q4 单季度来看，公司收入 27.55 亿元，同比上升 14.64 个百分点，毛利率 22.95%，同比下滑 22.21 个百分点，主要受新收入准则影响；归母净利润 5.80 亿元，同比上升 25.70 个百分点，Q4 净利润上升我们判断一方面由于上一年 Q4 当季计提约 9200 万资产减值导致同比基数较低，另一方面因电子布在 Q4 价格有所提升。

期间费用率下降受新收入准则影响，财务费用升高

报告期公司期间费用率 13.95%，较去年同期降低 1.54 个百分点，其中销售、管理、财务和研发费用率分别为 0.84%、5.50%、2.70%和 4.91%，同比分别上升-3.00、0.13、1.51 个百分点，销售费用大幅下降为报告期适用新收入准则后原部分销售费用重分类至营业成本所致，财务费用率上升为报告期有息负债增加使得利息支出增加所致。

多项目建成投产高标准运营，产销全球化更进一步

国内产能方面，桐乡总部智能制造基地一粗一细两条生产线管控到位，各项经济技术指标超出预期，创造了智能制造的新效率和新标杆。巨石成都年产 25 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线项目朝着既定目标稳步推进。美国项目正式投产，2019 年虽亏损，有望于 2020 年实现盈亏平衡。巨石埃及重心从工程建设转到稳定运营，在提效降本、配套保障、属地管理上有重大进步，发挥海外项目的桥头堡作用，改善公司全球资源配置和“以外供外”调度。印度项目前期工作持续推进，建设前的各项调研、准备、报批、设计工作有序开展，第三个海外生产基地建设蓄势待发。

智能制造带动生产效率大幅提高，多款高性能新产品丰富结构

公司以桐乡总部智能制造基地为样板，持续深入推进五大生产基地生产线对标竞赛，各条生产线均保持高位稳定运行，人均效率屡创新高，先进智能制造优势凸显。全年粗

纱产量实现双位数增长,随着桐乡新材料智能制造基地年产 6 万吨电子纱暨年产 2 亿米电子布生产线项目满产运行，公司电子布产量同比大幅增长，规模优势日益稳固。

E7 配方成功升级，拉伸模量不断提高、配合料成本不断降低；E8 高模量配方成功实现池窑生产；玻璃配方体系不断优化改进，配方专利国际保护网络持续完善。全年开发超高性能风力叶片用纱、通用型直接纱、高压管道用纱、高性能 PP 短纤、高表面卫浴 SMC 用纱、高强特高压复合绝缘子用纱、高性能增强 PP 和 PBT 用增强纱、电缆包覆 LFT 直接纱、1080 薄布等新产品 9 项，并且在原料自制、浸润剂性能改良、电子纱池窑设计应用等方面取得显著成效。

维持“增持“评级

我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 112.7、126.3 和 134.5 亿元，同比分别增加 7.4%、12.0%和 6.5%，净利润分别为 20.8、24.0 和 26.0 亿元，同比分别增长-2.5%、15.5%和 8.3%，EPS 分别为 0.59、0.68 和 0.74 元，对应 19-21 年 PE 分别为 14/12/11x。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。受疫情影响，短期看，需求端存在一定不确定性，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；

附录：公司财务预测表（百万元）

图表1：此处录入标题

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E		利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1446	1500	1500	2559		营业收入	10493	11274	12632	13454
应收款项	1496	1544	1730	1843		营业成本	6773	7124	7928	8469
存货净额	2070	1604	1709	1783		营业税金及附加	61	68	76	81
其他流动资产	4135	4397	4926	5247		销售费用	88	90	101	108
流动资产合计	9150	9047	9868	11435		管理费用	577	940	1037	1103
固定资产	21785	22842	24464	22550		财务费用	515	614	663	629
无形资产及其他	803	776	750	723		投资收益	64	60	60	60
投资性房地产	635	635	635	635		资产减值及公允价值变动	47	(45)	(51)	(54)
长期股权投资	1231	1247	1263	1279		其他收入	(67)	0	0	0
资产总计	33604	34548	36979	36622		营业利润	2524	2454	2836	3071
短期借款及交易性金融负债	7009	7852	8831	7000		营业外净收支	13	0	0	0
应付款项	2411	1822	1942	2026		利润总额	2537	2454	2836	3071
其他流动负债	2246	1903	2043	2140		所得税费用	424	393	454	491
流动负债合计	11666	11578	12816	11166		少数股东损益	(15)	(15)	(17)	(18)
长期借款及应付债券	5346	5346	5346	5346		归属于母公司净利润	2129	2076	2399	2597
其他长期负债	512	512	512	512						
长期负债合计	5858	5858	5858	5858		现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	17524	17435	18673	17024		净利润	2129	2076	2399	2597
少数股东权益	434	428	422	415		资产减值准备	(58)	1096	49	(59)
股东权益	15647	16685	17884	19183		折旧摊销	1102	2784	3306	3646
负债和股东权益总计	33604	34548	36979	36622		公允价值变动损失	(47)	45	51	54
						财务费用	515	614	663	629
关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E		营运资本变动	(1459)	365	(513)	(385)
每股收益	0.61	0.59	0.68	0.74		其它	52	(1101)	(55)	52
每股红利	0.38	0.30	0.34	0.37		经营活动现金流	1719	5264	5236	5905
每股净资产	4.47	4.76	5.11	5.48		资本开支	(2242)	(5000)	(5000)	(1700)
ROIC	10%	9%	10%	10%		其它投资现金流	(2)	0	0	0
ROE	14%	12%	13%	14%		投资活动现金流	(2266)	(5016)	(5016)	(1716)
毛利率	35%	37%	37%	37%		权益性融资	103	0	0	0
EBIT Margin	29%	27%	28%	27%		负债净变化	495	0	0	0
EBITDA Margin	39%	52%	54%	55%		支付股利、利息	(1314)	(1038)	(1199)	(1299)
收入增长	5%	7%	12%	7%		其它融资现金流	2023	844	979	(1831)
净利润增长率	-10%	-2%	16%	8%		融资活动现金流	490	(195)	(220)	(3130)
资产负债率	53%	52%	52%	48%		现金净变动	(58)	54	0	1059
息率	4.7%	3.7%	4.3%	4.6%		货币资金的期初余额	1504	1446	1500	1500
P/E	13.2	13.5	11.7	10.8		货币资金的期末余额	1446	1500	1500	2559
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5		企业自由现金流	(104)	713	725	4663
EV/EBITDA	11.1	7.8	6.9	6.1		权益自由现金流	2414	1041	1147	2303

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院

分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017 年 10 月加入粤开证券研究院，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@ykzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@ykzq.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

粤开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

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，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。

本报告基于粤开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。粤开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“粤开证券研究”，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 楼粤开证券（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.ykzq.com