

中国巨石 (600176)

收入实现正增长，盈利能力有望改善

事件

报告期内，公司实现营业收入 104.93 亿元，同比增长 4.59%；归属于上市公司股东的净利润 21.29 亿元，比上年同期降低 10.32%。

收入实现正增长，利润端阶段性承压

报告期内公司玻纤纱及制品实现营业收入为 99.39 亿元，同增 4.21%，其中公司主要产品粗纱销量实现双位数增长，可推知公司产品单位售价出现下滑，营业成本同增 22.99%，价格下降、成本增加叠加使得毛利率下降 9.65 个百分点，主要原因是原部分销售费用重分类至营业成本所致，将为公司履行合同发生的运输费、港杂报关费及佣金计入营业成本。从收入结构来看，海外收入同比下滑 1.59%，我们预计同中美贸易摩擦影响有关，在此情形下，国内收入实现较快增长，同比增长 9.19%。费用端来看，公司财务费用阶段性增加，我们预计同公司项目建设所需资金增加有关。

产能优势有望进一步凸显

公司整体产能建设稳步提升，产品结构优化齐头并进。报告期内，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，E8 配方实现池窑生产，开发 9 项新产品，产品结构进一步优化。同时，巨石成都项目正在稳步推进，美国项目投产后 2020 年有望进一步提升效益，印度项目前期工作持续推进。未来公司产能优势有望进一步凸显，产品结构优化和海外市场开拓将会持续增强公司的竞争优势。

行业有望底部回暖，公司有望受益

根据公司公告，2019 年中国玻璃纤维纱总产量达到 527 万吨，同比增长 12.61%。其中，电子纱、普通增强纱、热塑纱等玻纤纱品种增长明显，导致市场供需失衡，价格长期低位，同时 2019 年玻纤规模以上企业主营业务收入同比下降 1.40%，利润总额同比下降 24.90%，是自 2011 年以来，行业主营收入首次出现同比下降，同时也是自 2014 年以来，利润总额增速首次低于主营业务收入增速。我们认为伴随着 2019 年新增产能影响的逐步消化，行业供需格局有望在 2020 年边际改善，价格有望企稳并进入上行通道，公司作为行业龙头企业有望充分受益。单从公司 2019 年 Q4 单季的经营表现来看，公司单季度实现收入增速 14.65%，增速快于全年增速，单季度实现归母净利增速 25.70%，扣非归母净利 Q4 单季降幅 16.2%，降幅收窄，可见公司经营情况在 2019Q4 已经开始改善。

盈利预测，由于行业基本面有望改善，我们预计公司 2020、21 年的净利润由 24.02 亿元、28.34 亿元调整为 25.21 亿元，29.10 亿元，对应 EPS 为 0.72 元、0.83 元，对应 PE 为 11.13X、9.64X，维持“增持”评级。

风险提示：国内需求不及预期，海外需求大幅下滑，项目建设低于预期。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,032.42	10,493.29	11,857.42	12,806.01	13,830.50
增长率(%)	15.96	4.59	13.00	8.00	8.00
EBITDA(百万元)	4,444.03	4,207.56	4,262.03	4,632.77	5,087.03
净利润(百万元)	2,373.98	2,128.87	2,521.28	2,909.74	3,351.87
增长率(%)	10.43	(10.32)	18.43	15.41	15.19
EPS(元/股)	0.68	0.61	0.72	0.83	0.96
市盈率(P/E)	11.82	13.18	11.13	9.64	8.37
市净率(P/B)	1.97	1.79	1.62	1.45	1.29
市销率(P/S)	2.80	2.67	2.37	2.19	2.03
EV/EBITDA	9.81	11.73	9.31	7.03	6.75

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	8.01 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)	28,053.48
流通 A 股市值(百万元)	28,053.48
每股净资产(元)	4.47
资产负债率(%)	52.15
一年内最高/最低(元)	12.63/7.66

作者

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

侯星辰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518090004
houxingchen@tfzq.com

股价走势



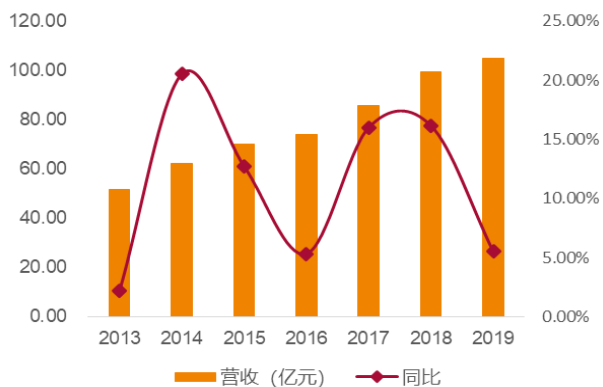
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中国巨石-季报点评:盈利能力承压，单季营收增速提升》 2019-10-23
- 《中国巨石-半年报点评:业绩降幅收窄，经营情况趋于稳定》 2019-08-22
- 《中国巨石-季报点评:业绩阶段性承压，行业拐点渐近》 2019-04-26

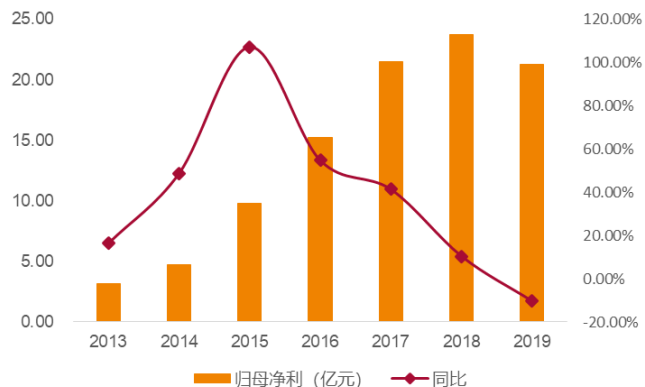


图 1：公司近年营收及同比情况



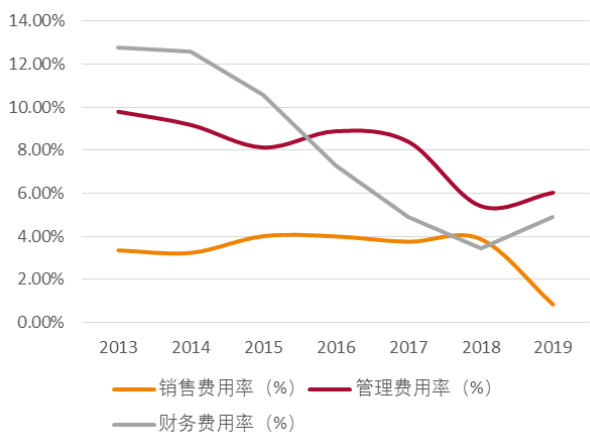
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及同比情况



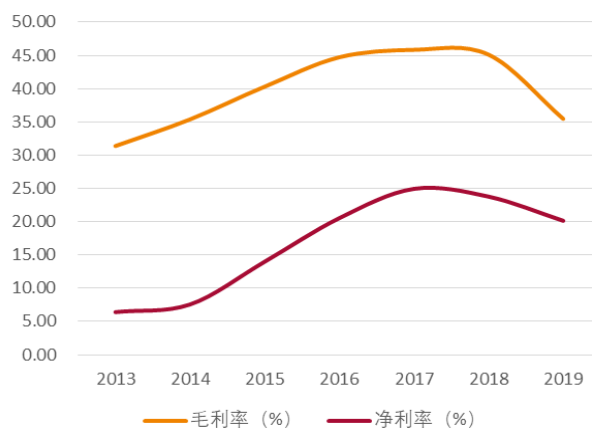
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：公司近年期间费用率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司近年毛利率、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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,503.70	1,446.17	1,634.17	1,764.90	1,906.10
应收票据及应收账款	3,364.30	1,360.94	6,171.47	671.32	6,718.89
预付账款	130.30	127.97	417.26	93.77	401.37
存货	1,675.12	2,069.97	2,074.92	2,312.73	2,394.57
其他	603.00	4,145.23	1,891.47	2,238.24	2,787.36
流动资产合计	7,276.42	9,150.28	12,189.29	7,080.96	14,208.29
长期股权投资	1,209.29	1,230.95	1,230.95	1,230.95	1,230.95
固定资产	16,419.01	19,596.98	19,987.37	19,829.47	19,342.59
在建工程	4,156.85	2,187.73	1,912.64	1,147.58	688.55
无形资产	599.00	803.15	786.36	769.57	752.77
其他	709.89	635.15	640.93	661.33	644.87
非流动资产合计	23,094.04	24,453.96	24,558.25	23,638.90	22,659.74
资产总计	30,370.46	33,604.24	36,747.54	30,719.86	36,868.03
短期借款	4,931.43	6,610.55	7,198.02	520.13	2,464.47
应付票据及应付账款	3,449.94	2,411.22	4,181.45	3,118.17	4,402.73
其他	3,954.57	2,644.26	2,862.94	3,030.73	3,107.11
流动负债合计	12,335.94	11,666.03	14,242.40	6,669.03	9,974.31
长期借款	2,653.32	3,148.65	3,000.00	2,500.00	2,656.87
应付债券	399.35	2,197.41	1,364.04	1,320.27	1,627.24
其他	401.47	511.61	403.92	439.00	451.51
非流动负债合计	3,454.14	5,857.67	4,767.96	4,259.27	4,735.62
负债合计	15,790.08	17,523.71	19,010.36	10,928.30	14,709.92
少数股东权益	342.13	433.91	449.13	466.69	486.92
股本	3,502.31	3,502.31	3,502.31	3,502.31	3,502.31
资本公积	3,438.42	3,438.67	3,438.67	3,438.67	3,438.67
留存收益	10,676.30	12,020.84	13,785.74	15,822.56	18,168.87
其他	(3,378.78)	(3,315.20)	(3,438.67)	(3,438.67)	(3,438.67)
股东权益合计	14,580.38	16,080.54	17,737.18	19,791.56	22,158.10
负债和股东权益总	30,370.46	33,604.24	36,747.54	30,719.86	36,868.03

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,384.83	2,113.46	2,521.28	2,909.74	3,351.87
折旧摊销	993.02	1,102.30	901.50	939.75	962.70
财务费用	351.43	519.16	364.51	226.14	121.55
投资损失	(75.57)	(64.24)	(60.00)	(60.00)	(60.00)
营运资金变动	459.86	(2,709.72)	(1,978.38)	4,114.36	(5,099.00)
其它	(251.57)	1,807.64	33.82	38.06	40.73
经营活动现金流	3,862.01	2,768.60	1,782.73	8,168.06	(682.15)
资本支出	6,899.67	2,426.38	1,107.69	(35.08)	(12.51)
长期投资	25.36	21.66	0.00	0.00	0.00
其他	(12,442.13)	(7,226.20)	(2,064.89)	74.08	51.51
投资活动现金流	(5,517.10)	(4,778.16)	(957.20)	39.00	39.00
债权融资	11,118.23	12,354.77	12,961.61	5,984.34	7,895.80
股权融资	(195.97)	(451.15)	(487.99)	(226.14)	(121.55)
其他	(9,759.26)	(9,874.13)	(13,111.15)	(13,834.53)	(6,989.91)
筹资活动现金流	1,163.00	2,029.49	(637.53)	(8,076.33)	784.34
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(492.09)	19.92	188.00	130.73	141.19

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,032.42	10,493.29	11,857.42	12,806.01	13,830.50
营业成本	5,506.84	6,772.70	7,410.89	7,939.73	8,436.60
营业税金及附加	85.54	61.35	71.14	76.84	82.98
营业费用	385.69	88.31	94.86	102.45	110.64
管理费用	538.11	576.84	628.44	678.72	733.02
研发费用	288.77	283.81	320.15	345.76	373.42
财务费用	341.23	515.24	364.51	226.14	121.55
资产减值损失	108.97	(5.89)	50.00	50.00	50.00
公允价值变动收益	(31.47)	41.48	18.60	20.50	20.50
投资净收益	75.57	64.24	60.00	60.00	60.00
其他	(103.67)	(428.31)	(157.20)	(161.00)	(161.00)
营业利润	2,836.85	2,523.52	2,996.03	3,466.88	4,002.77
营业外收入	20.06	28.30	70.00	70.00	70.00
营业外支出	32.88	14.83	10.00	10.00	10.00
利润总额	2,824.03	2,536.98	3,056.03	3,526.88	4,062.77
所得税	439.19	423.52	519.52	599.57	690.67
净利润	2,384.83	2,113.46	2,536.50	2,927.31	3,372.10
少数股东损益	10.86	(15.41)	15.22	17.56	20.23
归属于母公司净利润	2,373.98	2,128.87	2,521.28	2,909.74	3,351.87
每股收益(元)	0.68	0.61	0.72	0.83	0.96

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	15.96%	4.59%	13.00%	8.00%	8.00%
营业利润	13.78%	-11.04%	18.72%	15.72%	15.46%
归属于母公司净利润	10.43%	-10.32%	18.43%	15.41%	15.19%
获利能力					
毛利率	45.11%	35.46%	37.50%	38.00%	39.00%
净利率	23.66%	20.29%	21.26%	22.72%	24.24%
ROE	16.67%	13.61%	14.58%	15.06%	15.47%
ROIC	13.50%	10.57%	10.40%	10.61%	14.37%
偿债能力					
资产负债率	51.99%	52.15%	51.73%	35.57%	39.90%
净负债率	65.94%	67.84%	63.86%	21.32%	27.03%
流动比率	0.59	0.78	0.86	1.06	1.42
速动比率	0.45	0.61	0.71	0.71	1.18
营运能力					
应收账款周转率	2.92	4.44	3.15	3.74	3.74
存货周转率	6.68	5.60	5.72	5.84	5.88
总资产周转率	0.36	0.33	0.34	0.38	0.41
每股指标(元)					
每股收益	0.68	0.61	0.72	0.83	0.96
每股经营现金流	1.10	0.79	0.51	2.33	-0.19
每股净资产	4.07	4.47	4.94	5.52	6.19
估值比率					
市盈率	11.82	13.18	11.13	9.64	8.37
市净率	1.97	1.79	1.62	1.45	1.29
EV/EBITDA	9.81	11.73	9.31	7.03	6.75
EV/EBIT	12.63	15.89	11.80	8.81	8.33

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