

证券研究报告—动态报告

建材

其他建材 II

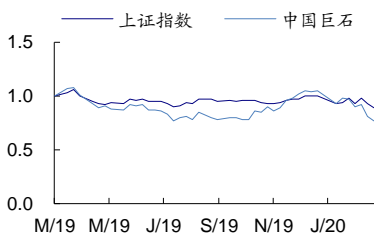
中国巨石(600176)
买入

2019 年年报点评

(维持评级)

2020 年 03 月 24 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)	28,053/28,053
上证综指/深圳成指	2,746/10,150
12个月最高/最低(元)	12.63/7.66

相关研究报告:

《中国巨石-600176-2019 年中报点评: 业绩阶段性承压, 持续发展后劲足》——2019-08-22
 《中国巨石-600176-2018 年年报点评: 业绩稳健增长, 持续看好中长期发展》——2019-03-21
 《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

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码: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

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

联系人: 冯梦琪

电话:
 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
业绩符合预期, 积极因素逐步积累
● 非经常性损益增厚利润, 全年业绩符合预期

2019 年公司实现营业收入 104.93 亿元, 同增 4.59%, 实现归母净利润 21.29 亿元, 同降 10.32%, 扣非归母净利润 18.56 亿元, 同降 22.51%, 其中非经常性损益增厚利润 2.72 亿元, 主要为非流动资产处置损益 1.29 亿元和政府补助 1.44 亿元, EPS 为 0.6078 元/股, 并拟 10 派 1.93 元(含税); Q4 单季度实现营业收入 27.55 亿元, 同增 14.64%, 归母净利润 5.8 亿元, 同增 25.7%。

● 盈利阶段性承压, 积极因素逐步积累

2019 年公司玻纤纱及制品实现营业收入 99.39 亿元, 同增 4.21%, 占全部收入比例为 94.71%, 毛利率同降 10.2 个百分点至 36.85%, 毛利率同比大幅降低: 1) 产能集中扩张叠加市场需求放缓, 导致部分品种玻纤价格持续大幅回落, 2) 原部分销售费用重分类至营业成本所致; 但 Q4 季度以来, 玻纤价格走势趋稳, 同时公司产品结构持续优化, 预计盈利能力有望逐步回升。分地区来看, 国内收入同比增长 9.19%, 占比 57.64%, 较上年提升 2.56 个百分点, 国外收入同比下降 1.59%, 主要受贸易摩擦持续升级影响, 目前美国生产基地已正式点火投产, 同时公司针对高关税和“双反”政策, 及时调整国内外生产基地产品结构和内外销比例, 预计风险影响有望弱化。

● 现金流同步承压, 负债率总体可控并有望进一步优化

受盈利下滑影响, 经营性现金流同步承压, 报告期实现经营性净现金流 27.69 亿元, 同比下滑 28.3%。资产负债率总体平稳, 较上年末增加 0.16 个百分点至 52.15%, 抗风险能力较强, 同时 1 月 23 日公司公告拟公开挂牌转让巨石埃及 24.99% 股权, 有望为公司加快国际化进程提供一定资金支持, 在稳定资产负债率同时探索出新型发展道路。

● 智能制造与全球布局齐头并进, 高质量发展可期, 维持“买入”

公司作为全球最大玻纤制造商, 目前美国项目已顺利投产, 埃及项目稳定运营, 印度项目前期工作持续推进, “三地五洲”战略稳步实施; 同时国内智能制造基地一期投产并超预期运行, 二期已顺利开工, 先进制造优势不断加强, 降本增效仍将持续, 为中长期高质量的增长蓄势。预计 20-22 年 EPS 分别为 0.68/0.77/0.89 元/股, 对应 PE 为 11.8/10.4/9.0x, 维持“买入”评级。**风险提示:** 全球宏观经济失速; 供给端超预期增加; 贸易摩擦持续升级

盈利预测和财务指标

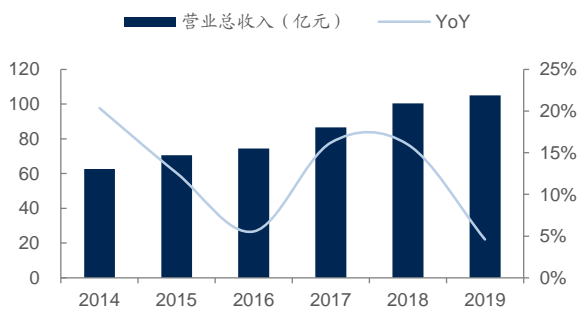
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,032	10,493	11,522	12,764	14,208
(+/-%)	16.0%	4.6%	9.8%	10.8%	11.3%
净利润(百万元)	2374	2129	2376	2708	3109
(+/-%)	10.4%	-10.3%	11.6%	14.0%	14.8%
摊薄每股收益(元)	0.68	0.61	0.68	0.77	0.89
EBIT Margin	35.0%	28.5%	28.8%	29.3%	29.8%
净资产收益率(ROE)	16.7%	13.6%	13.9%	14.5%	15.1%
市盈率(PE)	11.8	13.2	11.8	10.4	9.0
EV/EBITDA	9.7	11.1	8.4	7.8	7.3
市净率(PB)	1.97	1.79	1.64	1.50	1.36

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

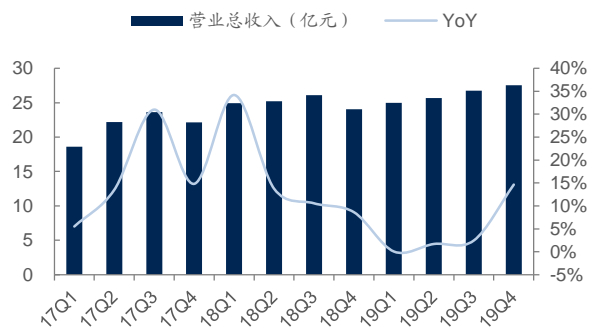
非经常性损益增厚利润，全年业绩符合预期。2019 年公司实现营业收入 104.93 亿元，同比增长 4.59%，实现归母净利润 21.29 亿元，同比下滑 10.32%，扣非归母净利润 18.56 亿元，同比下滑 22.51%，其中非经常性损益增厚利润合计 2.72 亿元，主要为非流动资产处置损益 1.29 亿元和政府补助 1.44 亿元，EPS 为 0.6078 元/股，并拟 10 派 1.93 元（含税）；Q4 单季度实现营业收入 27.55 亿元，同比增长 14.64%，归母净利润 5.8 亿元，同比增长 25.7%。

图 1：公司营业收入及同比增速



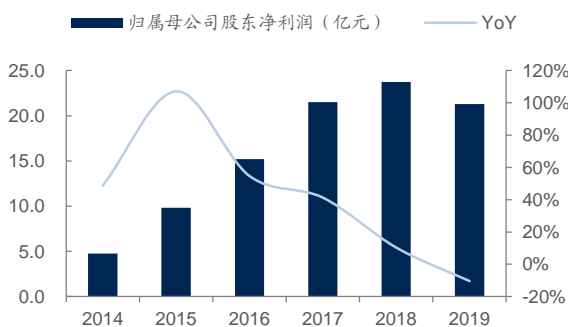
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及同比增速



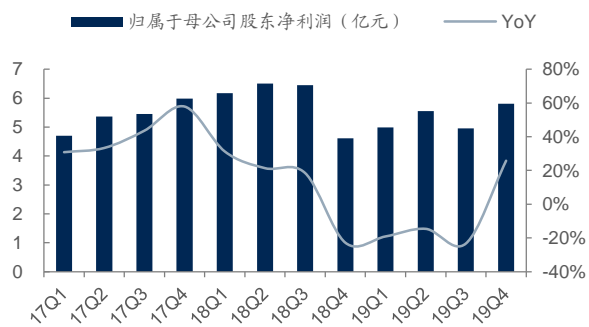
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

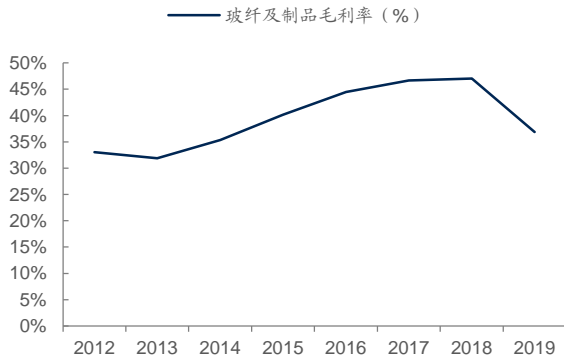
图 4：公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

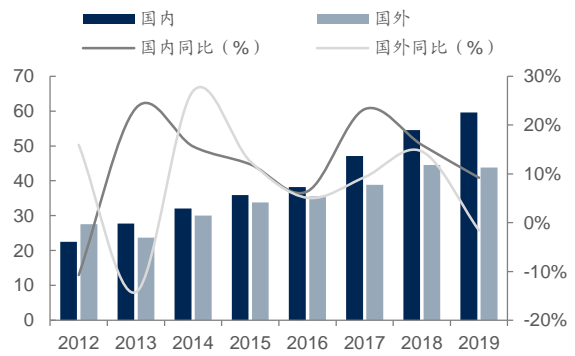
盈利阶段性承压，积极因素逐步积累。2019 年公司玻纤纱及制品实现营业收入 99.39 亿元，同增 4.21%，占全部收入比例为 94.71%，毛利率同降 10.2 个百分点至 36.85%，毛利率同比大幅降低：1) 产能集中扩张叠加市场需求放缓，导致部分品种玻纤价格持续大幅回落，2) 原部分销售费用重分类至营业成本所致；但 Q4 季度以来，玻纤价格走势趋稳，同时公司产品结构持续优化，预计盈利能力有望逐步回升。分地区来看，国内收入同比增长 9.19%，占比 57.64%，较上年提升 2.56 个百分点，国外收入同比下降 1.59%，主要受贸易摩擦持续升级影响，目前美国生产基地已正式点火投产，同时公司针对高关税和“双反”政策，及时调整国内外生产基地产品结构和内外销比例，预计风险影响有望弱化。

图 5：公司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

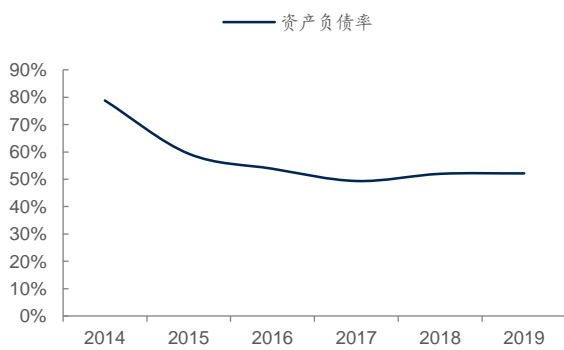
图 6：公司分地区收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

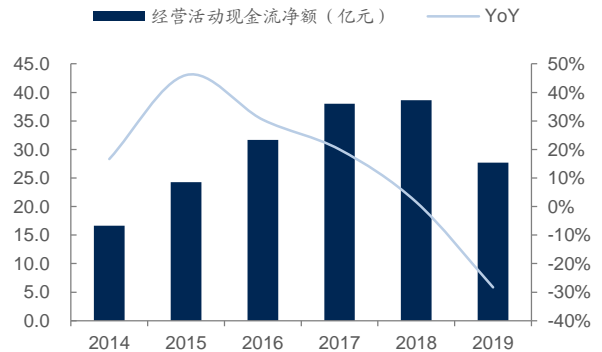
现金流同步承压，负债率总体可控并有望进一步优化。受盈利下滑影响，经营性现金流同步承压，报告期实现经营性净现金流 27.69 亿元，同比下滑 28.3%。资产负债率总体平稳，较上年末增加 0.16 个百分点至 52.15%，抗风险能力较强，同时 1 月 23 日公司公告拟公开挂牌转让巨石埃及 24.99% 股权，有望为公司加快国际化进程提供一定资金支持，在稳定资产负债率同时探索出新型发展道路。

图 7：公司资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司经营活动现金流净额及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：智能制造与全球布局齐头并进，持续增强高质量发展后劲，维持“买入”评级。公司作为全球最大的玻纤专业制造商，目前美国项目已顺利投产运行，埃及项目稳定运营，印度项目前期工作持续推进，国内成都基地整厂搬迁项目稳步推进，“三地五洲”战略稳步实施；同时国内智能制造基地一期投产并超预期运行，二期项目已顺利开工建设，先进智能制造优势不断加强，降本增效仍将持续，为企业中长期高质量的增长蓄势。预计 20-22 年 EPS 分别为 0.68/0.77/0.89 元/股，对应 PE 为 11.8/10.4/9.0x，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)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1446	4545	6525	9684	营业收入	10493	11522	12764	14208
应收款项	1496	1725	2007	2345	营业成本	6773	7374	8105	8951
存货净额	2070	1950	2177	2480	营业税金及附加	61	69	77	85
其他流动资产	4135	2612	3962	3816	销售费用	88	98	108	121
流动资产合计	9150	10834	14673	18328	管理费用	577	666	734	814
固定资产	21785	21687	20667	19730	财务费用	515	567	595	612
无形资产及其他	803	871	954	1054	投资收益	64	62	65	65
投资性房地产	635	635	635	635	资产减值及公允价值变动	47	35	35	35
长期股权投资	1231	1254	1277	1300	其他收入	(67)	(30)	(35)	(40)
资产总计	33604	35282	38206	41047	营业利润	2524	2815	3210	3686
短期借款及交易性金融负债	7009	8000	8400	8820	营业外净收支	13	10	10	10
应付款项	2411	2293	2586	2975	利润总额	2537	2825	3220	3696
其他流动负债	2246	1522	2023	2087	所得税费用	424	466	531	610
流动负债合计	11666	11815	13009	13882	少数股东损益	(15)	(17)	(20)	(22)
长期借款及应付债券	5346	5346	5346	5346	归属于母公司净利润	2129	2376	2708	3109
其他长期负债	512	618	726	834					
长期负债合计	5858	5964	6072	6180	现金流量表 (百万元)				
负债合计	17524	17779	19082	20062	净利润	2129	2376	2708	3109
少数股东权益	434	431	427	423	资产减值准备	(58)	4	(2)	(2)
股东权益	15647	17072	18697	20562	折旧摊销	1102	2116	2290	2386
负债和股东权益总计	33604	35282	38206	41047	公允价值变动损失	(47)	(35)	(35)	(35)
					财务费用	515	567	595	612
					营运资本变动	(1459)	728	(958)	62
					其它	52	(8)	(2)	(2)
					经营活动现金流	1719	5181	4001	5518
					资本开支	(2242)	(2100)	(1315)	(1512)
					其它投资现金流	(2)	0	0	0
					投资活动现金流	(2266)	(2124)	(1338)	(1535)
					权益性融资	103	0	0	0
					负债净变化	495	0	0	0
					支付股利、利息	(1314)	(950)	(1083)	(1244)
					其它融资现金流	2023	991	400	420
					融资活动现金流	490	41	(683)	(824)
					现金净变动	(58)	3099	1980	3159
					货币资金的期初余额	1504	1446	4545	6525
					货币资金的期末余额	1446	4545	6525	9684
					企业自由现金流	(104)	3512	3139	4474
					权益自由现金流	2414	4029	3042	4383

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.61	0.68	0.77	0.89
每股红利	0.38	0.27	0.31	0.36
每股净资产	4.47	4.87	5.34	5.87
ROIC	10%	10%	12%	14%
ROE	14%	14%	14%	15%
毛利率	35%	36%	37%	37%
EBIT Margin	29%	29%	29%	30%
EBITDA Margin	39%	47%	47%	47%
收入增长	5%	10%	11%	11%
净利润增长率	-10%	12%	14%	15%
资产负债率	53%	52%	51%	50%
息率	4.7%	3.4%	3.9%	4.4%
P/E	13.2	11.8	10.4	9.0
P/B	1.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	11.1	8.4	7.8	7.3

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