

2019年08月21日

中国巨石 (600176.SH)

归母净利润同比下降 16.83%，静待玻纤价格企稳回升

■事件：公司发布 2019 年半年报，实现营收 50.62 亿元，同比增长 0.89%；归母净利润实现 10.54 亿元，同比下降 16.83%；扣非归母净利润实现 9.66 亿元，同比下降 23.77%，业绩基本符合预期。

■玻纤价格仍处于下降趋势，毛利率降至 5 年来最低水平：受宏观需求较弱及行业产能过剩影响，玻纤价格在 2019 年上半年持续下降，尤其是电子纱降幅较大。在行业处于艰难之时，公司的成本优势体现更为明显，各分厂生产效率持续提升，一定程度上缓解了降价的压力。公司 2019 年 H1 整体毛利率为 40.44%，同比下降 5.14 个百分点，环比下降 0.75 个百分点；整体净利率为 20.84%，同比下降 4.51 个百分点，环比增长 1.04 个百分点。

三费方面，销售费用同比增长 14.44%，主要因为运输费用增加；管理费用同比增长 23.14%，主要因为美国子公司开始生产，职工薪酬有所增长，以及前期美国产品备货产生较多租赁费用；财务费用同比增长 37.75%，主要因为近年公司资本开支较大、有息负债增加较多。

■单二季度利润降幅收窄，下半年情况有望好于上半年：2019 年单二季度，公司实现营收 25.66 亿元，同比增长 1.71%，归母净利润实现 5.55 亿元，同比下降 14.64%，降幅环比一季度有所收窄。上半年，受益于市场和政策的引导，玻纤行业在控产能和调结构方面取得一定成效，产品价格的下降导致落后产能企业亏损面逐步扩大，有利于优胜劣汰以及行业的自动出清。同时，风电等下游应用领域需求正在逐渐向好，行业新增产能有望加速消化。

■资产负债率有望下降，资本开支已过高峰：公司在 2018 年资本开支较大，新增约 30 万吨产能，资金需求上升。截止 2019 年 H1，公司资产负债率为 53.71%，环比上升 0.76 个百分点。年初至今，公司共发行 3 期短融、2 期中票，累计募集金额为 28 亿元，以补充公司资金流动性；但发行利率较低，对公司财务费用影响有限。目前公司在建工程正逐渐转为固定资产，未来资本开支有望下降。

■美国项目已点火投产，有效降低加征关税的冲击：2018 年 7 月，美国政府发布通知，拟进一步对约 2000 亿美元中国商品加征 10% 关税，公司玻纤产品涉及其中；2019 年 5 月，美国政府正式宣布，对 2000 亿美元中国输美商品加征的关税由 10% 提高至 25%，造成出口美国产品受限。公司提前规划布局，美国生产基地在今年上半年如期点火，生

公司快报

证券研究报告

玻璃

投资评级 **买入-A**

维持评级

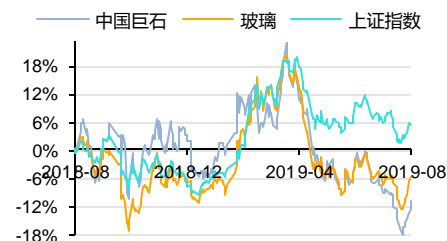
6 个月目标价：**10.5 元**

股价 (2019-08-21) **8.72 元**

交易数据

总市值 (百万元)	30,540.12
流通市值 (百万元)	30,540.12
总股本 (百万股)	3,502.31
流通股本 (百万股)	3,502.31
12 个月价格区间	8.02/12.35 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.74	-7.62	-14.97
绝对收益	-2.24	-7.28	-8.23

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002

shaoli@essence.com.cn

021-35082107

杨光

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517080001

yangguang1@essence.com.cn

010-83321033

相关报告

中国巨石：全球玻纤行业
龙头 业绩处于拐点阶段 / 2019-04-26
邵琳琳

产运行稳步推进，有效弱化了加征关税对于公司出口业务的冲击。

■**投资建议：**我们预计公司 2019 年-2021 年的收入增速分别为 1.3%、4.3%、6.8%，净利润增速分别为-10.3%、6.9%、8.4%，持续给予买入-A 的投资评级，6 个月内目标价为 10.5 元。

■**风险提示：**贸易政策的不确定性、行业去产能不达预期

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	8,651.5	10,032.4	10,166.7	10,604.9	11,325.8
净利润	2,149.8	2,374.0	2,130.4	2,276.5	2,467.1
每股收益(元)	0.61	0.68	0.61	0.65	0.70
每股净资产(元)	3.55	4.07	4.45	4.89	5.35

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	14.2	12.9	14.3	13.4	12.4
市净率(倍)	2.5	2.1	2.0	1.8	1.6
净利润率	24.8%	23.7%	21.0%	21.5%	21.8%
净资产收益率	17.2%	16.4%	13.4%	13.1%	13.0%
股息收益率	2.4%	2.6%	2.3%	2.5%	2.7%
ROIC	14.0%	13.5%	10.4%	10.0%	12.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,651.5	10,032.4	10,166.7	10,604.9	11,325.8	成长性					
减:营业成本	4,685.9	5,506.8	5,835.7	6,092.5	6,523.7	营业收入增长率	16.2%	16.0%	1.3%	4.3%	6.8%
营业税费	86.8	85.5	123.0	116.7	121.2	营业利润增长率	42.8%	13.8%	-9.2%	6.5%	8.3%
销售费用	321.3	385.7	405.7	415.7	446.2	净利润增长率	41.3%	10.4%	-10.3%	6.9%	8.4%
管理费用	719.3	538.1	700.5	697.8	746.4	EBITDA 增长率	18.4%	14.7%	-9.8%	8.0%	6.5%
财务费用	420.0	341.2	416.3	445.1	433.5	EBIT 增长率	26.6%	19.5%	-13.3%	6.6%	6.7%
资产减值损失	40.0	109.0	118.8	119.3	109.8	NOPLAT 增长率		8.2%	-7.0%	6.6%	6.8%
加:公允价值变动收益	7.6	-31.5	-	-	-	投资资本增长率	12.4%	20.5%	11.0%	-15.0%	11.2%
投资和汇兑收益	82.8	75.6	9.0	25.8	25.1	净资产增长率	13.6%	16.1%	9.4%	9.6%	9.5%
营业利润	2,493.3	2,836.8	2,575.8	2,743.6	2,970.2	利润率					
加:营业外净收支	39.8	-12.8	-11.3	-3.3	-2.3	毛利率	45.8%	45.1%	42.6%	42.6%	42.4%
利润总额	2,533.1	2,824.0	2,564.4	2,740.3	2,967.9	营业利润率	28.8%	28.3%	25.3%	25.9%	26.2%
减:所得税	375.6	439.2	424.4	453.5	489.7	净利润率	24.8%	23.7%	21.0%	21.5%	21.8%
净利润	2,149.8	2,374.0	2,130.4	2,276.5	2,467.1	EBITDA/营业收入	44.8%	44.3%	39.4%	40.8%	40.7%
						EBIT/营业收入	33.4%	34.4%	29.4%	30.1%	30.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	545	535	596	598	569
						流动营业资本周转天数	119	87	110	104	99
						流动资产周转天数	334	271	296	297	289
						应收帐款周转天数	57	49	62	56	56
						存货周转天数	56	54	61	59	59
						总资产周转天数	1,014	990	1,101	1,045	965
						投资资本周转天数	782	787	895	835	759
						投资回报率					
						ROE	17.2%	16.4%	13.4%	13.1%	13.0%
						ROA	8.7%	7.9%	6.7%	7.7%	8.0%
						ROIC	14.0%	13.5%	10.4%	10.0%	12.6%
						费用率					
						销售费用率	3.7%	3.8%	4.0%	3.9%	3.9%
						管理费用率	8.3%	5.4%	6.9%	6.6%	6.6%
						财务费用率	4.9%	3.4%	4.1%	4.2%	3.8%
						三费/营业收入	16.9%	12.6%	15.0%	14.7%	14.4%
						偿债能力					
						资产负债率	49.4%	52.0%	49.9%	41.2%	38.4%
						负债权益比	97.5%	108.3%	99.7%	70.1%	62.2%
						流动比率	1.00	0.59	0.81	0.74	0.95
						速动比率	0.83	0.45	0.66	0.58	0.76
						利息保障倍数	6.88	10.11	7.19	7.16	7.85
						分红指标					
						DPS(元)	0.21	0.23	0.20	0.22	0.24
						分红比率	33.9%	33.2%	33.5%	33.5%	33.5%
						股息收益率	2.4%	2.6%	2.3%	2.5%	2.7%

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,842.1	1,503.7	1,830.0	1,908.9	2,038.6
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	45.7	52.2	2,113.2	1,188.2	2,309.7
应收票据	2,266.7	2,117.0	2,468.4	2,349.1	2,718.2
预付帐款	317.9	130.3	375.8	171.1	389.7
存货	1,329.4	1,675.1	1,754.0	1,723.9	1,981.7
其他流动资产	749.4	464.4	921.5	711.8	699.2
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	1,183.9	1,209.3	1,209.3	1,209.3	1,209.3
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	13,415.3	16,419.0	17,242.4	18,000.0	17,803.8
在建工程	1,253.8	4,156.8	2,734.1	1,253.6	661.5
无形资产	521.3	599.0	586.7	574.4	562.0
其他非流动资产	-	-	-	-	-
资产总额	24,791.8	30,370.5	31,841.9	29,720.5	31,021.0
短期债务	4,493.0	4,931.4	6,703.6	4,273.1	5,052.4
应付帐款	1,149.3	2,072.9	1,040.5	2,175.8	1,404.7
应付票据	1,019.3	1,509.9	641.8	1,807.6	867.1
其他流动负债	-	-	-	-	-
长期借款	2,624.4	2,653.3	2,805.1	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	12,238.4	15,790.1	15,894.8	12,249.3	11,898.0
少数股东权益	104.8	342.1	351.8	362.1	373.2
股本	2,918.6	3,502.3	3,502.3	3,502.3	3,502.3
留存收益	9,615.7	10,676.3	12,093.0	13,606.9	15,247.5
股东权益	12,553.4	14,580.4	15,947.1	17,471.2	19,123.0

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,157.6	2,384.8	2,130.4	2,276.5	2,467.1
加:折旧和摊销	985.4	993.0	1,014.8	1,138.7	1,204.2
资产减值准备	40.0	109.0	-	-	-
公允价值变动损失	-7.6	31.5	-	-	-
财务费用	472.1	351.4	416.3	445.1	433.5
投资损失	-82.8	-75.6	-9.0	-25.8	-25.1
少数股东损益	7.7	10.9	9.6	10.3	11.2
营运资金的变动	-822.1	464.3	-3,145.3	3,225.3	-3,358.9
经营活动产生现金流量	3,802.8	3,862.0	416.8	7,070.0	731.8
投资活动产生现金流量	-1,280.8	-5,517.1	-394.1	-377.7	-378.4
融资活动产生现金流量	-2,302.1	1,163.0	303.6	-6,613.4	-223.7

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.61	0.68	0.61	0.65	0.70
BVPS(元)	3.55	4.07	4.45	4.89	5.35
PE(X)	14.2	12.9	14.3	13.4	12.4
PB(X)	2.5	2.1	2.0	1.8	1.6
P/FCF	45.2	218.6	31.0	35.7	31.7
P/S	3.5	3.0	3.0	2.9	2.7
EV/EBITDA	14.2	9.8	10.4	8.3	8.0
CAGR(%)	2.0%	1.3%	11.9%	2.0%	1.3%
PEG	7.3	10.0	1.2	6.9	9.6
ROIC/WACC	1.3	1.2	0.9	0.9	1.1
REP	2.2	1.5	1.7	1.8	1.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

邵琳琳、杨光声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
深圳联系人	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034