太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-08-18

公司点评报告

买入/维持

中国巨石(600176)

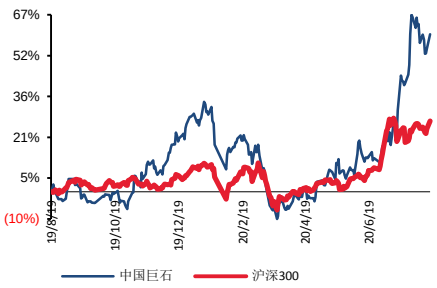
目标价：16.4

昨收盘：13.3

材料 材料II

中国巨石：最差阶段已过去，站在新一轮成长的起点

■ 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)	46,581/46,581
12 个月最高/最低(元)	13.91/7.61

相关研究报告：

中国巨石（600176）《中国巨石：短期受疫情影响业绩承压，不改长期成长趋势》--2020/04/25

中国巨石（600176）《中国巨石：短期业绩承压，不改长期成长趋势》--2020/03/23

中国巨石（600176）《中国巨石：Q3业绩依旧承压，静待行业拐点》--2019/10/22

证券分析师：闫广

电话：0755-83688850

E-MAIL：yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090001

事件：2020 年上半年公司实现营收 48.92 亿元（-3.37%），归母净利润 7.62 亿元（-27.66%），扣非归母净利润 6.92 亿元（-28.36%），其中 Q2 实现营收 24.49 亿元（-4.55%），归母净利润为 4.53 亿元（-18.42%），扣非归母净利润 3.62 亿元（-29.71%）。

点评：

上半年量增价跌，逆势抢占市场：公司上半年玻纤纱及制品销量约 91 万吨，同比增长约 11%，其中 Q2 销量约 50 万吨，同比增长约 28%，在二季度海外疫情全面爆发的背景下销量逆势增长实属难得，主要得益于国内市场的快速恢复，上半年内销同比增长约 30%，风电纱、部分直接纱等需求旺盛，在“抢装”的支撑下，预计下半年风电需求仍有支撑，而公司在风电领域的持续新产品开发和投入使得公司风电领域竞争力十足，全年市占率有望进一步提升。受到去年玻纤价格持续走低的影响，公司上半年均价同比下降约 13%，一方面由于内外销产品结构有所变化，另一方面为提升市场占有率部分产品价格有所下降；高端产品电子布上半年销量同比增长约 11%，价格同比比持平，其中 Q2 价格环比有所下降，主要由于 Q2 海外疫情爆发，需求受到一定影响，电子布价格由前期的 3.6 元降至当前 3.2 元/平米，我们认为，随着 5G 时代到来以及海外疫情边际影响减弱，电子布需求有望逐步回升。

毛利率回落幅度小于价格下滑幅度，内在竞争力持续增强：公司 Q2 毛利率为 32.22%，环比提升约 0.8 个 pct，由于会计报表准则变化，2020 年部分运输费用从销售费用转移到生产成本科目，若按照同口径来看，Q2 毛利率下滑约 5-6 个百分点，远低于价格下滑的幅度，说明公司的成本控制能力依旧突出，在行业景气下行周期，公司规模优势、产品结构调整能力及精细化管理使得盈利水平仍维持高位，我们认为，随着公司智能制造线相继投产以及新一轮的技改周期到来，未来公司生产效率将继续提升，生产成本继续下降，提升内在竞争力。

产品库存出现回落，销售费用同比下降约 80%：报告期末公司商品库存周转天数约 116 天，较一季度末增加约 3 天左右，主要由于 Q2 海外疫情爆发，公司海外销售受到一定影响，同时 15 万吨智能制造 2 线于 6 月份投产，产能有所增加，其次公司原材料备货也有所增加；而进入三季度，随着国内需求进一步恢复以及海外疫情影响边际减弱，公司库存已经逐步下滑，我们判断目前公司产品库存周期不到 2 个月；

报告期末公司资产负债率为 53.59%，同环比变化不大；上半年公司财务费用同比基本持平，当期汇兑损失约 164 万（去年同期为收益约 650 万），销售费用率同比下降约 80%，主要由于部分销售费用重分类至营业成本所致。

行业底部反转，龙头迎中长期布局良机：近期国内主要企业价格主流产品调涨约 100 元/吨，国内需求提振，国外订单边际好转，行业龙头库存均较前期有所下降，我们认为，后续随着需求旺季到来以及国外疫情拐点渐行渐近，价格迎来底部向上拐点；拉长周期来看，当前行业仍处于周期底部，按照当前价格测算，中小企业已经不赚钱，且接近亏现金流，成本端支撑使得价格下行空间十分有限；而供给端 19-20 年新增产能大幅减少，短期产能冲击十分有限，2020H2 将成为长周期景气度向上的拐点，公司作为行业龙头，具备规模、渠道及产品结构等优势，顺周期下弹性十足。

产能逆势扩张，“五洲三地”战略稳步推进：随着巨石美国线于 19 年 5 月投产，公司玻纤总产能达到约 182 万吨，其中海外产能将达到 29.6 万吨，占公司总产能比重提升至 16.3%，美国线投产是公司三地五洲战略的坚实一步，同时印度项目前期工作也在稳步推进，公司国际化进程不断加速以及不深化“以外供外”策略；近期巨石成都 13 万吨搬迁线及桐乡 15 万吨智能制造二线已经点火，预计四季度巨石成都第二条搬迁线将点火，届时公司生产线智能化程度再度提升，节能降耗提升生产效率，产能逆势扩张彰显龙头实力，未来市占率有望进一步提升。

投资建议：考虑到外部影响减弱，行业底部逐步回暖，我们调整 2020-2021 年公司归母净利润分别为 21.66 和 28.78 亿元，对应 EPS 分别为 0.62 和 0.82 元，对应 20-21 年 PE 估值分别为 21.3 和 16.1 倍，上调目标价至 16.4（原 11.4 元），维持“买入”评级。

风险提示：行业新增供给超预期，全球经济持续下滑拖累需求，原燃料价格上涨超预期

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10493	10802	12490	13676
(+/-%)	4.6	2.9	15.6	9.5
净利润(百万元)	2129	2166	2878	3370
(+/-%)	-10.3	1.8	32.9	17.1
摊薄每股收益(元)	0.61	0.62	0.82	0.96
市盈率(PE)	21.72	21.34	16.06	13.72

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1504	1446	2007	2189	4320
应收和预付款项	3495	5185	5482	6811	6626
存货	1675	2070	2175	2484	2468
其他流动资产	603	450	450	450	450
流动资产合计	**7276**	**9150**	**10113**	**11934**	**13864**
长期股权投资	1209	1231	1231	1231	1231
投资性房地产	0	0	0	0	1
固定资产	16419	19553	19863	20289	20750
在建工程	4157	2188	2494	2647	2723
无形资产开发支出	599	803	792	780	769
长期待摊费用	0	0	0	0	1
其他非流动资产	710	679	679	679	677
资产总计	**30370**	**33604**	**35172**	**37560**	**40016**
短期借款	8066	7009	7009	7009	7009
应付和预收款项	3594	2411	2476	2666	2656
长期借款	3053	5346	5346	5346	5346
其他负债	1078	2758	2758	2758	2758
负债合计	**15790**	**17524**	**17588**	**17778**	**17769**
股本	3502	3502	3502	3502	3502
资本公积	3887	3963	4180	4468	4805
留存收益	6849	8181	9455	11357	13477
归母公司股东权益	14238	15647	17137	19327	21784
少数股东权益	342	434	447	455	464
股东权益合计	**14580**	**16081**	**17584**	**19782**	**22248**
负债和股东权益	**30370**	**33604**	**35172**	**37560**	**40016**

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	3862	2769	3119	2754	4928
投资性现金流	-5517	-4778	-1336	-1336	-1336
融资性现金流	1163	2029	-1223	-1235	-1461
现金增加额	143	-62	0	0	0

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**10032**	**10493**	**10802**	**12490**	**13676**
营业成本	-5507	-6773	-6944	-7621	-8101
营业税金及附加	-86	-61	-63	-73	-80
销售费用	-386	-88	-91	-105	-115
管理费用	-827	-861	-886	-1024	-1122
财务费用	-341	-515	-547	-547	-547
资产减值损失	-109	-6	-6	-6	-6
投资收益	76	64	64	64	64
公允价值变动	-31	41	0	0	0
营业利润	**2821**	**2295**	**2329**	**3177**	**3769**
其他非经营损益	3	242	288	288	288
利润总额	**2824**	**2537**	**2616**	**3464**	**4057**
所得税	-439	-424	-437	-578	-677
净利润	**2385**	**2113**	**2179**	**2886**	**3379**
少数股东损益	-11	15	-13	-8	-9
归母股东净利润	**2374**	**2129**	**2166**	**2878**	**3370**

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	44.3%	34.9%	35.1%	38.4%	40.2%
销售净利率	23.7%	20.3%	20.1%	23.0%	24.6%
销售收入增长率	16.0%	4.6%	2.9%	15.6%	9.5%
EBIT 增长率	13.7%	-16.0%	4.0%	30.1%	16.2%
净利润增长率	10.4%	-10.3%	1.8%	32.9%	17.1%
ROE	16.7%	13.6%	12.6%	14.9%	15.5%
ROA	7.8%	6.3%	6.2%	7.7%	8.4%
ROIC	11.3%	8.4%	8.4%	10.2%	11.7%
EPS(X)	0.68	0.61	0.62	0.82	0.96
PE(X)	19.47	21.72	21.34	16.06	13.72
PB(X)	3.25	2.95	2.70	2.39	2.12
PS(X)	4.61	4.41	4.28	3.70	3.38
EV/EBITDA(X)	13.23	14.65	15.46	12.41	10.88

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。