

中国巨石 (600176.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 22.10 元

目标价格 (人民币): 28.89 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	35.02
已上市流通 A 股(亿股)	35.02
总市值(亿元)	774.01
年内股价最高最低(元)	22.10/7.46
沪深 300 指数	5514
上证指数	3576



相关报告

- 1.《行业底部确立,有望量价齐升-中国巨石三季报点评》,2020.10.28
- 2.《行业底部确立,龙头弹性凸显-中国巨石事项点评》,2020.8.26
- 3.《成本优势突出,期待厚积薄发-中国巨石首次覆盖报告》,2020.7.28

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

冯孟乾 联系人
fengmengqian@gjzq.com.cn

行业格局优化,龙头受益明显

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.678	0.608	0.621	1.068	1.257
每股净资产(元)	4.07	4.47	5.09	6.16	7.41
每股经营性现金流(元)	1.10	0.78	1.64	1.29	1.64
市盈率(倍)	14.27	17.93	35.61	20.69	17.58
净利润增长率(%)	10.43%	-10.32%	2.09%	72.16%	17.66%
净资产收益率(%)	16.67%	13.61%	12.20%	17.35%	16.96%
总股本(百万股)	3,502.31	3,502.31	3,502.31	3,502.31	3,502.31

来源: 公司年报、国金证券研究所

事项

- 中国玻璃纤维工业协会发布《玻璃纤维行业“十四五”发展规划(征求意见稿)》,为“十四五”期间玻纤行业产能指引与结构调整确立了发展目标。

点评

- **产能指引消除行业供给快速增长担忧:** 根据发展规划要求,“十四五”期间需严格控制玻纤纱总产能过快增长,将行业年度玻纤纱实际总产量同比增速控制在不高于当年 GDP 增速 3 个百分点及以上。一般情况下,玻纤产线投产 8 年后需要进行冷修,每次冷修技改后产能会增长 20% 左右。新产能投产叠加冷修技改后的产能增长是导致玻纤价格在 2018-2019 年下跌的原因。如果“十四五”期间玻纤产量增速得到控制,将对行业供给端构成利好。
- **双循环和扩大应用范围提振需求:** 玻纤作为一种优质替代材料,应用领域覆盖国民经济多个部门,通常认为其需求增速是 GDP 增速的 1.6 倍左右。根据 IMF 的预计,2021 年全球和中国经济增速分别为 5.2% 和 8.2%,全球经济复苏有利于带动玻纤需求的增长。由于中国玻纤产品出口占比约 30%,双循环政策及扩大国内应用领域有利于提振玻纤长期需求。
- **行业景气周期维持,公司有望量价齐升:** 我们预计 2021 年国内玻纤产量增速约 4%,投产时间主要集中在下半年,上半年行业供给偏紧的状态维持。我们认为,玻纤供给控制和提振需求政策会使得本轮行业景气周期长于 2017-2018 年的景气周期。2021 年公司桐乡智能制造 2 期和桐乡基地的电子纱项目将会投产,受益于行业景气周期的维持,公司有望实现量价齐升。

盈利调整与投资建议

- 2020 年公司分别提价 7% 和 10%,由于国内需求旺盛和国外需求向好,我们预计两次提价均已执行到位并上调未来三年价格预测。预计公司 2020-2022 年归母净利润 21.73/37.42/44.03 亿元(较上次预测上调 8/21/23%),对应 EPS 0.62/1.07/1.26 元,对应 PE 36/21/18X。上一轮玻纤行业高景气时,公司估值最高达到 27X,我们预计本轮景气周期长于上一轮,公司估值有望达到上一轮 27X 水平。按照 2021 年 EPS1.07 元计算,上调公司目标价至 28.89 元,维持“买入”评级。

风险提示

- 经济下滑、海外疫情持续、贸易摩擦、汇率风险、成本上涨风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	8,652	10,032	10,493	11,651	14,310	15,539
增长率		16.0%	4.6%	11.0%	22.8%	8.6%
主营业务成本	-4,686	-5,507	-6,773	-7,590	-8,125	-8,481
%销售收入	54.2%	54.9%	64.5%	65.1%	56.8%	54.6%
毛利	3,966	4,526	3,721	4,061	6,185	7,058
%销售收入	45.8%	45.1%	35.5%	34.9%	43.2%	45.4%
营业税金及附加	-87	-86	-61	-68	-84	-91
%销售收入	1.0%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-321	-386	-88	-98	-120	-131
%销售收入	3.7%	3.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	-719	-538	-577	-676	-830	-901
%销售收入	8.3%	5.4%	5.5%	5.8%	5.8%	5.8%
研发费用	0	-289	-284	-315	-387	-420
%销售收入	0.0%	2.9%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	2,838	3,227	2,710	2,904	4,764	5,515
%销售收入	32.8%	32.2%	25.8%	24.9%	33.3%	35.5%
财务费用	-420	-341	-515	-433	-400	-353
%销售收入	4.9%	3.4%	4.9%	3.7%	2.8%	2.3%
资产减值损失	-40	-109	-6	-5	-5	-5
公允价值变动收益	8	-31	41	0	0	0
投资收益	83	76	64	64	64	64
%税前利润	3.3%	2.7%	2.5%	2.4%	1.4%	1.2%
营业利润	2,493	2,837	2,524	2,610	4,502	5,300
营业利润率	28.8%	28.3%	24.0%	22.4%	31.5%	34.1%
营业外收支	40	-13	13	13	13	13
税前利润	2,533	2,824	2,537	2,623	4,516	5,314
利润率	29.3%	28.1%	24.2%	22.5%	31.6%	34.2%
所得税	-376	-439	-424	-438	-754	-887
所得税率	14.8%	15.6%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%
净利润	2,158	2,385	2,113	2,185	3,762	4,427
少数股东损益	8	11	-15	12	20	24
归属于母公司的净利润	2,150	2,374	2,129	2,173	3,742	4,403
净利率	24.8%	23.7%	20.3%	18.7%	26.1%	28.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,158	2,385	2,113	2,185	3,762	4,427
少数股东损益	8	11	-15	12	20	24
非现金支出	1,025	1,102	1,108	1,264	1,429	1,624
非经营收益	395	352	407	362	329	284
营运资金变动	225	23	-906	1,932	-1,009	-583
经营活动现金净流	3,803	3,862	2,723	5,743	4,511	5,752
资本开支	-2,032	-6,053	-4,907	-3,565	-3,465	-3,465
投资	695	478	78	2	0	0
其他	57	58	51	64	64	64
投资活动现金净流	-1,281	-5,517	-4,778	-3,498	-3,400	-3,400
股权募资	79	217	103	0	0	0
债权募资	-1,130	1,809	2,237	-1,411	-463	-1,872
其他	-1,383	-721	-373	-457	-429	-384
筹资活动现金净流	-2,435	1,306	1,967	-1,868	-892	-2,256
现金净流量	87	-349	-88	377	218	96

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,842	1,504	1,446	1,823	2,041	2,137
应收账款	3,600	3,503	5,192	6,366	7,818	8,490
存货	1,329	1,675	2,070	2,287	2,449	2,556
其他流动资产	1,067	595	442	456	467	473
流动资产	7,839	7,276	9,150	10,932	12,775	13,656
%总资产	31.6%	24.0%	27.2%	29.0%	30.7%	30.8%
长期投资	1,184	1,209	1,231	1,231	1,231	1,231
固定资产	14,669	20,576	21,785	23,930	25,813	27,502
%总资产	59.2%	67.7%	64.8%	63.4%	62.0%	62.0%
无形资产	998	1,075	1,280	1,471	1,661	1,848
非流动资产	16,953	23,094	24,449	26,785	28,857	30,734
%总资产	68.4%	76.0%	72.8%	71.0%	69.3%	69.2%
资产总计	24,792	30,370	33,599	37,718	41,632	44,390
短期借款	5,159	8,066	7,009	4,528	3,865	1,793
应付款项	2,346	3,775	2,608	3,405	3,748	3,834
其他流动负债	315	495	2,049	4,592	4,865	4,981
流动负债	7,820	12,336	11,666	12,525	12,477	10,608
长期贷款	2,624	2,653	3,149	4,349	4,549	4,749
其他长期负债	1,794	801	2,704	2,578	2,578	2,578
负债	12,238	15,790	17,518	19,452	19,604	17,935
普通股股东权益	12,449	14,238	15,647	17,820	21,562	25,965
其中：股本	2,919	3,502	3,502	3,502	3,502	3,502
未分配利润	5,216	6,789	8,058	10,231	13,973	18,376
少数股东权益	105	342	434	446	466	490
负债股东权益合计	24,792	30,370	33,599	37,718	41,632	44,390

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.737	0.678	0.608	0.621	1.068	1.257
每股净资产	4.265	4.065	4.468	5.088	6.156	7.414
每股经营现金净流	1.303	1.103	0.777	1.640	1.288	1.642
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	17.27%	16.67%	13.61%	12.20%	17.35%	16.96%
总资产收益率	8.67%	7.82%	6.34%	5.76%	8.99%	9.92%
投入资本收益率	11.01%	10.50%	7.84%	8.14%	12.02%	12.92%
增长率						
主营业务收入增长率	16.19%	15.96%	4.59%	11.04%	22.82%	8.59%
EBIT 增长率	22.54%	13.71%	-16.02%	7.15%	64.04%	15.77%
净利润增长率	41.34%	10.43%	-10.32%	2.09%	72.16%	17.66%
总资产增长率	3.59%	22.50%	10.63%	12.26%	10.38%	6.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	54.1	45.1	45.4	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	105.7	99.6	100.9	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	77.0	99.3	86.6	77.0	77.0	77.0
固定资产周转天数	566.0	597.4	681.7	643.7	569.7	562.1
偿债能力						
净负债/股东权益	59.23%	65.94%	67.81%	50.62%	38.88%	24.94%
EBIT 利息保障倍数	6.8	9.5	5.3	6.7	11.9	15.6
资产负债率	49.36%	51.99%	52.14%	51.57%	47.09%	40.40%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	12	16	33	59
增持	0	1	3	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.08	1.16	1.15	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-07-28	买入	12.02	N/A
2	2020-08-26	买入	15.15	N/A
3	2020-10-28	买入	13.92	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402