

2021年03月21日

# 20Q4 拐点向上结构升级，21 年弹性凸显

## 中国巨石(600176)

评级:	买入	股票代码:	600176
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	28.74/7.52
目标价格:	29.19	总市值(亿)	770.51
最新收盘价:	22	自由流通市值(亿)	770.51
		自由流通股数(百万)	3,502.31

**事件概述。**公司公布 2020 年年报。公司 2020 全年实现收入 116.66 亿元，同比增长 11.18%，实现归母净利润 24.16 亿元，同比增长 13.49%；其中，Q4 实现收入 37.91 亿元，同比增长 37.6%，实现归母净利润 11.37 亿元，同比增长 95.9%。

► **Q4 粗纱细纱价格强劲反弹，带动业绩超预期。**公司业绩略超市场预期。由于前期被疫情压制的需求陆续释放，以及供给端增量较为有限，在公司主导下 2020 年三季度末和四季度初粗纱价格上涨明显，同时 12 月起电子纱、电子布开始集中大幅度涨价。公司全年实现粗纱销量 208.6 万吨，同比增长 20%左右，电子布销量 3.78 亿米，创历史新高，全年玻纤纱及制品除税均价 5023 元/吨（电子布按照 2 亿米=6 万吨折算），同比降低 600 元/吨左右；但测算 Q4 公司粗纱销量 63-64 万吨，同比增长 25%以上，玻纤纱及制品除税均价 5400-5600 元/吨，环比 Q3 上升 500-600 元/吨，这也体现了行业 Q4 需求强劲并且供给不足的局面，公司核心受益。此外，由于 1) 成都基地搬迁获得补偿 3.5 亿元，2) 长期股权投资收益上升，公司非经营损益同比上升 2.02 亿元至 4.74 亿元，进一步增厚公司利润。

► **产品结构再升级，生产成本下降，利润率拐点初现。**由于新能源、汽车及电子类需求 2020H2 增长更为明显，我们判断公司风电纱、热塑纱、电子纱等 2020 年销售占比有所提升，带动公司产品结构进一步升级，测算高端产品占比超过 70%。同时 2020 年，公司桐乡 15 万吨智能制造基地投产，成都 25 万吨生产基地完成搬迁技改，规模效应、生产效率进一步提升，全年成本下降 300-350 元/吨至 3258 元/吨。尽管 2020 年全年公司毛利率下降 1.7 个百分点，但 Q4 公司毛利率环比上升 11.5 个百分点至 40.3%，利润率拐点已经出现，而在销量上升的背景下，公司管理费用总额同比下降 3.5%，同样体现公司管理效率提升。

► **电子纱产能 3 月已投产，进一步提升业绩弹性。**展望 2021 年，我们认为行业无碱粗纱需求增长基本能够消化产能增长（确定性较高的名义产能 30~40 万吨），而由于下游 PCB 需求旺盛，电子纱需求及价格将呈现上升趋势。根据卓创数据，目前 G75 电子纱市场均价 14800 元/吨，电子布价格 7.2 元/米，相较于 2020 年低点均上涨 100%以上，估算头部企业毛利率已超 60%，弹性显著。2021 年 3 月，公司电子纱智能二线 6 万吨（对应 3 亿米电子布）投产，使得公司电子纱产能上升至 16.2 万吨左右，电子纱市场份额提升至 20%左右，不仅进一步深化公司差异化发展战略，同时也进一步提升了 2021 年公司业绩弹性及确定性。

► **2021 年弹性之年，2022 年量的逻辑清晰，巨石智能制造三期已经开工。**我们认为 2021 年业绩弹性十分显著，2022 年将随着行业量的释放产能供给缺口逐步缓解，公司量的成长逻辑将仍然清晰。巨石智能制造的第三条 15 万吨粗纱和第三条 3 亿米电子布产线已经开工（根据巨石官方公众号第四条粗纱也在规划内），巨石在行业景气周期向上时自身产能投放十分高效，如果叠加海外需求复苏（2020 年海外收入因为疫情影响下降了 15%，降幅近 6.5 亿元），未来 2 年增长确定性将非常高。

### 投资建议。

基于更高的销量、价格假设，上调 2021/2022 年收入假设 25.7%/33.1%至 164/187 亿元，归母净利润预测 62%/65%至 48.8/56.7 亿元，预计 2023 年归母净利润 65.2 亿元，同比增长 15.1%。参考过往玻纤行业上行周期时公司估值，给予公司 2021 年盈利预测 21x PE，对应上调目标价至 29.19 元（原：19.78 元），维持“买入”评级。

### 风险提示

需求不及预期，成本高于预期，系统性风险。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10493.29	11666.20	16422.71	18656.25	21191.73
YoY (%)	4.59%	11.18%	40.77%	13.60%	13.59%
归母净利润(百万元)	2128.87	2416.11	4883.71	5665.53	6518.17
YoY (%)	-10.32%	13.49%	102.13%	16.01%	15.05%
毛利率 (%)	35.46%	33.78%	48.26%	48.55%	48.49%
每股收益 (元)	0.61	0.69	1.39	1.62	1.86
ROE	13.61%	13.86%	23.42%	22.96%	22.42%
市盈率	36.19	31.89	15.78	13.60	11.82

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

研究助理: 郁暲

邮箱: qisy@hx168.com.cn

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-23948865

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	11666.20	16422.71	18656.25	21191.73	净利润	2409.76	4933.04	5722.76	6584.01
YoY (%)	11.18%	40.77%	13.60%	13.59%	折旧和摊销	1274.08	556.42	577.88	601.12
营业成本	7724.85	8497.28	9598.88	10916.07	营运资金变动	-1810.91	-3802.21	-1038.59	-1176.44
营业税金及附加	101.66	143.10	162.57	184.66	经营活动现金流	2051.19	1944.27	5519.06	6265.71
销售费用	134.21	180.65	205.22	233.11	资本开支	-1483.11	-830.00	-830.00	-830.00
管理费用	556.89	952.52	1082.06	1229.12	投资	-27.60	0.00	0.00	0.00
财务费用	485.00	460.15	401.62	310.98	投资活动现金流	-1528.40	-770.00	-770.00	-770.00
资产减值损失	144.01	144.01	144.01	144.01	股权募资	973.04	0.00	0.00	0.00
投资收益	184.73	60.00	60.00	60.00	债务募资	-176.65	0.00	0.00	0.00
营业利润	2870.98	5573.42	6524.89	7562.54	筹资活动现金流	-91.14	-2014.56	-2382.62	-2659.47
营业外收支	-17.21	370.00	370.00	370.00	现金净流量	431.64	-840.29	2366.44	2836.24
利润总额	2853.77	5943.42	6894.89	7932.54	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	444.01	1010.38	1172.13	1348.53	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	2409.76	4933.04	5722.76	6584.01	营业收入增长率	11.18%	40.77%	13.60%	13.59%
归属于母公司净利润	2416.11	4883.71	5665.53	6518.17	净利润增长率	13.49%	102.13%	16.01%	15.05%
YoY (%)	13.49%	102.13%	16.01%	15.05%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.69	1.39	1.62	1.86	毛利率	33.78%	48.26%	48.55%	48.49%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率率	20.66%	30.04%	30.67%	31.07%
货币资金	1869.60	1029.31	3395.75	6231.98	总资产收益率 ROA	6.58%	12.07%	12.67%	13.13%
预付款项	105.57	105.57	105.57	105.57	净资产收益率 ROE	13.86%	23.42%	22.96%	22.42%
存货	1580.01	1738.00	1963.31	2232.73	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	7547.01	11460.51	12648.66	13997.43	流动比率	<b>0.96</b>	<b>1.21</b>	<b>1.49</b>	<b>1.79</b>
流动资产合计	11102.19	14333.39	18113.29	22567.71	速动比率	0.82	1.06	1.32	1.60
长期股权投资	1369.09	1369.09	1369.09	1369.09	现金比率	0.16	0.09	0.28	0.49
固定资产	20910.94	21337.37	21856.99	22410.68	资产负债率	50.06%	46.11%	42.56%	39.24%
无形资产	782.79	770.65	758.52	746.38	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	25635.08	26134.65	26612.76	27067.63	总资产周转率	0.35	0.43	0.44	0.45
资产合计	36737.27	40468.04	44726.06	49635.34	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	4201.47	4201.47	4201.47	4201.47	每股收益	0.69	1.39	1.62	1.86
应付账款及票据	2174.56	2348.89	2597.51	2894.78	每股净资产	4.98	5.95	7.05	8.30
其他流动负债	5169.88	5264.83	5391.08	5535.55	每股经营现金流	0.59	0.56	1.58	1.79
流动负债合计	11545.91	11815.19	12190.06	12631.80	每股股利	0.22	0.45	0.53	0.60
长期借款	4430.33	4430.33	4430.33	4430.33	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	2414.83	2414.83	2414.83	2414.83	PE	31.89	15.78	13.60	11.82
非流动负债合计	6845.16	6845.16	6845.16	6845.16	PB	4.01	3.70	3.12	2.65
负债合计	18391.07	18660.35	19035.22	19476.96					
股本	3502.31	3502.31	3502.31	3502.31					
少数股东权益	909.61	958.94	1016.17	1082.01					
股东权益合计	18346.20	21807.69	25690.84	30158.38					
负债和股东权益合计	36737.27	40468.04	44726.06	49635.34					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。