

中国巨石 (600176)

证券研究报告

2021年03月21日

20Q4 业绩超预期，行业高景气，龙头仍成长

20Q4 超预期，21FY 或明显受益行业高景气，上调至“买入”评级

公司发布 20FY 年报，20FY 实现营收 117 亿，yoy+11%，归母净利润 24 亿，yoy+13%；其中单 20Q4 收入 38 亿，yoy+38%，归母净利 11 亿，yoy+96%，20Q4 表现超我们及市场预期。20 年玻纤纱价格承压，公司生产成本继续降低，管理提效等，带动归母净利率逆势改善，我们看好玻纤行业景气向上持续性，同时预计 21 年电子布均价或明显高于 20 年，公司或明显受益。预计公司 21-23 年归母净利分别为 47/ 60/ 68 亿，上调至“买入”评级。

调价效果显现带动 20Q4 收入、净利高增，20FY 净利率逆势提升

公司 20Q1-4 单季收入 yoy 分别 -2%/-5%/12%/38%，20Q1-4 单季度归母净利 yoy 分别 -38%/-18%/5%/96%。20Q4 收入、净利均高增，主要源于 20Q4 调价效果逐步显现，同时新产能释放带动销量增加亦有积极贡献。我们测算公司 20FY 吨玻纤及制品(含电子布，下同)均价 5,024 元，同减 6.7%/362 元，吨生产成本约 3,259 元，同减 -4.2%/-143 元。单位生产成本持续下降反映公司近年产线改造积极贡献，判断有持续性。管理提效，负债率降低致利息支出压力减弱，20FY 期间费用率同减 1.0pct 至 13.0%，中复连众受益风电抢装净利同比大增 169%至 5.7 亿，贡献较多投资收益，综合致公司 20FY 毛利率承压(同减 1.7pct)背景下，归母净利率同增 0.4pct 至 20.7%。

看好玻纤行业景气向上持续性，电子布价格明显上涨贡献额外业绩增量

21 年全球进入经济复苏周期，玻纤需求短期有支撑，长期有空间。供给角度，产能投放节奏较前期明显放缓，供需格局明显优化，20Q4 起玻纤价格已有明显提升，且 21 年玻纤纱价格仍有进一步上调。行业景气度已有明显改善，看好持续性，我们认为现阶段玻纤纱价格有较强支撑，巨石作为全球玻纤龙头，21 年玻纤纱吨净利或有明显改善。受益海外需求恢复及供给增幅边际放缓，20 年底电子布价格出现明显上涨，据卓创资讯，主流 7628 电子布 21 年 2 月均价约 6.3 元/米，较 20 年低点 3.0 元左右涨幅超 1 倍，我们判断短期供需紧张局面或有一定持续性，21 年电子布均价预计明显高于 20 年，巨石已投产电子布 3.5 亿米，21 年中预计投产 3 亿米，电子布价格维持较高水平或为巨石贡献可观业绩增量。

预计 21-23 年归母净利 YoY 分别为 96%/27%/13%，上调至“买入”评级

我们看好本轮玻纤行业景气向上持续性，且判断电子布价格短期或可维持较高水平，公司明显受益。我们上调公司 21/22 年盈利预测 47/ 60 亿(前值 24/31 亿)，新增 23 年归母净利预测为 68 亿，预计 21-23 年 YoY 分别为 96%/ 27%/ 13%，当前可比公司 21 年 PE 均值及中位数分别为 22x/16x，公司作为全球玻纤龙头，较同行成本优势明显，后续成长性仍值得期待，认可较可比公司给予一定溢价，我们给予公司 21 年 22x 目标 PE，对应目标价 29.70 元，上调至“买入”评级。

风险提示：玻纤增量供给超预期；需求成长逊于预期；电子布竞争超预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,493.29	11,666.20	15,947.50	18,870.40	20,802.33
增长率(%)	4.59	11.18	36.70	18.33	10.24
EBITDA(百万元)	4,207.56	4,743.04	7,201.95	8,735.81	9,649.28
净利润(百万元)	2,128.87	2,416.11	4,744.43	6,020.89	6,799.73
增长率(%)	(10.32)	13.49	96.37	26.90	12.94
EPS(元/股)	0.61	0.69	1.35	1.72	1.94
市盈率(P/E)	36.19	31.89	16.24	12.80	11.33
市净率(P/B)	4.92	4.42	3.46	2.72	2.19
市销率(P/S)	7.34	6.60	4.83	4.08	3.70
EV/EBITDA	11.73	16.83	11.22	8.64	6.99

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入(调高评级)
当前价格	22 元
目标价格	29.70 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,502.31
流通 A 股股本(百万股)	3,502.31
A 股总市值(百万元)	77,050.75
流通 A 股市值(百万元)	77,050.75
每股净资产(元)	4.98
资产负债率(%)	50.06
一年内最高/最低(元)	28.74/7.52

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com

股价走势



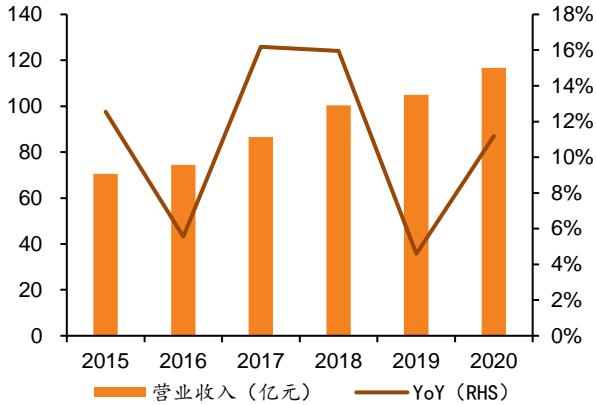
资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《中国巨石-半年报点评:盈利环比好转，行业趋势向好》2020-08-19
- 《中国巨石-年报点评报告:收入实现正增长，盈利能力有望改善》2020-03-23
- 《中国巨石-季报点评:盈利能力承压，单季营收增速提升》2019-10-23

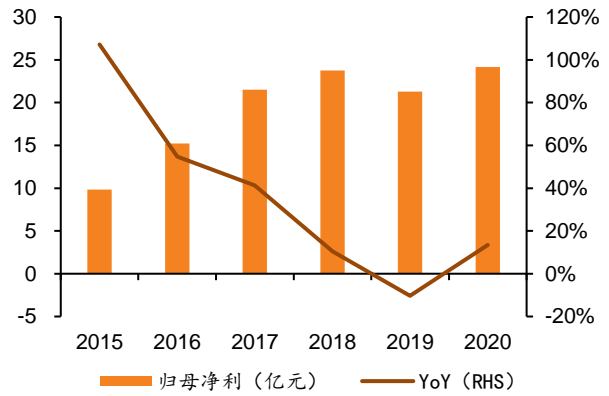
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1: 公司 2015-2020 年营收及同比增速



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 2: 公司 2015-2020 年归母净利润及同比增速



资料来源: Wind、天风证券研究所

表 1: 可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			P/E		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002080.SZ	中材科技	417.5	25.76	0.82	1.22	1.57	31.3	21.1	16.4
300196.SZ	长海股份	70.5	16.60	0.71	0.76	1.05	23.4	21.9	15.9
603601.SH	再升科技	80.1	10.92	0.24	0.55	0.59	46.0	19.9	18.5
605006.SH	山东玻纤	60.1	12.02	0.29	0.34	0.86	41.1	34.9	13.9
603256.SH	宏和科技	85.8	9.78	0.12	0.15	0.23	82.4	65.8	42.9
平均值							44.8	32.7	21.5
中位数							41.1	21.9	16.4
600176.SH	中国巨石	788.4	22.00	0.61	0.69	1.35	37.0	32.6	16.6

注: 股价时间 2021/03/19; 除中国巨石外, 其他业绩预测源自 Wind 一致预期; 中材科技、山东玻纤 20 年 EPS 为年报数据

资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,446.17	1,869.60	10,777.16	15,889.02	23,962.75	营业收入	10,493.29	11,666.20	15,947.50	18,870.40	20,802.33
应收票据及应收账款	1,360.94	1,126.96	2,716.95	2,355.66	3,814.12	营业成本	6,772.70	7,724.85	8,443.59	9,623.96	10,488.76
预付账款	127.97	105.57	315.90	63.55	354.52	营业税金及附加	61.35	101.66	138.96	164.43	181.27
存货	2,069.97	1,580.01	2,841.79	2,127.87	3,160.45	营业费用	88.31	134.21	135.62	160.47	176.90
其他	4,145.23	6,420.05	6,947.00	8,679.66	9,172.59	管理费用	576.84	556.89	665.58	787.57	868.20
流动资产合计	9,150.28	11,102.19	23,598.80	29,115.77	40,464.44	研发费用	283.81	341.66	467.05	552.65	609.23
长期股权投资	1,230.95	1,369.09	1,369.09	1,369.09	1,369.09	财务费用	515.24	485.00	552.95	567.24	536.55
固定资产	19,596.98	20,910.94	20,691.63	20,158.48	19,424.03	资产减值损失	(5.89)	(144.01)	100.00	100.00	100.00
在建工程	2,187.73	1,941.44	1,200.86	768.52	491.11	公允价值变动收益	41.48	(7.68)	(19.91)	3.72	4.16
无形资产	803.15	782.79	762.23	741.68	721.13	投资净收益	64.24	184.73	184.73	184.73	184.73
其他	635.15	630.82	657.68	639.95	641.55	其他	(428.30)	(582.10)	(329.63)	(376.89)	(377.77)
非流动资产合计	24,453.96	25,635.08	24,681.51	23,677.73	22,646.91	营业利润	2,523.52	2,870.98	5,608.57	7,102.53	8,030.31
资产总计	33,604.24	36,737.27	48,280.31	52,793.50	63,111.35	营业外收入	28.30	27.53	27.53	27.53	27.53
短期借款	6,610.55	4,201.47	6,000.00	6,000.00	6,000.00	营业外支出	14.83	44.74	27.53	27.53	27.53
应付票据及应付账款	2,411.22	2,174.56	4,755.33	2,558.17	5,043.72	利润总额	2,536.98	2,853.77	5,608.57	7,102.53	8,030.31
其他	2,644.26	5,169.88	7,220.41	7,524.17	8,646.10	所得税	423.52	444.01	872.61	1,105.05	1,249.40
流动负债合计	11,666.03	11,545.91	17,975.74	16,082.34	19,689.82	净利润	2,113.46	2,409.76	4,735.95	5,997.47	6,780.91
长期借款	3,148.65	4,430.33	5,000.00	5,000.00	5,000.00	少数股东损益	(15.41)	(6.35)	(8.48)	(23.42)	(18.82)
应付债券	2,197.41	1,833.29	1,476.68	1,835.79	1,715.26	归属于母公司净利润	2,128.87	2,416.11	4,744.43	6,020.89	6,799.73
其他	511.61	581.54	631.54	681.54	731.54	每股收益(元)	0.61	0.69	1.35	1.72	1.94
非流动负债合计	5,857.67	6,845.16	7,108.22	7,517.33	7,446.79						
负债合计	17,523.71	18,391.07	25,083.96	23,599.67	27,136.61						
少数股东权益	433.91	909.61	901.13	877.72	858.89	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	3,502.31	3,502.31	3,502.31	3,502.31	3,502.31	成长能力					
资本公积	3,438.67	3,726.14	3,726.14	3,726.14	3,726.14	营业收入	4.59%	11.18%	36.70%	18.33%	10.24%
留存收益	12,020.84	14,048.48	18,792.91	24,813.80	31,613.54	营业利润	-11.04%	13.77%	95.35%	26.64%	13.06%
其他	(3,315.20)	(3,840.34)	(3,726.14)	(3,726.14)	(3,726.14)	归属于母公司净利润	-10.32%	13.49%	96.37%	26.90%	12.94%
股东权益合计	16,080.54	18,346.20	23,196.35	29,193.82	35,974.73	获利能力					
负债和股东权益总计	33,604.24	36,737.27	48,280.31	52,793.50	63,111.35	毛利率	35.46%	33.78%	47.05%	49.00%	49.58%
						净利率	20.29%	20.71%	29.75%	31.91%	32.69%
						ROE	13.61%	13.86%	21.28%	21.26%	19.36%
						ROIC	10.57%	10.56%	19.01%	24.83%	27.04%
						偿债能力					
						资产负债率	52.15%	50.06%	51.95%	44.70%	43.00%
						净负债率	67.84%	50.19%	13.28%	-7.73%	-28.68%
						流动比率	0.78	0.96	1.31	1.81	2.06
						速动比率	0.61	0.82	1.15	1.68	1.89
						营运能力					
						应收账款周转率	4.44	9.38	8.30	7.44	6.74
						存货周转率	5.60	6.39	7.21	7.59	7.87
						总资产周转率	0.33	0.33	0.38	0.37	0.36
						每股指标(元)					
						每股收益	0.61	0.69	1.35	1.72	1.94
						每股经营现金流	0.79	0.59	1.83	1.66	2.42
						每股净资产	4.47	4.98	6.37	8.08	10.03
						估值比率					
						市盈率	36.19	31.89	16.24	12.80	11.33
						市净率	4.92	4.42	3.46	2.72	2.19
						EV/EBITDA	11.73	16.83	11.22	8.64	6.99
						EV/EBIT	15.89	23.01	13.12	9.84	7.87

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,113.46	2,409.76	4,744.43	6,020.89	6,799.73
折旧摊销	1,102.30	1,274.08	1,040.43	1,066.05	1,082.42
财务费用	519.16	498.97	552.95	567.24	536.55
投资损失	(64.24)	(184.73)	(184.73)	(184.73)	(184.73)
营运资金变动	(2,709.72)	(667.39)	276.83	(1,642.95)	251.91
其它	1,807.64	(1,279.19)	(28.39)	(19.70)	(14.67)
经营活动现金流	2,768.60	2,051.50	6,401.53	5,806.80	8,471.22
资本支出	2,426.38	2,388.90	10.00	30.00	0.00
长期投资	21.66	138.14	0.00	0.00	0.00
其他	(7,226.20)	(4,055.45)	154.55	67.29	126.41
投资活动现金流	(4,778.16)	(1,528.40)	164.55	97.29	126.41
债权融资	12,354.77	11,078.25	13,858.50	13,633.50	13,646.15
股权融资	(451.15)	(435.21)	(438.76)	(567.24)	(536.55)
其他	(9,874.13)	(10,734.19)	(11,078.25)	(13,858.50)	(13,633.50)
筹资活动现金流	2,029.49	(91.14)	2,341.49	(792.23)	(523.90)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	19.92	431.96	8,907.57	5,111.86	8,073.73

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com