



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

2021-03-21

公司点评报告

买入/维持

中国巨石(600176)

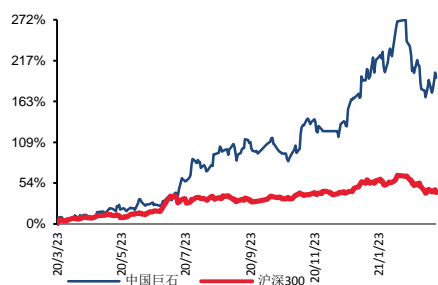
目标价: 34.5

昨收盘: 22.0

材料 材料 II

## 中国巨石: 20Q4 业绩亮眼, 21 年高弹性可期

### ■ 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)	77,051/77,051
12 个月最高/最低(元)	27.73/7.61

### 相关研究报告:

中国巨石(600176)《中国巨石: Q3 业绩强势转正, 涨价推升未来业绩弹性》--2020/10/26

中国巨石(600176)《中国巨石: 最差阶段已过去, 站在新一轮成长的起点》--2020/08/19

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

### 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 年公司实现营收 116.66 亿元(+11.18%), 归母净利润 24.16 亿元(+13.49%), 扣非归母净利润 19.42 亿元(+4.6%), 其中 Q4 实现营收 37.91 亿元(+37.6%), 归母净利润为 11.37 亿元(+95.9%), 扣非归母净利润 7.97 亿元(+98.77%)。

### 点评:

**Q4 业绩亮眼, 高景气度延续至 2021 年:**2020 年 Q1-Q4 公司营收增速分别为-2.17%、-4.55%、11.51%、37.6%, 下半年增速转正, 行业景气度逐步上行; 2020 年公司实现粗纱及制品销量 208.6 万吨, 同比增长约 19%, 其中 Q4 实现销量约 64 万吨, 同比增长约 30%; Q4 国内经济继续恢复, 在年前赶工期的支撑下, 需求旺盛, 同时海外疫情影响边际减弱, 需求也逐步恢复, 而公司提升市占率的战略实施效果明显, 整体产销量增加。在风电“抢装”的支撑下, 风电纱需求维持高景气度, 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, 全年市占率进一步提升; 而随着行业景气度提升, 公司在 9、10 月份针对部分产品新签订单提价 7%和 10%, 以巨石成都工厂 2400tex 缠绕直接纱为例, 价格从 9 月末的 4400-4500 元/吨上涨至年末约 5600-5700 元/吨, 目前价格已经突破 6000 元/吨, 涨幅明显; 同时, 公司四季度确认成都工厂搬迁补贴及资产处置收益约 3.52 亿元, 进一步增厚公司业绩, 2021 年仍有约 1.88 亿元待确认。

**电子纱产能逐步释放, 推升业绩弹性:**2020 年公司实现电子布销量 3.78 亿米, 创历史之最, 随着下游 PCB 需求的爆发, 电子纱价格从三季度末约 7900 元/吨上涨至目前的约 14800 元/吨, 电子布含税价格已经突破 7 元/米。公司第二条 6 万吨电子纱已于 2021 年 3 月份投产, 后市将建成配套 3 亿米电子布产线; 同时公司调整第三条电子纱扩建计划, 由过去计划的 6 万吨扩建至 10 万吨, 并新建配套电子布生产线, 以满足 5G 时代快速增长的需求, 预计 2022 年将投产, 届时公司的电子纱产能将接近 30 万吨, 产品结构进一步优化, 而公司产能适时释放, 将充分受益行业高景气度, 推升业绩弹性。

**Q4 毛利率快速回升, 21 年盈利水平将更进一步:**公司 Q4 毛利率为 40.26%, 环比提升 11.46 个 pct, 主要粗纱、细纱的价格从 9 月份开始陆续上涨, 价格上行推升毛利率回升; 除此之外, 随着公司成都工厂搬迁线以及第二条 15 万吨智能制造线相继投产, 自动化程度更高的生产线进一步提升生产效率, 公司生产成本稳步下降, 四季度为公司毛利率向上的拐点; 从净利率角度来看, 公司 Q4 净利率为 30.3%, 创

历史新高，一方面由于公司费用管控能力依旧突出，2020年期间费用率约为13%，同比下降约0.94个pct，其中管理费用下降约0.73个pct，主要是由于公司聘请中介机构费用减少所致；另一方面营业外收入增厚公司利润所致；我们认为，公司的规模优势、产品结构调整能力及精细化管理将使得公司更具 $\alpha$ 属性，在行业上行周期更加受益。**库存周转天数持续下降，资产负债表稳定：**报告期末公司商品库存周转天数约85天，较三季度末下滑约12天左右，主要是进入四季度，国内需求进一步恢复、海外疫情影响边际减弱，需求持续向好，公司产销向好库存快速下降，我们判断目前公司国内产品库存处于历史低位，行业供需格局仍偏紧；报告期末公司资产负债率约为50%，同环比下降约2个pct，资产负债表稳定。

**产能稳步扩张，巩固龙头地位：**近期公司第二条6万吨电子纱点火投产，而第3条15万吨智能制造生产线处于建设中，预计2021年年中投产；同时公司计划新建15万吨玻璃纤维短切原丝，主要用于热塑复合材料等高端产品，进一步调整产品结构；公司将第三条电子纱规划产能从6万吨提升至10万吨，并配套建设电子布生产线；公司也将启动桐乡基地4万吨技改5万吨以及埃及基地8万吨技改12万吨项目，预计21-22年公司产能保持每年新增20-30万吨，进一步提升行业市占率。

**行业供需格局偏紧，21年业绩高弹性可期：**当前行业供需持续改善，库存持续低位运行，部分厂家普通直接纱价格已经接近6000元/吨，创近年来新高；同时电子纱价格达到1.46-1.5万元/吨，主流电子布价格提涨至7.2元/米左右，电子纱持续涨价推升行业盈利弹性，由于当前电子器件终端需求旺盛，电子纱后市仍有提价预期；我们认为，由于玻纤需求与宏观经济紧密相关，典型的顺周期品种，目前国内经济强劲有韧性，海外经济加速恢复，预计需求将稳定增长；而从供给端来看，21年新增产能有限，短期产能冲击不大，偏紧供需格局或将持续，巨石作为行业龙头，21年将迎量价齐升，业绩弹性十足。

**投资建议：**考虑到海外需求加速恢复，行业景气度持续上行，我们调整2021-2022年公司归母净利润分别为48.3和55.5亿元，对应EPS分别为1.38和1.59元，对应21-22年PE估值分别为15.9和13.9倍，上调目标价至34.5（原19.14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：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11666	15925	17648	18444
(+/-%)	11.18	36.50	10.82	4.51
净利润(百万元)	2416	4834	5554	5911
(+/-%)	13.49	100.09	14.89	6.42
摊薄每股收益(元)	0.69	1.38	1.59	1.69
市盈率(PE)	31.89	15.94	13.87	13.04

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)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1446	1870	581	6423	6210	营业收入	<b>10493</b>	<b>11666</b>	<b>15925</b>	<b>17648</b>	<b>18444</b>
应收和预付款项	5185	6311	10842	8145	11688	营业成本	-6773	-7725	-8706	-9411	-9707
存货	2070	1580	1981	1868	2102	营业税金及附加	-61	-102	-139	-154	-161
其他流动资产	450	1341	1341	1341	1341	销售费用	-88	-134	-183	-203	-212
流动资产合计	<b>9150</b>	<b>11102</b>	<b>14746</b>	<b>17778</b>	<b>21341</b>	管理费用	-861	-899	-1227	-1359	-1421
长期股权投资	1231	1369	1369	1369	1369	财务费用	-515	-485	-542	-542	-542
投资性房地产	0	0	0	1	2	资产减值损失	-6	-144	-144	-144	-144
固定资产	19553	20815	21241	21860	22560	投资收益	64	185	185	185	185
在建工程	2188	1941	2371	2585	2693	公允价值变动	41	-8	0	0	0
无形资产开发支出	803	783	771	759	746	营业利润	<b>2295</b>	<b>2355</b>	<b>5169</b>	<b>6020</b>	<b>6442</b>
长期待摊费用	0	0	0	1	2	其他非经营损益	242	499	549	549	549
其他非流动资产	679	727	727	725	723	利润总额	<b>2537</b>	<b>2854</b>	<b>5718</b>	<b>6570</b>	<b>6992</b>
资产总计	<b>33604</b>	<b>36737</b>	<b>41224</b>	<b>45077</b>	<b>49436</b>	所得税	-424	-444	-890	-1022	-1088
短期借款	7009	4815	4815	4815	4815	净利润	<b>2113</b>	<b>2410</b>	<b>4829</b>	<b>5548</b>	<b>5904</b>
应付和预收款项	2411	2175	2617	2493	2751	少数股东损益	15	6	6	7	7
长期借款	5346	6264	6264	6264	6264	归母股东净利润	<b>2129</b>	<b>2416</b>	<b>4834</b>	<b>5554</b>	<b>5911</b>
其他负债	2758	5138	5138	5138	5138						
负债合计	<b>17524</b>	<b>18391</b>	<b>18834</b>	<b>18709</b>	<b>18967</b>						
股本	3502	3502	3502	3502	3502	<b>预测指标</b>					
资本公积	3963	4340	4823	5379	5970		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	8181	9595	13161	16590	20106	毛利率	34.9%	32.9%	44.5%	45.8%	46.5%
归母公司股东权益	15647	17437	21486	25471	29578	销售净利率	20.3%	20.7%	30.4%	31.5%	32.0%
少数股东权益	434	910	904	897	890	销售收入增长率	4.6%	11.2%	36.5%	10.8%	4.5%
股东权益合计	<b>16081</b>	<b>18346</b>	<b>22390</b>	<b>26368</b>	<b>30469</b>	EBIT 增长率	-16.0%	3.6%	102.0%	15.0%	6.5%
负债和股东权益	<b>33604</b>	<b>36737</b>	<b>41224</b>	<b>45077</b>	<b>49436</b>	净利润增长率	-10.3%	13.5%	100.1%	14.9%	6.4%
						ROE	13.6%	13.9%	22.5%	21.8%	20.0%
						ROA	6.3%	6.6%	11.7%	12.3%	12.0%
						ROIC	8.4%	8.6%	14.6%	17.8%	16.6%
						EPS (X)	0.61	0.69	1.38	1.59	1.69
						PE (X)	36.19	31.89	15.94	13.87	13.04
						PB (X)	4.92	4.42	3.59	3.03	2.60
						PS (X)	7.34	6.60	4.84	4.37	4.18
						EV/EBITDA (X)	22.73	21.24	13.92	12.21	11.48

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	zhafll@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。