

公司研究

行业高景气延续，关注产能扩张情况

——中国巨石（600176.SH）2020年报点评

要点

2020年公司归母净利润同比上升13.4%，EPS 0.69元：

2020年公司实现营业收入116.7亿元，同增11.2%，归母净利润24.2亿元，同增13.4%，EPS 0.69元；收到政府补贴2.4亿元，扣非后净利润19.4亿元，同增4.6%。单4季度公司营收37.9亿元，同增37.6%，归母净利润11.4亿元，同增95.9%，EPS 0.32元。利润分配预案：每10股派发现金红利2.24元（含税），以资本公积金向全体股东每10股转增1.43股。

产品价格大幅提升，经营效率改善：

报告期内公司综合毛利率33.8%，同降1.7个百分点；销售、管理、研发和财务费率分别为0.9%、4.8%、2.9%、4.2%，同比变动0、-0.7、0.2、-0.8个百分点，期间费率12.7%，同降1.2个百分点。单4季度销售、管理、研发和财务费率为0.7、3.3%、3.6%、3.2%，受19年调整口径影响不进一步分析。

2020年中国玻璃纤维纱总产量达到541万吨，同比增长2.64%，尽管受新冠肺炎疫情影响出口承压，但因行业内净新增产能有限，内需快速修复，特别是风电抢装以及三季度后需求整体回暖，行业供需格局出现较大的改善，从20年下半年起玻纤价格连续上涨，至21年1季度价格达到近年来价格新高，距价格最低点涨幅50%，行业内企业盈利水平出现显著改善。

行业高景气延续，关注产能扩张情况：

巨石全年玻纤销量208.6万吨，同增19.2%，均价5296元/吨，同降6.7%。巨石持续加大对高性能玻纤产品的开发，坚持产品高端化战略优化营收结构，通过提高生产率降低综合能耗，继续在成本上保持行业领先优势。20年公司共投产40万吨新产能，21年3月6万吨细纱已投产，后期产能亦将持续增长。行业需求高景气维持，价格进一步提涨有限，重点关注产能扩张情况。

盈利预测与估值评级：

中国巨石是世界玻纤巨头，在产品研发、技术、生产规模、产能布局、成本管控等优势显著；生产规模不断扩大且产品结构不断优化。玻纤及相关产品价格大幅提升，新冠疫苗大范围接种，预计后期出口有望出现改善，我们上调公司21-22年预测净利润为34.9和40.4亿元（较原预测上调33%、38%），新增23年净利润41.2亿元，对应EPS 1.00、1.15、1.18元，维持“买入”评级。

风险提示：玻纤产品价格下跌风险；原燃料价格上涨风险；汇率波动导致汇兑损失风险；高贸易壁垒风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,493	11,666	13,978	15,253	15,953
营业收入增长率	4.59%	11.18%	19.82%	9.12%	4.59%
净利润（百万元）	2,129	2,416	3,491	4,035	4,125
净利润增长率	-10.32%	13.49%	44.48%	15.60%	2.22%
EPS（元）	0.61	0.69	1.00	1.15	1.18
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.61%	13.86%	17.33%	17.44%	15.83%
P/E	36	32	22	19	19
P/B	4.9	4.4	3.8	3.3	3.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-19

买入（维持）

当前价：22.00元

作者

分析师：

胡添雅

执业证书编号：S0930518110002

021-52523817

hutianya@ebscn.com

孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

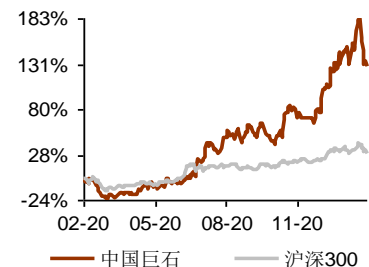
021-52523822

sunwf@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	35.02
总市值(亿元)	770.51
一年最低/最高(元)	7.37/28.74
近3月换手率	85.03%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.77	26.00	153.13
绝对	-12.32	25.21	194.96

资料来源：Wind

相关研报

需求高景气带来玻纤连续涨价——2020年三季报点评（2020-10-27）

销量增长库存下降，玻纤景气度向好——2020年中报点评（2020-08-19）

危与机并存，龙头优势显著——2019年年报点评（2020-03-24）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,493	11,666	13,978	15,253	15,953
营业成本	6,773	7,725	8,280	9,017	9,423
折旧和摊销	1,102	1,273	3,175	3,438	3,742
税金及附加	61	102	122	133	139
销售费用	88	134	122	128	134
管理费用	577	557	615	610	606
研发费用	284	342	335	366	383
财务费用	515	485	489	503	495
投资收益	64	185	100	100	100
营业利润	2,524	2,871	4,195	4,847	4,953
利润总额	2,537	2,854	4,178	4,830	4,937
所得税	424	444	698	807	825
净利润	2,113	2,410	3,480	4,024	4,113
少数股东损益	-15	-6	-10	-12	-12
归属母公司净利润	2,129	2,416	3,491	4,035	4,125
EPS(按最新股本计)	0.61	0.69	1.00	1.15	1.18

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,769	2,052	6,708	7,583	8,191
净利润	2,129	2,416	3,491	4,035	4,125
折旧摊销	1,102	1,273	3,175	3,438	3,742
净营运资金增加	1,603	-412	361	454	153
其他	-2,065	-1,226	-319	-344	170
投资活动产生现金流	-4,778	-1,528	-3,881	-4,025	-4,000
净资本支出	-4,907	-1,483	-4,050	-4,050	-4,050
长期投资变化	1,231	1,369	0	0	0
其他资产变化	-1,102	-1,414	169	25	50
融资活动现金流	2,029	-91	-2,768	-3,382	-2,188
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,237	-1,277	-1,494	-1,835	-486
无息负债变化	497	2,144	6	310	173
净现金流	-43	421	59	176	2,003

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	35.5%	33.8%	40.8%	40.9%	40.9%
EBITDA 率	37.8%	37.7%	54.9%	55.3%	56.5%
EBIT 率	27.3%	26.8%	32.2%	32.8%	33.0%
税前净利润率	24.2%	24.5%	29.9%	31.7%	30.9%
归母净利润率	20.3%	20.7%	25.0%	26.5%	25.9%
ROA	6.3%	6.6%	9.2%	10.2%	9.8%
ROE (摊薄)	13.6%	13.9%	17.3%	17.4%	15.8%
经营性 ROIC	8.8%	9.5%	12.8%	13.7%	14.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	52%	50%	45%	39%	36%
流动比率	0.78	0.96	1.14	1.48	1.89
速动比率	0.61	0.82	0.91	1.18	1.55
归母权益/有息债务	1.27	1.57	2.10	2.99	3.59
有形资产/有息债务	2.60	3.19	3.82	4.91	5.59

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	33,604	36,737	37,945	39,401	41,993
货币资金	1,446	1,870	1,929	2,105	4,108
交易性金融资产	2	31	10	10	10
应收帐款	1,361	1,127	1,646	1,983	2,074
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	135	1,112	182	198	207
存货	2,070	1,580	2,314	2,535	2,657
其他流动资产	4,005	5,275	5,275	5,275	5,275
流动资产合计	9,150	11,102	11,573	12,337	14,570
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	1,231	1,369	1,369	1,369	1,369
固定资产	19,553	20,815	19,642	18,614	17,587
在建工程	2,188	1,941	3,556	4,767	5,675
无形资产	803	783	817	850	882
商誉	473	473	473	473	473
其他非流动资产	5	4	4	4	4
非流动资产合计	24,454	25,635	26,372	27,063	27,423
总负债	17,524	18,391	16,903	15,379	15,066
短期借款	6,611	4,201	2,921	786	0
应付账款	1,272	1,743	1,573	1,713	1,790
应付票据	1,139	431	1,408	1,533	1,602
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,613	3,548	3,548	3,548	3,548
流动负债合计	11,666	11,546	10,145	8,320	7,707
长期借款	3,149	4,430	4,730	5,030	5,330
应付债券	2,197	1,833	1,833	1,833	1,833
其他非流动负债	144	193	193	193	193
非流动负债合计	5,858	6,845	6,759	7,059	7,359
股东权益	16,081	18,346	21,042	24,022	26,927
股本	3,502	3,502	3,502	3,502	3,502
公积金	3,963	4,340	4,689	5,092	5,477
未分配利润	8,058	9,709	12,066	14,654	17,187
归属母公司权益	15,647	17,437	20,143	23,134	26,052
少数股东权益	434	910	899	887	875

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.84%	1.15%	0.87%	0.84%	0.84%
管理费用率	5.50%	4.77%	4.40%	4.00%	3.80%
财务费用率	4.91%	4.16%	3.50%	3.30%	3.10%
研发费用率	2.70%	2.93%	2.40%	2.40%	2.40%
所得税率	17%	16%	17%	17%	17%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.19	0.22	0.30	0.34	0.35
每股经营现金流	0.79	0.59	1.92	2.17	2.34
每股净资产	4.47	4.98	5.75	6.61	7.44
每股销售收入	3.00	3.33	3.99	4.36	4.55

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	36	32	22	19	19
PB	4.9	4.4	3.8	3.3	3.0
EV/EBITDA	22.5	20.1	11.3	10.1	9.2
股息率	0.9%	1.0%	1.4%	1.6%	1.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------