

证券研究报告—动态报告

建材

其他建材 II

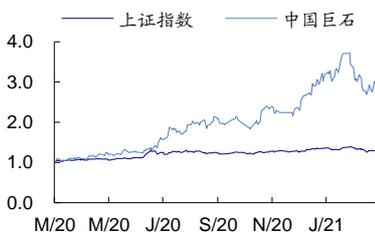
中国巨石(600176)
买入

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 23 日

一年该股与上证综指走势比较



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
上证综指/深圳成指	3,405/13,606
12 个月最高/最低(元)	28.74/7.52

相关研究报告:

《中国巨石-600176-2020 年中报点评: 销量逆势增长, 业绩有望逐季改善》——2020-08-19
 《中国巨石-600176-2019 年年报点评: 业绩符合预期, 积极因素逐步积累》——2020-03-24
 《中国巨石-600176-2019 年中报点评: 业绩阶段性承压, 持续发展后劲足》——2019-08-22
 《中国巨石-600176-2018 年年报点评: 业绩稳健增长, 持续看好中长期发展》——2019-03-21
 《中国巨石-600176-2018 年三季报点评: 盈利稳健增长, 产能有序投放》——2018-10-19

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

联系人: 冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

高景气持续, 业绩弹性凸显

● 业绩逐季提升超预期, 非经常性损益进一步增厚利润

2020 年公司实现营收 116.7 亿元, 同增 11.2%, 归母净利润 24.2 亿元, 同增 13.5%, 扣非归母净利润 19.4 亿元, 同增 4.6%, 其中非经常性损益主要是成都搬迁补偿确认资产处置收益 3.52 亿元, EPS 为 0.69 元/股, 并拟 10 转 1.43 派 2.24 元。Q4 单季实现营收 37.9 亿元, 同增 37.6%, 环增 27.03%, 归母净利润 11.4 亿元, 同增 95.9%, 环增 119.7%。

● 销量逆势增长, Q4 盈利大幅提升

2020 年公司实现粗纱及制品销量 208.6 万吨, 同增 19.4%, 电子布销量 3.78 亿米, 均创历史之最, 玻纤及制品收入 110.46 亿元, 同增 11.1%, 占全部收入比例 94.7%; 分地区来看, 海外收入同比下滑 14.8%, 国内收入同比增长 29.7%, 国内占比 67.4%, 同比提升 9.78pct, 主要受益于公司积极调整产品结构和拓展大客户, 主动出击抢占市场, 积极扩大市场份额, 有效对冲海外疫情影响并为未来发展奠定客户基础。全年实现综合毛利率 33.8%, 同比下滑 1.67 pct, 其中玻纤及制品毛利率 35.1%, 同比下滑 1.71pct, 但受益于 Q4 以来玻纤价格集中大幅涨价, Q4 单季度毛利率 40.3%, 同比提升 17.31pct, 环比提升 11.46pct。

● 智能制造持续领跑, 产品结构不断升级

智能制造持续领跑, 先进制造优势不断加强, 其中: 1) 桐乡智能制造二期 15 万吨生产线已于 2020 年 6 月点火, 二期 6 万吨电子纱暨 3 亿米电子布生产线于 2021 年 3 月点火(目前产能合计达 16.5 万吨); 成都 25 万吨智能制造基地已于 2020 年 11 月全面投产; 2) 拟于 H1 和 12 月启动对桐乡 4 万吨生产线和埃及第一条 8 万吨生产线冷修改造。同时, 公司于 3 月 20 日公告, 拟将电子纱三期生产线的产能由原来的 6 万吨提升至 10 万吨, 产品结构由 2116、1080 和 7628 系列全部调整为 7628 系列电子布, 并拟投建年产 15 万吨玻纤短切原丝生产线, 预计 2022H1 建成投产, 将进一步优化产品结构, 提升盈利能力。

● 高景气持续, 业绩弹性凸显, 维持“买入”评级

在全球经济复苏预期下, 玻纤需求有支撑, 同时供给端新增产能较少, 叠加冷修周期带来阶段性供给改善, 看好玻纤景气向上持续性, 同时看好公司作为全球玻纤龙头的竞争优势, 智能制造助力产能和产品升级, 公司成长确定性高、业绩弹性大。预计 21-23 年 EPS 分别为 1.40/1.61/1.81 元/股, 对应 PE 为 15.8/13.6/12.1x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 经济复苏不及预期; 供给超预期增加; 贸易摩擦持续升级
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,493	11,666	16,346	18,580	20,501
(+/-%)	4.6%	11.2%	40.1%	13.7%	10.3%
净利润(百万元)	2129	2416	4890	5654	6343
(+/-%)	-10.3%	13.5%	102.4%	15.6%	12.2%
摊薄每股收益(元)	0.61	0.69	1.40	1.61	1.81
EBIT Margin	28.5%	27.0%	39.3%	40.0%	40.5%
净资产收益率(ROE)	13.6%	13.9%	24.0%	23.8%	23.0%
市盈率(PE)	36.2	31.9	15.8	13.6	12.1
EV/EBITDA	23.1	21.6	11.3	10.2	9.3
市净率(PB)	4.92	4.42	3.78	3.24	2.79

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

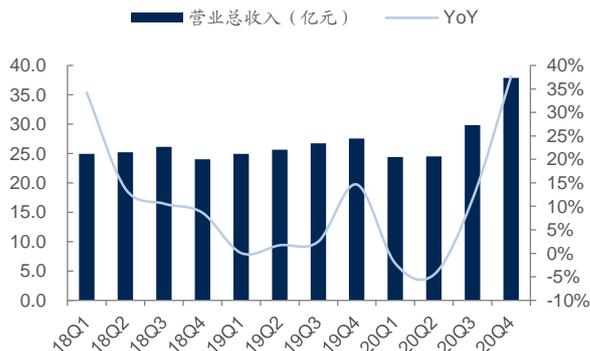
业绩逐季提升超预期，非经常性损益进一步增厚利润。2020 年公司实现营业收入 116.66 亿元，同比增长 11.18%，实现归母净利润 24.16 亿元，同比增长 13.49%，扣非归母净利润 19.42 亿元，同比增长 4.6%，其中非经常性损益主要是巨石成都搬迁补偿确认资产处置收益 3.52 亿元，EPS 为 0.6899 元/股，并拟 10 转 1.43 派 2.24 元。Q4 单季度实现营业收入 37.91 亿元，同比增长 37.6%，环比增长 27.03%，归母净利润 11.37 亿元，同比增长 95.9%，环比增长 119.69%。

图 1：公司营业收入及同比增速



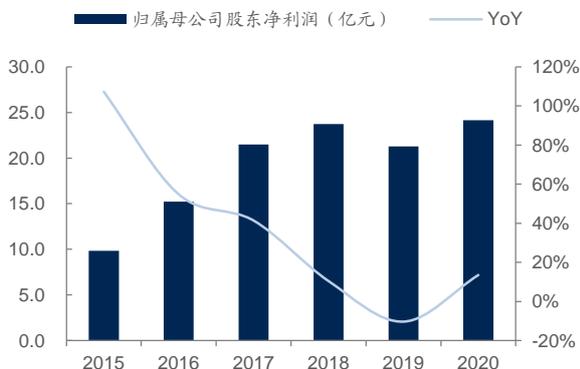
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及同比增速



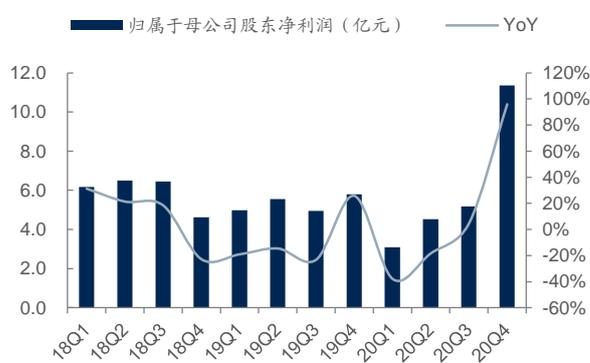
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

销量逆势增长，Q4 盈利大幅提升。2020 年公司实现粗纱及制品销量 208.59 万吨，同比增长 19.4%，电子布销量 3.78 亿米，均创历史之最，实现玻纤及制品收入 110.46 亿元，同比增长 11.13%，占全部收入比例 94.68%；分地区来看，海外收入同比下滑 14.76%，国内收入同比增长 29.66%，国内占比 67.42%，同比提升 9.78pct，主要受益于公司积极调整产品结构和拓展大客户，主动出击抢占市场，积极扩大市场份额，有效对冲海外疫情影响并为未来发展奠定客户基础。全年实现综合毛利率 33.78%，同比下滑 1.67 pct，其中玻纤及制品毛利率 35.14%，同比下滑 1.71pct，但受益于 Q4 以来玻纤价格集中大幅涨价，Q4 单季度毛利率 40.26%，同比提升 17.31pct，环比提升 11.46pct。

图 5: 公司玻纤纱及制品销量和同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司电子布产销量



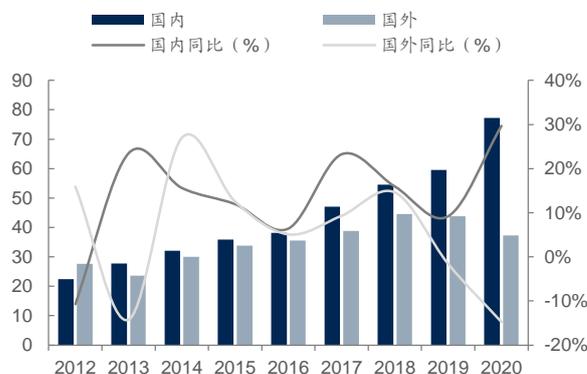
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司主要产品玻纤及制品毛利率



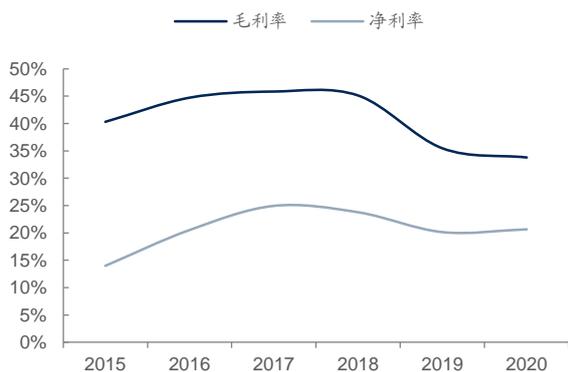
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司分地区收入及同比增速



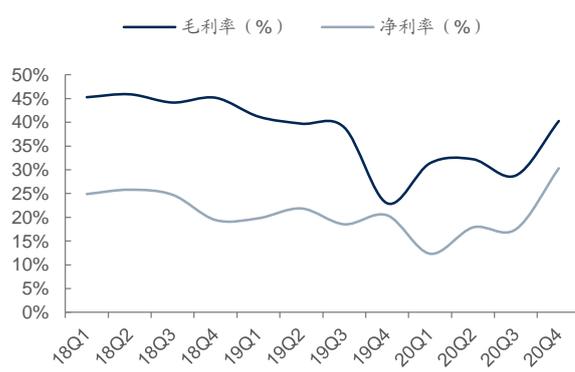
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司单季度毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

智能制造持续领跑，产品结构不断升级。智能制造持续领跑，先进制造优势不断加强，其中：1) 桐乡智能制造二期年产 15 万吨生产线已于 2020 年 6 月点火，二期年产 6 万吨电子纱暨 3 亿米电子布生产线于 2021 年 3 月点火（目前电子纱产能合计达 16.5 万吨）；成都 25 万吨智能制造基地已于 2020 年 11 月全面投产；2) 拟于 H1 和 12 月启动对桐乡 4 万吨生产线和埃及第一条 8 万吨

生产线冷修改造，单耗及成本有望进一步下降。同时，公司于3月20日公告，为契合市场需求，拟调整电子纱三期生产线的产能规划和产品结构，产能由原来的6万吨提升至10万吨，产品结构由2116系列、1080系列和7628系列全部调整为7628系列电子布，并拟投建一条年产15万吨玻纤短切原丝生产线，预计2022H1建成投产，将进一步优化产品结构，提升盈利能力。

投资建议：高景气持续，业绩弹性凸显，维持“买入”评级。在全球经济复苏预期下，玻纤需求有支撑，同时供给端新增产能较少，叠加冷修周期带来阶段性供给改善，看好玻纤景气向上持续性，同时看好公司作为全球玻纤龙头的竞争优势，智能制造助力产能和产品升级，公司成长确定性高、业绩弹性凸显。预计21-23年EPS分别为1.40/1.61/1.81元/股，对应PE为15.8/13.6/12.1x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1870	4783	8924	13085	营业收入	11666	16346	18580	20501
应收款项	2239	3294	3932	4555	营业成本	7725	8843	9940	10866
存货净额	1580	1641	1890	2118	营业税金及附加	102	131	149	164
其他流动资产	5382	6991	8260	8941	销售费用	134	180	186	205
流动资产合计	11102	16740	23036	28731	管理费用	557	767	867	954
固定资产	22852	22584	21461	20423	财务费用	485	569	641	658
无形资产及其他	783	851	935	1036	投资收益	185	120	126	126
投资性房地产	631	631	631	631	资产减值及公允价值变动	136	50	50	50
长期股权投资	1369	1449	1558	1652	其他收入	(114)	(220)	(260)	(300)
资产总计	36737	42256	47621	52474	营业利润	2871	5806	6713	7531
短期借款及交易性金融负债	4815	8000	8400	8820	营业外净收支	(17)	0	0	0
应付款项	2175	2281	2653	3003	利润总额	2854	5806	6713	7531
其他流动负债	4557	3762	4886	5081	所得税费用	444	929	1074	1205
流动负债合计	11546	14043	15939	16904	少数股东损益	(6)	(13)	(15)	(17)
长期借款及应付债券	6264	6264	6264	6264	归属于母公司净利润	2416	4890	5654	6343
其他长期负债	582	672	752	837					
长期负债合计	6845	6935	7015	7100	现金流量表 (百万元)				
负债合计	18391	20978	22954	24004	净利润	2416	4890	5654	6343
少数股东权益	910	907	904	901	资产减值准备	93	9	(6)	(7)
股东权益	17437	20370	23763	27568	折旧摊销	1273	2244	2410	2506
负债和股东权益总计	36737	42256	47621	52474	公允价值变动损失	(136)	(50)	(50)	(50)
					财务费用	485	569	641	658
					营运资本变动	689	(3218)	(584)	(910)
					其它	(96)	(12)	3	4
					经营活动现金流	4239	3863	7427	7886
					资本开支	(2497)	(2100)	(1315)	(1512)
					其它投资现金流	(29)	0	0	0
					投资活动现金流	(2664)	(2180)	(1424)	(1607)
					权益性融资	973	0	0	0
					负债净变化	1282	0	0	0
					支付股利、利息	(1127)	(1956)	(2261)	(2537)
					其它融资现金流	(2433)	3185	400	420
					融资活动现金流	(1151)	1229	(1861)	(2117)
					现金净变动	423	2913	4141	4162
					货币资金的期初余额	1446	1870	4783	8924
					货币资金的期末余额	1870	4783	8924	13085
					企业自由现金流	2124	2323	6759	7066
					权益自由现金流	972	5030	6620	6934

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.69	1.40	1.61	1.81
每股红利	0.32	0.56	0.65	0.72
每股净资产	4.98	5.82	6.78	7.87
ROIC	10%	18%	21%	23%
ROE	14%	24%	24%	23%
毛利率	34%	46%	47%	47%
EBIT Margin	27%	39%	40%	41%
EBITDA Margin	38%	53%	53%	53%
收入增长	11%	40%	14%	10%
净利润增长率	13%	102%	16%	12%
资产负债率	53%	52%	50%	47%
息率	1.5%	2.5%	2.9%	3.3%
P/E	31.9	15.8	13.6	12.1
P/B	4.4	3.8	3.2	2.8
EV/EBITDA	21.6	11.3	10.2	9.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032