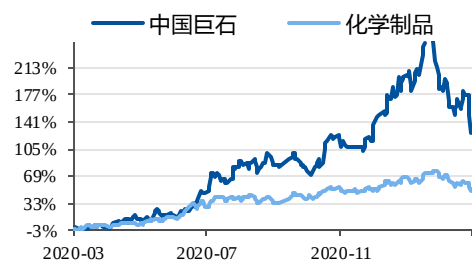


**公司点评**
**中国巨石 (600176)**
**化工 | 化学制品**
**行业迎来景气，公司业绩亮眼**
**2021 年 03 月 26 日**
**评级 推荐**

评级变动 调高

**合理区间 24.4-26.8 元**
**交易数据**

|              |            |
|--------------|------------|
| 当前价格 (元)     | 18.28      |
| 52 周价格区间 (元) | 7.83-28.74 |
| 总市值 (百万)     | 64022.17   |
| 流通市值 (百万)    | 64022.17   |
| 总股本 (万股)     | 350230.68  |
| 流通股 (万股)     | 350230.68  |

**涨跌幅比较**


| %    | 1M     | 3M    | 12M   |
|------|--------|-------|-------|
| 中国巨石 | -24.56 | -3.18 | 142.3 |
| 化学制品 | -7.83  | -0.6  | 52.61 |

**周策**

 执业证书编号: S0530519020001  
zhouce@cfzq.com

**分析师**

0731-84779582

**尹盟**

yinmeng@cfzq.com

**研究助理**
**相关报告**

- 《中国巨石: 中国巨石 (600176) 公司点评: 海外疫情拖累半年业绩, 静待下半年行业复苏》2020-08-21
- 《中国巨石: 中国巨石 (600176.SH) 2018 年报点评: Q4 业绩不及预期, 龙头长期优势不改》2019-03-26
- 《中国巨石: 中国巨石 (600176.SH) 三季报点评-业绩稳定增长, 期待产能释放》2018-10-26

| 预测指标       | 2019A    | 2020A    | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入 (百万元) | 10493.29 | 11666.20 | 15516.04 | 17533.13 | 19286.44 |
| 净利润 (百万元)  | 2128.87  | 2416.11  | 4265.13  | 4774.38  | 5267.74  |
| 每股收益 (元)   | 0.61     | 0.69     | 1.22     | 1.36     | 1.50     |
| 每股净资产 (元)  | 4.47     | 4.98     | 5.83     | 6.76     | 7.77     |
| P/E        | 30.07    | 26.50    | 15.01    | 13.41    | 12.15    |
| P/B        | 4.09     | 3.67     | 3.13     | 2.71     | 2.35     |

资料来源: 贝格数据, 财信证券

**投资要点:**

- **事件:** 公司发布 2020 年年报, 2020 年公司实现营业收入 116.66 亿元, 同比增长 11.18%; 实现归属于母公司所有者的净利润 24.16 亿元, 同比增长 13.49%; 实现扣非归母净利润 19.42 亿元, 同比增长 4.6%。其中单四季度实现营收 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 95.90%; 实现扣非归母净利润 7.97 亿元, 同比增长 98.77%, 四季度业绩历史最高。公司在四季度确认 3.82 亿元的资产处置收益, 这部分包括 3.52 亿元的巨石成都整厂搬迁补偿款。
- **2020 年 Q3 起行业景气度回暖:** 玻纤主流产品自 2020 年 Q3 开始价格上调, 据卓创资讯, 去年 8 月末至今, 无碱玻璃纤维纱均价涨幅超过 30%, 电子纱均价涨幅超过 80%, 在下游汽车、建筑和电子领域需求持续旺盛的情况下, 行业库存低位运行。分季度来看, 公司 2020 年一季度到四季度分别实现营收 24.42/24.49/29.84/37.91 亿元, 分别同比 -2.17%/-4.55%/11.51%/37.60%; 实现归母净利润 3.1/4.53/5.17/11.37 亿元, 分别同比 -37.95%/-18.42%/4.52%/95.90%; 从毛利率的角度来看, 四个季度公司销售毛利率分别为 31.39%/32.22%/28.80%/40.26%, 四季度玻纤价格提升使公司毛利水平大幅提升。从销量的角度来看, 公司 2020 年公司实现粗纱及制品销量 208.59 万吨, 同比提升 19.4%, 电子布销量 3.78 亿米, 达历史最高水平, 公司 2020 年迎量价齐升。
- **冷修技改、新建项目持续投放:** 公司公告部分产线的冷修技改和新建项目, 公司将投资 17.96 亿元在浙江省桐乡市经济开发区新建一条玻璃纤维池窑拉丝生产线, 总设计年生产能力为 15 万吨玻璃纤维短切原丝, 项目建设周期 1 年, 计划于 2021 年上半年开工建设; 桐乡总部基地一条 4 万吨产线冷修升级至 5 万吨; 桐乡智能制造基地细纱三期产能由原来的 6 万吨提升至 10 万吨, 产品结构全部调整为 7628 系列的电子布; 埃及产线将年产 8 万吨冷修改造为年产 12 万吨生产线。2022 年公司新增粗纱产能 20 万吨, 新增电子纱产能 10 万吨, 电子布产能 3 亿米, 公司吨成本将进一步下降。
- **投资建议:** 玻纤行情持续景气, 公司成本优势突出, 我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 42.65/47.74/52.67 亿元, 对应 EPS 分别

为 1.22/1.36/1.50 元；对应现价 PE 15.01/13.41/12.15 倍，考虑公司行业龙头地位，我们给予公司 2021 年底 20-22 倍 PE，股价合理区间 24.4-26.8 元，给予公司“推荐”评级。

➤ 风险提示：玻纤下游需求不及预期；产能扩张超预期

## 财务预测摘要

| 利润表               | 2019A            | 2020A            | 2021E            | 2022E            | 2023E            | 财务指标           | 2019A        | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>10493.29</b>  | <b>11666.20</b>  | <b>15516.04</b>  | <b>17533.13</b>  | <b>19286.44</b>  | <b>成长性</b>     |              |              |              |              |              |
| 减:营业成本            | 6,772.70         | 7,724.85         | 8,999.30         | 10,344.55        | 11,379.00        | 营业收入增长率        | 4.6%         | 11.2%        | 33.0%        | 13.0%        | 10.0%        |
| 营业税费              | 61.35            | 101.66           | 119.40           | 130.07           | 153.18           | 营业利润增长率        | -11.0%       | 13.8%        | 76.7%        | 12.1%        | 10.1%        |
| 销售费用              | 88.31            | 134.21           | 150.51           | 140.27           | 154.29           | 净利润增长率         | -10.3%       | 13.5%        | 76.5%        | 11.9%        | 10.3%        |
| 管理费用              | 576.84           | 556.89           | 775.80           | 876.66           | 964.32           | EBITDA 增长率     | -5.3%        | 12.7%        | 44.0%        | 9.4%         | 8.1%         |
| 财务费用              | 515.24           | 485.00           | 440.37           | 445.46           | 471.52           | EBIT 增长率       | -10.0%       | 11.7%        | 58.9%        | 11.2%        | 9.8%         |
| 资产减值损失            | -5.89            | -144.01          | -                | -                | -                | NOPLAT 增长率     | -5.7%        | 11.9%        | 63.6%        | 11.1%        | 10.0%        |
| 加:公允价值变动收益        | 41.48            | -7.68            | -0.07            | -                | -                | 投资资本增长率        | 12.0%        | 2.0%         | 1.8%         | -4.6%        | -10.8%       |
| 投资和汇兑收益           | 64.24            | 184.73           | 43.00            | 91.88            | 95.96            | 净资产增长率         | 10.3%        | 14.1%        | 16.3%        | 15.2%        | 14.5%        |
| <b>营业利润</b>       | <b>2,523.52</b>  | <b>2,870.98</b>  | <b>5,073.60</b>  | <b>5,688.02</b>  | <b>6,260.09</b>  | <b>利润率</b>     |              |              |              |              |              |
| 加:营业外净收支          | 13.46            | -17.21           | -                | -                | -                | 毛利率            | 35.5%        | 33.8%        | 42.0%        | 41.0%        | 41.0%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>2,536.98</b>  | <b>2,853.77</b>  | <b>5,073.60</b>  | <b>5,688.02</b>  | <b>6,260.09</b>  | 营业利润率          | 24.0%        | 24.6%        | 32.7%        | 32.4%        | 32.5%        |
| 减:所得税             | 423.52           | 444.01           | 808.47           | 913.64           | 992.35           | 净利润率           | 20.3%        | 20.7%        | 27.5%        | 27.2%        | 27.3%        |
| <b>净利润</b>        | <b>2128.87</b>   | <b>2416.11</b>   | <b>4265.13</b>   | <b>4774.38</b>   | <b>5267.74</b>   | EBITDA/营业收入    | 40.1%        | 40.7%        | 44.0%        | 42.6%        | 41.9%        |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2019A</b>     | <b>2020A</b>     | <b>2021E</b>     | <b>2022E</b>     | <b>2023E</b>     | EBIT/营业收入      | 29.6%        | 29.7%        | 35.5%        | 35.0%        | 34.9%        |
| 货币资金              | 1,446.17         | 1,869.60         | 2,486.56         | 6,439.48         | 12,880.54        | <b>运营效率</b>    |              |              |              |              |              |
| 交易性金融资产           | 2.40             | 31.07            | 31.00            | 31.00            | 31.00            | 固定资产周转天数       | 618          | 625          | 486          | 421          | 364          |
| 应收账款              | 1,496.35         | 2,239.16         | 2,099.53         | 2,934.19         | 2,767.68         | 流动营业资本周转天数     | 78           | 85           | 78           | 89           | 67           |
| 应收票据              | -                | -                | 3,303.39         | 1,211.69         | 1,045.59         | 流动资产周转天数       | 282          | 312          | 322          | 358          | 411          |
| 预付账款              | 127.97           | 105.57           | 343.64           | 64.22            | 389.34           | 应收账款周转天数       | 47           | 58           | 50           | 52           | 53           |
| 存货                | 2,069.97         | 1,580.01         | 3,132.81         | 2,208.95         | 3,528.22         | 存货周转天数         | 64           | 56           | 55           | 55           | 54           |
| 其他流动资产            | 4,007.42         | 5,276.79         | 5,276.79         | 5,276.79         | 5,276.79         | 总资产周转天数        | 1,097        | 1,085        | 902          | 843          | 828          |
| 可供出售金融资产          | -                | -                | -                | -                | -                | 投资资本周转天数       | 871          | 836          | 641          | 559          | 469          |
| 持有至到期投资           | -                | -                | -                | -                | -                | <b>投资回报率</b>   |              |              |              |              |              |
| 长期股权投资            | 1,230.95         | 1,369.09         | 1,369.09         | 1,369.09         | 1,369.09         | ROE            | 13.6%        | 13.9%        | 20.9%        | 20.2%        | 19.3%        |
| 投资性房地产            | -                | -                | -                | -                | -                | ROA            | 6.3%         | 6.6%         | 10.4%        | 11.6%        | 11.1%        |
| 固定资产              | 19,596.98        | 20,910.94        | 20,973.96        | 20,060.46        | 18,903.18        | ROIC           | 10.6%        | 10.6%        | 16.9%        | 18.5%        | 21.3%        |
| 在建工程              | 2,187.73         | 1,941.44         | 582.43           | 174.73           | -                | <b>费用率</b>     |              |              |              |              |              |
| 无形资产              | 803.15           | 782.79           | 762.23           | 741.68           | 721.13           | 销售费用率          | 0.8%         | 1.2%         | 1.0%         | 0.8%         | 0.8%         |
| 其他非流动资产           | 635.15           | 630.82           | 630.19           | 629.55           | 628.92           | 管理费用率          | 5.5%         | 4.8%         | 5.0%         | 5.0%         | 5.0%         |
| <b>资产总额</b>       | <b>33,604.24</b> | <b>36,737.27</b> | <b>40,991.62</b> | <b>41,141.82</b> | <b>47,541.48</b> | 财务费用率          | 4.9%         | 4.2%         | 2.8%         | 2.5%         | 2.4%         |
| 短期债务              | 6,610.55         | 4,201.47         | 3,335.26         | 3,000.00         | 3,000.00         | 三费/营业收入        | 11.2%        | 10.1%        | 8.8%         | 8.3%         | 8.2%         |
| 应付账款              | 1,409.82         | 1,911.92         | 2,544.62         | 2,351.22         | 2,953.27         | <b>偿债能力</b>    |              |              |              |              |              |
| 应付票据              | 1,139.12         | 431.15           | 2,729.65         | 531.06           | 2,767.76         | 资产负债率          | 52.1%        | 50.1%        | 47.9%        | 40.3%        | 40.8%        |
| 其他流动负债            | 2,506.54         | 5,001.37         | 5,983.31         | 5,266.12         | 5,386.09         | 负债权益比          | 109.0%       | 100.2%       | 92.1%        | 67.4%        | 69.0%        |
| 长期借款              | 3,148.65         | 4,430.33         | 3,000.00         | 3,000.00         | 3,000.00         | 流动比率           | 0.78         | 0.96         | 1.14         | 1.63         | 1.84         |
| 其他非流动负债           | 2,709.02         | 2,414.83         | 2,058.22         | 2,417.33         | 2,296.79         | 速动比率           | 0.61         | 0.82         | 0.93         | 1.43         | 1.59         |
| <b>负债总额</b>       | <b>17,523.71</b> | <b>18,391.07</b> | <b>19,651.06</b> | <b>16,565.72</b> | <b>19,403.91</b> | 利息保障倍数         | 6.03         | 7.15         | 12.52        | 13.77        | 14.28        |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>433.91</b>    | <b>909.61</b>    | <b>909.61</b>    | <b>909.61</b>    | <b>909.61</b>    | <b>分红指标</b>    |              |              |              |              |              |
| 股本                | 3,502.31         | 3,502.31         | 3,502.31         | 3,502.31         | 3,502.31         | DPS(元)         | 0.19         | 0.22         | 0.40         | 0.44         | 0.49         |
| 留存收益              | 12,020.84        | 14,048.48        | 16,928.64        | 20,164.18        | 23,725.64        | 分红比率           | 31.8%        | 32.5%        | 32.5%        | 32.2%        | 32.4%        |
| <b>股东权益</b>       | <b>16,080.54</b> | <b>18,346.20</b> | <b>21,340.56</b> | <b>24,576.10</b> | <b>28,137.56</b> | 股息收益率          | 1.1%         | 1.2%         | 2.2%         | 2.4%         | 2.7%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2019A</b>     | <b>2020A</b>     | <b>2021E</b>     | <b>2022E</b>     | <b>2023E</b>     | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2019A</b> | <b>2020A</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |
| 净利润               | 2,113.46         | 2,409.76         | 4,265.13         | 4,774.38         | 5,267.74         | EPS(元)         | 0.61         | 0.69         | 1.22         | 1.36         | 1.50         |
| 加:折旧和摊销           | 1,102.30         | 1,274.08         | 1,316.54         | 1,341.75         | 1,352.56         | BVPS(元)        | 4.47         | 4.98         | 5.83         | 6.76         | 7.77         |
| 资产减值准备            | 51.31            | 144.01           | -                | -                | -                | PE(X)          | 30.07        | 26.50        | 15.01        | 13.41        | 12.15        |
| 公允价值变动损失          | -41.48           | 7.68             | -0.07            | -                | -                | PB(X)          | 4.09         | 3.67         | 3.13         | 2.71         | 2.35         |
| 财务费用              | 519.16           | 498.97           | 440.37           | 445.46           | 471.52           | P/FCF          | 128.34       | 107.02       | 33.93        | 11.66        | 7.86         |
| 投资收益              | -64.24           | -184.73          | -43.00           | -91.88           | -95.96           | P/S            | 6.10         | 5.49         | 4.13         | 3.65         | 3.32         |
| 少数股东损益            | -15.41           | -6.35            | -                | -                | -                | EV/EBITDA      | 17.87        | 15.59        | 10.46        | 8.95         | 7.48         |
| 营运资金的变动           | -2,693.27        | -726.82          | -1,809.50        | -64.13           | 1,514.40         | CAGR(%)        | 31.2%        | 29.8%        | 21.4%        | 31.2%        | 29.8%        |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>2,768.60</b>  | <b>2,051.50</b>  | <b>4,169.47</b>  | <b>6,405.58</b>  | <b>8,510.26</b>  | PEG            | 0.96         | 0.89         | 0.70         | 0.43         | 0.41         |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-4,778.16</b> | <b>-1,528.40</b> | <b>43.13</b>     | <b>91.88</b>     | <b>95.96</b>     | ROIC/WACC      | 1.09         | 1.09         | 1.74         | 1.90         | 2.19         |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>2,029.49</b>  | <b>-91.14</b>    | <b>-3,595.63</b> | <b>-2,544.55</b> | <b>-2,165.15</b> | REP            | 2.58         | 2.48         | 1.47         | 1.32         | 1.16         |

资料来源: 贝格数据, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

| 类别     | 投资评级 | 评级说明                          |
|--------|------|-------------------------------|
| 股票投资评级 | 推荐   | 投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上        |
|        | 谨慎推荐 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%  |
|        | 中性   | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%  |
|        | 回避   | 投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上        |
| 行业投资评级 | 领先大市 | 行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上       |
|        | 同步大市 | 行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5% |
|        | 落后大市 | 行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上       |

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438