

中国巨石 (600176)

证券研究报告

2021年04月27日

21Q1 扣非超预期，看好巨石成长性及行业景气持续

扣非超前期预告上沿，龙头巨石仍成长，维持“买入”评级

公司发布 21Q1 定期报告，报告期收入 40.0 亿，yoy+64% (较 19Q1 增长 60%)，QoQ+5%；归母净利 10.6 亿，yoy+244%，(较 19Q1 增长 113%)，接近前期预告上沿 (预告 yoy 区间 200-250%)，QoQ-6%；扣非归母净利 10.6 亿，yoy+221% (较 19Q1 增长 135%)，超前期预告上沿 (预告 yoy 区间 166-213%)，QoQ 33%。我们看好玻纤行业景气向上持续性，公司作为全球玻纤龙头，充分受益。坚定推进降本增效，产品结构优化，附加值提升值得期待，龙头仍成长。我们预计公司 21-23 年归母净利分别为 47/60/68 亿，维持“买入”评级，维持目标价 29.70 元 (对应 21 年 22x PE)。

21Q1 业绩环比高增，充分受益行业景气向上，存货周转历史最好水平

环比角度，21Q1 巨石产能没有太多变化，且推测因 20Q4 去库因素，21Q1 主要产品销量或环比小幅减少，我们判断 21Q1 扣非 QoQ 高增主因价格贡献 (据卓创资讯，21 年 3 月底巨石成都 2400tex 缠绕直接纱吨均价为 6,050，较 20 年底提升 400 元，21 年 3 月电子布主流报价在 7.2 元/米左右，较 20 年底 4.6 元/米左右提升约 2.6 元/米)；同时推测亦有前期提价逐步落实至执行层面因素贡献。21Q1 公司综合毛利率 43.5%，同增 12.1pct，期间费用率同减 3.6pct 至 11.4%，联营企业贡献同比增加及汇兑影响减弱，但报废固定资产增加致营业外支出增加较多，综合致归母净利率同增 13.9pct 至 26.6%。21Q1 公司应收账款、存货周转天数分别同减 23、52 天至 43、61 天，存货周转天数处于历史最低水平。20Q1 经营性现金流净流入 12.2 亿，为同期净利润 1.1 倍，回款优异。

看好玻纤行业景气向上持续性，龙头成长性不宜低估

玻纤作为替代材料性价比优势持续显现，需求短期有支撑，长期有空间。供给端玻纤纱产能投放节奏较前期明显放缓，且协会引导产能有序扩张。供需格局明显优化，20Q4 起玻纤价格迎来快速上涨，且 21Q1 价格仍有进一步上调，看好行业景气向上持续性，传统玻纤纱价格有较强支撑。受益 PCB 需求高景气，电子布短期供需紧张局面或有一定持续性，电子布价格维持较高水平或贡献可观业绩增量。巨石作为全球玻纤龙头，产能扩张节奏坚定，大力推进产线智能化技改等持续降本提效；热塑纱、电子布等或为“十四五”期间公司成长新引擎，产品结构持续优化，附加值提升值得期待，且抵御周期波动能力稳步提升，巨石成长性值得重视。

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

巨石作为全球玻纤行业龙头，规模优势明显，在行业景气向上阶段有望充分受益，而其成本优势、持续优化的产品结构是其抵御周期波动的坚固壁垒。我们看好本轮玻纤行业高景气持续性。我们维持前期业绩预测，预计公司 21-23 年净利润 47.4/60.2/68 亿元，YoY+96%/27%/13%，当前价格对应 21 年 PE 仅 14x，维持 21 年目标 PE 22x，对应目标价 29.70 元，维持“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)	30.07	26.50	13.49	10.63	9.42
市净率(P/B)	4.09	3.67	2.87	2.26	1.82
市销率(P/S)	6.10	5.49	4.01	3.39	3.08
EV/EBITDA	11.73	16.83	9.42	7.15	5.64

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 (维持评级)
当前价格	18.71 元
目标价格	29.70 元

基本数据

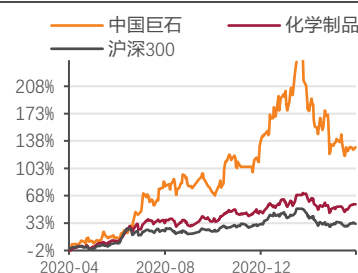
A 股总股本(百万股)	3,502.31
流通 A 股股本(百万股)	3,502.31
A 股总市值(百万元)	65,528.16
流通 A 股市值(百万元)	65,528.16
每股净资产(元)	5.29
资产负债率(%)	48.53
一年内最高/最低(元)	28.74/7.99

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



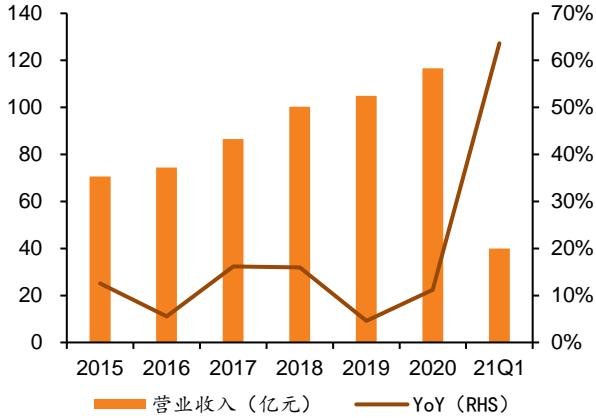
资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中国巨石-公司点评:21Q1 扣非环比较快增长，看好行业景气向上持续性》 2021-03-26
- 2 《中国巨石-年报点评报告:20Q4 业绩超预期，行业高景气，龙头仍成长》 2021-03-21
- 3 《中国巨石-半年报点评:盈利环比好转，行业趋势向好》 2020-08-19

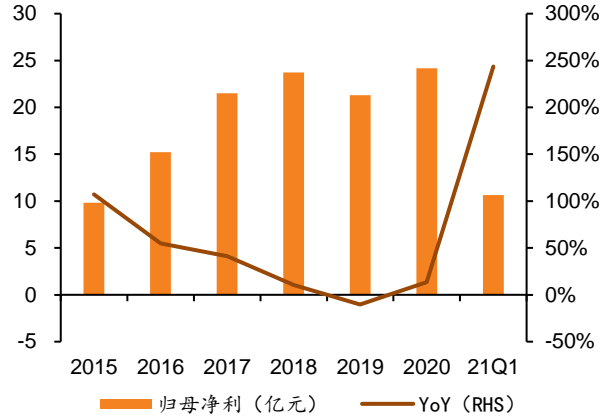
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司近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		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
002080.SZ	中材科技	377.2	22.48	1.22	1.63	1.95	18.4	13.8	11.5
300196.SZ	长海股份	69.1	16.91	0.66	1.13	1.42	25.5	15.0	11.9
603601.SH	再升科技	86.6	12.04	0.50	0.59	0.74	24.1	20.6	16.3
605006.SH	山东玻纤	72.6	14.51	0.34	0.92	1.15	42.1	15.7	12.6
603256.SH	宏和科技	84.0	9.57	0.14	0.22	0.33	66.9	44.4	29.3
平均值							35.4	21.9	16.3
中位数							25.5	15.7	12.6
600176.SH	中国巨石	655.3	18.71	0.69	1.35	1.72	27.1	13.8	10.9

注：股价时间 2021/04/26；除中国巨石外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	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	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
负债合计	17,523.71	18,391.07	25,083.96	23,599.67	27,136.61	成长能力					
少数股东权益	433.91	909.61	901.13	877.72	858.89	营业收入	4.59%	11.18%	36.70%	18.33%	10.24%
股本	3,502.31	3,502.31	3,502.31	3,502.31	3,502.31	营业利润	-11.04%	13.77%	95.35%	26.64%	13.06%
资本公积	3,438.67	3,726.14	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%
留存收益	12,020.84	14,048.48	18,792.91	24,813.80	31,613.54	获利能力					
其他	(3,315.20)	(3,840.34)	(3,726.14)	(3,726.14)	(3,726.14)	毛利率	35.46%	33.78%	47.05%	49.00%	49.58%
股东权益合计	16,080.54	18,346.20	23,196.35	29,193.82	35,974.73	净利率	20.29%	20.71%	29.75%	31.91%	32.69%
负债和股东权益总计	33,604.24	36,737.27	48,280.31	52,793.50	63,111.35	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					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	52.15%	50.06%	51.95%	44.70%	43.00%
净利润	2,113.46	2,409.76	4,744.43	6,020.89	6,799.73	净负债率	67.84%	50.19%	13.28%	-7.73%	-28.68%
折旧摊销	1,102.30	1,274.08	1,040.43	1,066.05	1,082.42	流动比率	0.78	0.96	1.31	1.81	2.06
财务费用	519.16	498.97	552.95	567.24	536.55	速动比率	0.61	0.82	1.15	1.68	1.89
投资损失	(64.24)	(184.73)	(184.73)	(184.73)	(184.73)	营运能力					
营运资金变动	(2,709.72)	(667.39)	276.83	(1,642.95)	251.91	应收账款周转率	4.44	9.38	8.30	7.44	6.74
其它	1,807.64	(1,279.19)	(28.39)	(19.70)	(14.67)	存货周转率	5.60	6.39	7.21	7.59	7.87
经营活动现金流	2,768.60	2,051.50	6,401.53	5,806.80	8,471.22	总资产周转率	0.33	0.33	0.38	0.37	0.36
资本支出	2,426.38	2,388.90	10.00	30.00	0.00	每股指标 (元)					
长期投资	21.66	138.14	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.61	0.69	1.35	1.72	1.94
其他	(7,226.20)	(4,055.45)	154.55	67.29	126.41	每股经营现金流	0.79	0.59	1.83	1.66	2.42
投资活动现金流	(4,778.16)	(1,528.40)	164.55	97.29	126.41	每股净资产	4.47	4.98	6.37	8.08	10.03
债权融资	12,354.77	11,078.25	13,858.50	13,633.50	13,646.15	估值比率					
股权融资	(451.15)	(435.21)	(438.76)	(567.24)	(536.55)	市盈率	30.07	26.50	13.49	10.63	9.42
其他	(9,874.13)	(10,734.19)	(11,078.25)	(13,858.50)	(13,633.50)	市净率	4.09	3.67	2.87	2.26	1.82
筹资活动现金流	2,029.49	(91.14)	2,341.49	(792.23)	(523.90)	EV/EBITDA	11.73	16.83	9.42	7.15	5.64
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	15.89	23.01	11.01	8.14	6.35
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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com