

公司研究

盈利水平创历史新高，员工利益绑定业绩增长

——中国巨石（600176.SH）2021年半年度报告点评

买入（维持）

当前价：17.69元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	40.03
总市值(亿元)	708.16
一年最低/最高(元)	13.36/28.74
近3月换手率	125.22%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	15.59	15.42	7.24
绝对	8.31	8.31	8.31

资料来源：Wind

相关研报

价格高位稳定，盈利水平创历史新高——中国巨石（600176.SH）2021年中报业绩预告点评（2021-07-01）

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（2021-03-22）

需求高景气带来玻纤连续涨价——中国巨石（600176.SH）2020年三季度报点评（2020-10-27）

要点

事件：中国巨石发布2021年半年度报告，公司2021H1实现营业总收入85.6亿，同增75%；实现归母净利润25.97亿，同增241%，公司半年度归母净利润创历史新高；其中单Q2实现营业总收入45.64亿，同增86%；实现归母净利润15.34亿，同增239%。

点评：

粗纱业务高景气度，Q2吨均价环比增长约13%。

玻纤粗纱销量保持增长，新建产线陆续释放产能。21H1公司实现粗纱销量110.19万吨，同增21%，其中Q2销量约55万吨，同增10%。公司上半年玻纤粗纱销量增长，一方面受益于玻纤行业高景气度，另一方面受益于公司新建产线陆续投产贡献产能增量。公司桐乡总部智能制造基地粗纱二期年产15万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线于2020年6月9日点火；成都生产基地年产13万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线以及年产12万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线分别于2020年7月23日、9月20日顺利点火；2021H1，桐乡总部智能制造基地第三条年产15万吨粗纱生产线实现提前点火并达产达标；公司持续投产的新产线为销量增长提供了保障。推测公司当前玻纤粗纱产能约为220万吨，第四条年产15万吨粗纱生产线建设正在按期推进，预计“十四五”期间，公司玻纤粗纱产能将达到300万吨。

粗纱价格稳定在高位，Q2吨均价环比增长约13%。受益于下游需求回暖，玻纤行业在过去一年迎来了行业景气上升周期，玻纤产品涨价持续到今年二季度。根据卓创资讯数据，截止2021年6月底，巨石（成都）2400tex缠绕直接纱均价6150元/吨，较2020年6月底上涨近2200元/吨，较2020年底上涨500元/吨；巨石（成都）喷射合股纱2400tex均价9550元/吨，较2020年6月底上涨近3200元/吨，较2020年底上涨2800元/吨。我们测算公司Q2粗纱均价近6400元/吨，环比增长约13%，测算吨净利超1800元/吨。

存货周转天数达到近十年最低位，供需紧平衡下价格有望维持。2021H1，公司存货周转天数为62天，达到近十年最低值；存货中库存商品金额6.4亿，较期初下降约2亿元，库存呈现下降趋势。目前公司库存处于低位，玻纤行业供需关系仍处于紧平衡，展望下半年玻纤价格有望维持在高位。值得注意的是，公司上半年信用减值损失达到约1亿元，显著高于往年同期，主要由于海外客户受疫情影响，资金周转困难，导致付款放缓，公司出于谨慎性考虑进行计提。

电子布释放量价弹性，测算21H1净利润贡献占比已超三分之一。

电子布Q2销量增长133%， “十四五”期间预计产能翻倍增长。21H1公司实现电子布销量约2.22亿米，同增约80%；其中Q2销量约1.22亿米，同增约133%。2021H1，桐乡总部第二条年产6万吨细纱暨3亿米电子布生产线实现投产，推测公司当前电子布产能为6.5亿米；第三条年产10万吨细纱暨3亿米细纱电子布生产线建设正在按期推进，预计“十四五”期间公司电子布产能将达到16-17亿米。

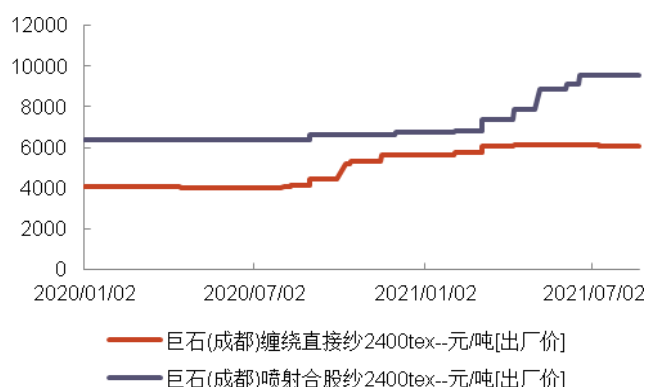
电子纱价格同比翻倍，电子布贡献利润弹性。受益于下游需求旺盛，过去一年里电子纱价格持续上升；根据卓创资讯数据，截止 2021 年 6 月底，泰山玻纤和重庆国际生产的 G75 电子纱均价达到了 17000 万元/吨，较 2020 年 6 月底上涨 9000 元/吨，较 2020 年底上涨 7000 元/吨。我们推测公司 21H1 电子布含税价格已超过 8 元/米，较 2020 年价格低点涨幅超 5 元/米；测算 21H1 电子布单位净利润约为 4.4 元/米；测算 21H1 电子布业务为公司贡献净利润近 10 亿元，占公司净利润比重超三分之一。21H1 电子布业务为公司贡献了重要的利润来源，未来随着“十四五”期间公司电子布产能持续增长，预计电子布业务将为公司贡献更大比例的利润来源。

超额利润分享方案，员工利益绑定公司净利润增长。

公司同时发布超额利润分享方案（2021-2023），将公司净利润增长与员工分享超额利润的比例绑定。超额利润总额为企业当年实际净利润与目标利润的差额，目标利润由公司根据当年净资产变化情况（按照企业上一年净资产收益率计算的利润水平；按照行业平均净资产收益率计算的利润水平），对当年目标利润进行最终核定。超额利润的提取比例分为三档：公司净利润增速 0-10%、10%-20%、20%以上，分别提取超额利润的 15%、20%、30%。公司高管合计所获得的超额利润分享比例不超过超额利润分享额的 30%，同时激励人数不超过公司在岗员工总人数的 30%，确保了此项激励措施的广泛性。超额利润分享方案，使得员工利益与公司净利润增长绑定在一起，有利于激发员工工作积极性，进而保障公司经营业绩的持续增长。

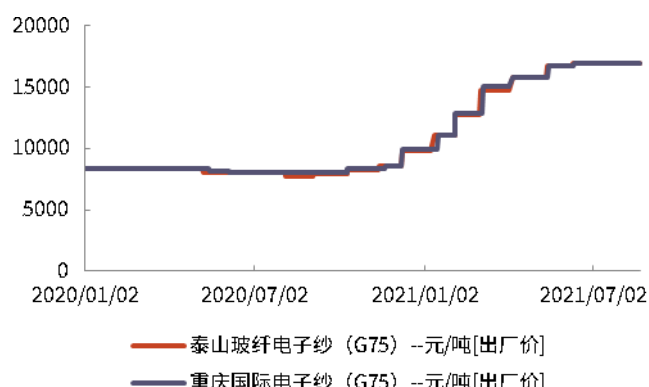
盈利预测、估值与评级：受益于玻纤行业高景气度，今年上半年公司的玻纤粗纱和电子布量价齐升，半年度归母净利润创历史新高，我们上调公司 2021-2023 的 EPS 预测至 1.4 元（上调 21%）、1.54 元（上调 28%）、1.56 元（上调 28%）。现价对应 2021 年动态市盈率为 13x。我们看好公司在粗纱领域的成本优势，看好公司未来高端产品占比提升的逻辑，同时关注公司电子布业务的快速发展，有望复制粗纱领域的成本优势，为公司利润增长创造新来源。维持“买入”评级。

图 1：玻纤粗纱价格走势（截至 2021 年 8 月 20 日）



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所整理

图 2：G75 电子纱价格走势（截至 2021 年 8 月 20 日）



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所整理

风险提示：玻纤需求不及预期风险；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；海外子公司受当地政策影响风险等。

表 1: 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	17,263	18,298	18,588
营业收入增长率	4.59%	11.18%	47.98%	6.00%	1.58%
净利润 (百万元)	2,129	2,416	5,593	6,159	6,255
净利润增长率	-10.32%	13.49%	131.49%	10.13%	1.56%
EPS (元)	0.61	0.69	1.40	1.54	1.56
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.61%	13.86%	25.14%	23.04%	20.09%
P/E	29	26	13	11	11
P/B	4.0	3.6	3.2	2.6	2.3

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-08-20

(注: 2019-2020, 总股本为 35.02 亿, 当前为 40.03 亿)

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	17,263	18,298	18,588
营业成本	6,773	7,725	8,795	9,461	9,774
折旧和摊销	1,102	1,273	1,595	1,726	1,877
税金及附加	61	102	150	159	162
销售费用	88	134	150	154	156
管理费用	577	557	760	732	706
研发费用	284	342	506	439	446
财务费用	515	485	227	146	47
投资收益	64	185	102	107	114
营业利润	2,524	2,871	6,697	7,385	7,497
利润总额	2,537	2,854	6,703	7,382	7,497
所得税	424	444	1,119	1,233	1,252
净利润	2,113	2,410	5,584	6,149	6,245
少数股东损益	-15	-6	-10	-10	-10
归属母公司净利润	2,129	2,416	5,593	6,159	6,255
EPS(元)	0.61	0.69	1.40	1.54	1.56

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,769	2,052	5,535	7,775	8,035
净利润	2,129	2,416	5,593	6,159	6,255
折旧摊销	1,102	1,273	1,595	1,726	1,877
净营运资金增加	1,623	-360	2,789	330	75
其他	-2,086	-1,278	-4,442	-441	-173
投资活动产生现金流	-4,778	-1,528	-3,867	-3,953	-3,946
净资本支出	-4,907	-1,483	-4,060	-4,060	-4,060
长期投资变化	1,231	1,369	0	0	0
其他资产变化	-1,102	-1,414	193	107	114
融资活动现金流	2,029	-91	-396	-3,633	-3,396
股本变化	0	0	501	0	0
债务净变化	1,237	-1,277	616	-1,812	-1,505
无息负债变化	497	2,144	828	292	137
净现金流	-43	421	1,272	188	693

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	35.5%	33.8%	49.1%	48.3%	47.4%
EBITDA 率	37.8%	37.7%	49.2%	49.6%	49.6%
EBIT 率	27.3%	26.8%	40.0%	40.2%	39.5%
税前净利润率	24.2%	24.5%	38.8%	40.3%	40.3%
归母净利润率	20.3%	20.7%	32.4%	33.7%	33.7%
ROA	6.3%	6.6%	13.0%	13.4%	12.8%
ROE (摊薄)	13.6%	13.9%	25.1%	23.0%	20.1%
经营性 ROIC	8.6%	9.3%	17.2%	17.0%	15.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	52%	50%	46%	40%	35%
流动比率	0.78	0.96	1.20	1.49	1.91
速动比率	0.61	0.82	1.00	1.23	1.59
归母权益/有息债务	1.27	1.57	1.90	2.70	3.72
有形资产/有息债务	2.60	3.19	3.55	4.50	5.66

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	33,604	36,737	42,980	45,934	48,966
货币资金	1,446	1,870	3,142	3,330	4,023
交易性金融资产	2	31	31	23	16
应收帐款	1,361	1,127	2,246	2,380	2,418
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	135	1,112	1,646	1,744	1,772
存货	2,070	1,580	2,512	2,704	2,794
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	14,972	15,586	16,431
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	21,221	21,902	22,734
在建工程	2,188	1,941	3,556	4,767	5,675
无形资产	803	783	827	869	911
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	28,009	30,348	32,536
总负债	17,524	18,391	19,835	18,315	16,947
短期借款	6,611	4,201	4,317	2,005	0
应付账款	1,272	1,743	2,138	2,299	2,375
应付票据	1,139	431	491	528	546
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	12,490	10,469	8,601
长期借款	3,149	4,430	4,930	5,430	5,930
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	7,345	7,845	8,345
股东权益	16,081	18,346	23,145	27,620	32,020
股本	3,502	3,502	4,003	4,003	4,003
公积金	3,963	4,340	4,398	5,014	5,227
未分配利润	8,058	9,709	13,958	17,826	22,024
归属母公司权益	15,647	17,437	22,245	26,730	31,140
少数股东权益	434	910	900	890	880

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%	1.31%	0.80%	0.25%
研发费用率	2.70%	2.93%	2.93%	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	0.42	0.46	0.47
每股经营现金流	0.79	0.59	1.38	1.94	2.01
每股净资产	4.47	4.98	5.56	6.68	7.78
每股销售收入	3.00	3.33	4.31	4.57	4.64

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	29	26	13	11	11
PB	4.0	3.6	3.2	2.6	2.3
EV/EBITDA	18.8	16.8	9.8	8.9	8.6
股息率	1.1%	1.3%	2.4%	2.6%	2.6%

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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE