

中国巨石 (600176)

证券研究报告

2021年10月25日

略超预期，重视行业周期弱化下公司成长前景

公司发布 21 年三季报，前三季度收入 138 亿，yoy+76%，归母净利 43 亿，yoy+236%，扣非归母净利 39 亿，yoy+245%。单 21q3 收入 53 亿，qoq+16%，归母净利 17 亿，qoq+11%，扣非归母净利 14 亿，qoq-1%，**21q3 扣非归母净利略高于前期业绩预告中值，略超预期。**

21q3 量价或齐升，销售费用大增或因计提激励费用

21q3 量价或齐升，吨生产成本或有一定提升，q4 吨毛利环比或改善。我们预计公司主要产品产销均有一定增加（因有效产能提升，5 月中巨石桐乡 15 万吨智能产线点火、巨石桐乡细纱 2 期 21q2 点火）。预计 21q2 粗纱及制品价格环比相对稳定（以 2400tex 缠绕直接纱为代表的粗纱 21q3 行业均价为 5,921 元/吨，qoq -6.0%/-379 元/吨，但价格波动主要在小厂体现较为明显，预计巨石环比基本稳定），电子布价格环比小幅提升（7628 电子布行业 21q3 均价 8.8 元/米，qoq+6.0%/+0.5 元/米），我们预计公司产品整体均价 21q3 环比小幅提升。天然气等价格有一定上涨，致 21q3 单位成本有小幅提升压力，推测生产效率持续提升及管理进一步精细化或部分对冲成本压力（如公司拟新建包装材料配套基地、装配中心配套基地等）。21q3 公司综合毛利率 45.4%，环比-4.0pct，体现阶段性成本压力（产品综合吨生产成本或有一定提升）。据卓创资讯，9 月下旬公司主要粗纱及制品产品价格有一轮上调，我们预计在对冲成本变化的基础上，q4 吨毛利环比或有小幅改善。

21q3 销售费用大幅增长或因计提激励费用。应注意，21q3 公司扣非归母净利环比略降，核心源于管理费用环比+2.0 亿/+139%至 3.4 亿，管理费用环比大幅增长推测源于 21q3 开始计提激励费用（8 月公司公布的“超额利润分享方案（2021 年-2023 年）”于 21 年开始执行）。

激励机制完善，行业周期弱化，持续成长可期

公司前期公告的超额利润分享方案对于强化公司内生成长、提效潜力有重要意义，同时显示公司业绩增长信心。玻纤 21q4 及 22FY 增量供给有限，需求短期向上弹性可期、长期有成长，看好玻纤行业周期明显减弱。公司前期明确十四五期末实现热固粗纱、热塑短切全球第一、电子薄布全球第一的“三个第一”目标，十四五期间公司或两条腿走路，一方面坚定扩产强度，另一方面产品结构持续优化（热固粗纱收入占比下降、热塑短切及电子布收入占比提升）。产能持续扩张、成本继续下降、产品附加值稳步提升，我们认为公司中长期成长有较好持续性。

小幅上调盈利预测，上调目标价，维持“买入”评级

21q3 业绩略超前期预期，我们小幅上调公司 21-23 年公司归母净利预测至 57/64/74 亿（前值 56/62/70 亿），yoy +136%/12%/16%，认可给予公司 20x 22 年目标 PE，上调目标价至 31.93 元（前次为 27.77 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；战略执行效果低于预期

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	17,132.41	19,135.40	21,859.49
增长率(%)	4.59	11.18	46.86	11.69	14.24
EBITDA(百万元)	4,207.56	4,743.04	8,348.91	9,240.41	10,528.14
净利润(百万元)	2,128.87	2,416.11	5,697.91	6,391.07	7,436.19
增长率(%)	(10.32)	13.49	135.83	12.17	16.35
EPS(元/股)	0.53	0.60	1.42	1.60	1.86
市盈率(P/E)	34.22	30.15	12.79	11.40	9.80
市净率(P/B)	4.66	4.18	3.33	2.78	2.33
市销率(P/S)	6.94	6.25	4.25	3.81	3.33
EV/EBITDA	11.73	16.83	9.28	7.91	6.44

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	18.2 元
目标价格	31.93 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,003.14
流通 A 股股本(百万股)	4,003.14
A 股总市值(百万元)	72,857.09
流通 A 股市值(百万元)	72,857.09
每股净资产(元)	5.23
资产负债率(%)	47.76
一年内最高/最低(元)	28.74/13.40

作者

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

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
wangtao@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



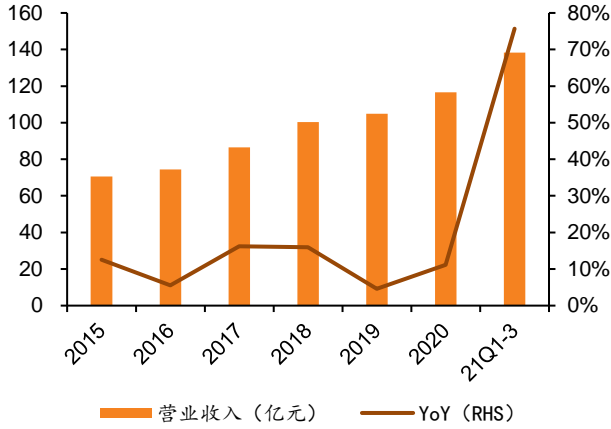
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中国巨石-半年报点评:首提超额利润分享激励，看好十四五高质量成长》2021-08-20
- 《中国巨石-公司点评:业绩符合预期，公司成长、行业景气持续可期》2021-06-30
- 《中国巨石-公司点评:大额增持传递积极信号，看好行业高景气持续性》2021-05-15

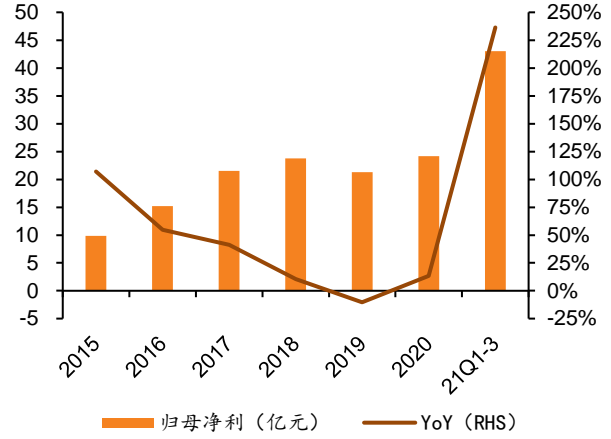
公司历年经营情况及可比公司估值表

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	641.2	38.66	1.22	2.17	2.33	31.6	17.8	16.6
300196.SZ	长海股份	71.5	17.24	0.66	1.29	1.58	26.0	13.3	10.9
603601.SH	再升科技	82.8	11.50	0.50	0.47	0.61	23.2	24.5	18.8
605006.SH	山东玻纤	70.0	14.08	0.34	1.22	1.39	40.8	11.5	10.1
603256.SH	宏和科技	74.0	8.43	0.13	0.19	0.27	63.2	44.7	31.8
平均值							37.0	22.4	17.6
中位数							31.6	17.8	16.6
600176.SH	中国巨石	732.6	18.20	0.60	1.42	1.60	30.2	12.8	11.4

注: 股价时间 2021/10/25; 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
货币资金	1,446.17	1,869.60	9,948.74	14,085.61	19,385.52
应收票据及应收账款	1,360.94	1,126.96	3,002.55	2,141.29	4,342.03
预付账款	127.97	105.57	312.58	56.50	364.96
存货	2,069.97	1,580.01	2,806.91	2,026.95	3,304.24
其他	4,145.23	6,420.05	7,093.47	8,570.37	9,447.79
流动资产合计	9,150.28	11,102.19	23,164.25	26,880.73	36,844.54
长期股权投资	1,230.95	1,369.09	1,369.09	1,369.09	1,369.09
固定资产	19,596.98	20,910.94	20,691.63	20,158.48	19,424.03
在建工程	2,187.73	1,941.44	1,200.86	768.52	491.11
无形资产	803.15	782.79	762.23	741.68	721.13
其他	635.15	630.82	657.68	639.95	641.55
非流动资产合计	24,453.96	25,635.08	24,681.51	23,677.73	22,646.91
资产总计	33,604.24	36,737.27	47,845.76	50,558.46	59,491.45
短期借款	6,610.55	4,201.47	6,000.00	6,000.00	6,000.00
应付票据及应付账款	2,411.22	2,174.56	4,700.67	2,412.98	5,250.52
其他	2,644.26	5,169.88	7,233.55	7,515.34	8,667.11
流动负债合计	11,666.03	11,545.91	17,934.22	15,928.32	19,917.63
长期借款	3,148.65	4,430.33	5,000.00	5,000.00	5,000.00
应付债券	2,197.41	1,833.29	1,476.68	1,835.79	1,715.26
其他	511.61	581.54	631.54	681.54	731.54
非流动负债合计	5,857.67	6,845.16	7,108.22	7,517.33	7,446.79
负债合计	17,523.71	18,391.07	25,042.44	23,445.65	27,364.42
少数股东权益	433.91	909.61	903.92	897.54	890.11
股本	3,502.31	3,502.31	4,003.14	4,003.14	4,003.14
资本公积	3,438.67	3,726.14	3,726.14	3,726.14	3,726.14
留存收益	12,020.84	14,048.48	17,896.26	22,212.14	27,233.78
其他	(3,315.20)	(3,840.34)	(3,726.14)	(3,726.14)	(3,726.14)
股东权益合计	16,080.54	18,346.20	22,803.32	27,112.81	32,127.02
负债和股东权益总计	33,604.24	36,737.27	47,845.76	50,558.46	59,491.45

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,113.46	2,409.76	5,697.91	6,391.07	7,436.19
折旧摊销	1,102.30	1,274.08	1,040.43	1,066.05	1,082.42
财务费用	519.16	498.97	567.45	613.28	648.18
投资损失	(64.24)	(184.73)	(184.73)	(184.73)	(184.73)
营运资金变动	(2,709.72)	(667.39)	(158.57)	(929.95)	(755.21)
其它	1,807.64	(1,279.19)	(25.60)	(2.67)	(3.27)
经营活动现金流	2,768.60	2,051.50	6,936.89	6,953.05	8,223.58
资本支出	2,426.38	2,388.90	10.00	30.00	0.00
长期投资	21.66	138.14	0.00	0.00	0.00
其他	(7,226.20)	(4,055.45)	154.55	67.29	126.41
投资活动现金流	(4,778.16)	(1,528.40)	164.55	97.29	126.41
债权融资	12,354.77	11,078.25	13,858.50	13,633.50	13,646.15
股权融资	(451.15)	(435.21)	47.58	(613.28)	(648.18)
其他	(9,874.13)	(10,734.19)	(12,928.38)	(15,933.69)	(16,048.05)
筹资活动现金流	2,029.49	(91.14)	977.70	(2,913.47)	(3,050.08)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	19.92	431.96	8,079.14	4,136.87	5,299.91

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,493.29	11,666.20	17,132.41	19,135.40	21,859.49
营业成本	6,772.70	7,724.85	8,377.00	9,360.98	10,573.78
营业税金及附加	61.35	101.66	149.29	166.74	190.48
营业费用	88.31	134.21	145.69	162.72	185.89
管理费用	576.84	556.89	715.03	798.63	912.32
研发费用	283.81	341.66	501.75	560.41	640.19
财务费用	515.24	485.00	567.45	613.28	648.18
资产减值损失	(5.89)	(144.01)	100.00	100.00	100.00
公允价值变动收益	41.48	(7.68)	(19.91)	3.72	4.16
投资净收益	64.24	184.73	184.73	184.73	184.73
其他	(428.30)	(582.10)	(329.63)	(376.89)	(377.77)
营业利润	2,523.52	2,870.98	6,741.03	7,561.08	8,797.54
营业外收入	28.30	27.53	27.53	27.53	27.53
营业外支出	14.83	44.74	27.53	27.53	27.53
利润总额	2,536.98	2,853.77	6,741.03	7,561.08	8,797.54
所得税	423.52	444.01	1,048.81	1,176.40	1,368.77
净利润	2,113.46	2,409.76	5,692.22	6,384.68	7,428.76
少数股东损益	(15.41)	(6.35)	(5.69)	(6.38)	(7.43)
归属于母公司净利润	2,128.87	2,416.11	5,697.91	6,391.07	7,436.19
每股收益(元)	0.53	0.60	1.42	1.60	1.86

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	4.59%	11.18%	46.86%	11.69%	14.24%
营业利润	-11.04%	13.77%	134.80%	12.17%	16.35%
归属于母公司净利润	-10.32%	13.49%	135.83%	12.17%	16.35%
获利能力					
毛利率	35.46%	33.78%	51.10%	51.08%	51.63%
净利率	20.29%	20.71%	33.26%	33.40%	34.02%
ROE	13.61%	13.86%	26.02%	24.38%	23.81%
ROIC	10.57%	10.56%	22.55%	26.03%	30.12%
偿债能力					
资产负债率	52.15%	50.06%	52.34%	46.37%	46.00%
净负债率	67.84%	50.19%	17.15%	-1.67%	-17.86%
流动比率	0.78	0.96	1.29	1.69	1.85
速动比率	0.61	0.82	1.14	1.56	1.68
营运能力					
应收账款周转率	4.44	9.38	8.30	7.44	6.74
存货周转率	5.60	6.39	7.81	7.92	8.20
总资产周转率	0.33	0.33	0.41	0.39	0.40
每股指标(元)					
每股收益	0.53	0.60	1.42	1.60	1.86
每股经营现金流	0.69	0.51	1.73	1.74	2.05
每股净资产	3.91	4.36	5.47	6.55	7.80
估值比率					
市盈率	34.22	30.15	12.79	11.40	9.80
市净率	4.66	4.18	3.33	2.78	2.33
EV/EBITDA	11.73	16.83	9.28	7.91	6.44
EV/EBIT	15.89	23.01	10.60	8.95	7.18

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