

# 中国巨石 (600176)

证券研究报告

2022年07月12日

## 22q2 扣非符合预期，经营韧性显示竞争力

公司发布 22 年半年度业绩预增公告，我们测算 22h1 公司归母净利 40-43 亿，yoy+55%~+65%，中值 42 亿，yoy+60%；同期扣非归母净利 28-30 亿，yoy+10%~+20%，中值 29 亿，yoy+15%。对应 22q2 归母净利 22-24 亿，qoq+19%~+33%，中值 23.2 亿，qoq+26%；扣非归母净利 13-16 亿，qoq-8%~+9%，中值 14.5 亿，qoq+0%，22q2 扣非大致符合我们前期预期。我们推测较多的非经常性损益以铈粉出售收益为主。

### 22q2 单季扣非环比大致持平，经营有韧性显示竞争力

**粗纱角度：**预计 q2 销量环比基本持平（结合行业库存变化及新投产产线情况，预计 22q2 期末库存、期间产量预计均有一定增长）；外销占比预计环比有一定提升（玻纤产品出口 22q2 延续前期量价齐升趋势），预计 22q2 吨均价、吨净利环比或有小幅提升；预计粗纱净利贡献 q2 环比小幅增长。**电子纱布角度：**新产线预计有效产出有限，预计电子纱布 q2 产量环比基本持平，销量环比或小增（去库），均价环比降低（据卓创资讯，22q2 7628 电子布单米均价 3.6 元，qoq-1.0 元/-21%），净利贡献或环比小幅下降；22q2 电子纱布效益贡献大概率为相对底部水平。整体看，21h2 以来多重不利因素局面下（成本上涨、内需受疫情扰动等），经营数据显示较强韧性，显示公司竞争力；21q2-22q2 扣非归母分别为 14.5/14.3/12.0/14.4/14.5 亿（22q2 为预告中值）。

### 我们不担心玻纤粗纱景气度

21q2 以来玻纤行业延续高水平（价格角度显示两个特点，景气度高、持续性较好），超市场预期，显示较好的需求增长韧性及略偏克制的新增供给。22q2 国内需求因疫情遇到一定挑战，海外需求量价齐升预计有效弥补。往后展望，海外需求预计有较好延续性，内需 22q3 或有较好向上弹性（复工复产、基建弹性、地产修复等），或逐步迎降库拐点，q3 粗纱价格或有机会向上回归。22h2 新增粗纱供给较少，因能耗约束、投资门槛提升等影响，更长周期新增供给节奏料边际放缓，玻纤粗纱高景气或有较好持续性，亦为行业最大预期差。

### 重视公司龙头 alpha 及行业预期差，维持“买入”评级

巨石作为全球粗纱龙头及电子布龙头，成本有优势。坚定推进降本增效、产能扩张执行力强；经营业绩韧性佐证公司内部竞争力稳步提升效果，显示公司较强 alpha。热塑纱、风电纱及电子布为“十四五”期间三大发力领域，整体产品附加值或稳步提升，龙头优势持续强化，成长亦值得期待。考虑较多的非经收益及好于我们预期的经营韧性，小幅上调公司 22-24 年净利润至 62/68/79 亿（前值 58/68/79 亿），YoY+3%/10%/16%，当前价格对应 22 年 PE 仅 10x，维持公司 22 年目标价 29.14 元（对应 22 年 PE 约 19x），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；公司战略执行及成本管控效果低于预期；预告数据为初步测算结果，具体数据以 2022 年半年报为准。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,666.20	19,706.88	22,255.36	26,028.39	29,893.27
增长率(%)	11.18	68.92	12.93	16.95	14.85
EBITDA(百万元)	4,743.04	9,168.72	10,035.55	10,842.54	12,288.75
净利润(百万元)	2,416.11	6,028.47	6,205.37	6,802.79	7,894.05
增长率(%)	13.49	149.51	2.93	9.63	16.04
EPS(元/股)	0.60	1.51	1.55	1.70	1.97
市盈率(P/E)	25.30	10.14	9.85	8.99	7.74
市净率(P/B)	3.51	2.71	2.28	1.94	1.66
市销率(P/S)	5.24	3.10	2.75	2.35	2.04
EV/EBITDA	16.83	8.95	6.36	5.46	4.19

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑材料/玻璃玻纤
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	15.19 元
目标价格	29.14 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)	60,807.65
流通 A 股市值(百万元)	60,807.65
每股净资产(元)	6.09
资产负债率(%)	45.37
一年内最高/最低(元)	22.28/13.55

### 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

**林晓龙** 联系人  
linxiaolong@tfzq.com

### 股价走势



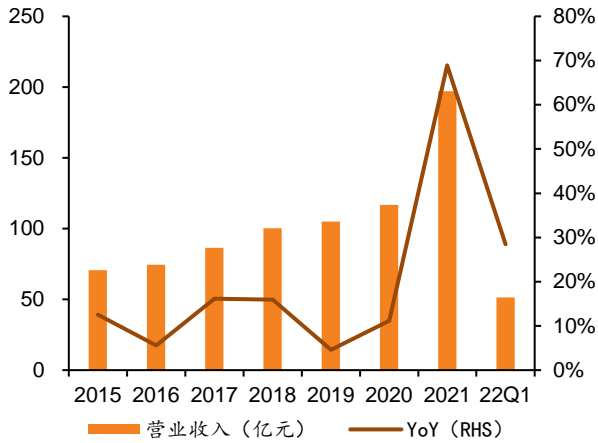
资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《中国巨石-季报点评:22q1 业绩超预期，强劲的出口是亮点》 2022-04-26
- 《中国巨石-年报点评报告:激励费用高增，看好成长持续性及优势再巩固》 2022-03-20
- 《中国巨石-公司点评:21FY 预告业绩略超预期，重视玻纤龙头成长前景》 2022-01-12

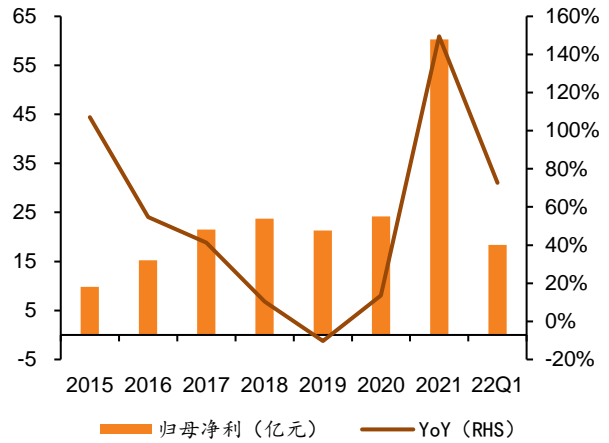
## 公司历年经营情况及可比公司估值表

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

图 3：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/股				P/E			
				20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E
002080.SZ	中材科技	434.3	25.88	1.22	2.01	2.26	2.54	21.2	12.9	11.4	10.2
300196.SZ	长海股份	74.2	18.16	0.66	1.40	1.75	2.06	27.4	13.0	10.4	8.8
603601.SH	再升科技	61.9	6.08	0.35	0.24	0.31	0.39	17.2	24.8	19.8	15.6
605006.SH	山东玻纤	63.6	10.60	0.29	0.91	1.16	1.35	36.9	11.6	9.1	7.8
603256.SH	宏和科技	62.0	7.01	0.13	0.14	0.16	0.22	53.0	49.9	43.9	31.8
<b>平均值</b>								<b>31.1</b>	<b>22.4</b>	<b>18.9</b>	<b>14.8</b>
<b>中位数</b>								<b>27.4</b>	<b>13.0</b>	<b>11.4</b>	<b>10.2</b>
600176.SH	中国巨石	608.1	15.19	0.60	1.51	1.55	1.70	25.2	10.1	9.8	8.9

注：股价时间 2022/07/12；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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,869.60	2,252.11	9,322.58	14,060.92	21,562.39
应收票据及应收账款	1,126.96	1,752.32	1,375.67	2,138.02	1,731.33
预付账款	105.57	192.52	170.22	245.73	221.99
存货	1,580.01	2,199.28	2,399.59	2,873.86	3,055.90
其他	6,420.05	7,667.48	8,163.69	9,157.45	9,665.59
<b>流动资产合计</b>	<b>11,102.19</b>	<b>14,063.72</b>	<b>21,431.74</b>	<b>28,475.98</b>	<b>36,237.19</b>
长期股权投资	1,369.09	1,354.47	1,354.47	1,354.47	1,354.47
固定资产	20,910.94	24,587.82	22,666.80	20,745.78	18,824.76
在建工程	1,941.44	2,248.14	2,248.14	2,248.14	2,248.14
无形资产	782.79	807.60	777.77	747.93	718.10
其他	630.82	766.57	766.00	765.43	764.87
<b>非流动资产合计</b>	<b>25,635.08</b>	<b>29,764.60</b>	<b>27,813.17</b>	<b>25,861.75</b>	<b>23,910.33</b>
<b>资产总计</b>	<b>36,737.27</b>	<b>43,828.32</b>	<b>49,244.92</b>	<b>54,337.74</b>	<b>60,147.53</b>
短期借款	4,201.47	3,933.82	3,933.82	3,933.82	3,933.82
应付票据及应付账款	2,174.56	2,390.07	3,164.45	3,204.83	3,957.15
其他	5,023.14	7,187.51	7,371.92	7,743.07	7,555.05
<b>流动负债合计</b>	<b>11,399.17</b>	<b>13,511.39</b>	<b>14,470.18</b>	<b>14,881.71</b>	<b>15,446.01</b>
长期借款	4,430.33	4,809.17	4,809.17	4,809.17	4,809.17
应付债券	1,833.29	712.85	1,273.07	1,273.07	1,086.33
其他	581.54	901.00	901.00	901.00	901.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>6,845.16</b>	<b>6,423.02</b>	<b>6,983.24</b>	<b>6,983.24</b>	<b>6,796.50</b>
<b>负债合计</b>	<b>18,391.07</b>	<b>20,307.01</b>	<b>21,453.42</b>	<b>21,864.96</b>	<b>22,242.51</b>
少数股东权益	909.61	953.74	996.44	1,043.26	1,097.58
股本	3,502.31	4,003.14	4,003.14	4,003.14	4,003.14
资本公积	3,726.14	3,194.98	3,194.98	3,194.98	3,194.98
留存收益	10,322.34	15,566.29	19,793.78	24,428.26	29,806.17
其他	(114.20)	(196.84)	(196.84)	(196.84)	(196.84)
<b>股东权益合计</b>	<b>18,346.20</b>	<b>23,521.31</b>	<b>27,791.49</b>	<b>32,472.78</b>	<b>37,905.02</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>36,737.27</b>	<b>43,828.32</b>	<b>49,244.92</b>	<b>54,337.74</b>	<b>60,147.53</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,409.76	6,138.13	6,205.37	6,802.79	7,894.05
折旧摊销	1,274.08	1,807.38	1,950.85	1,950.85	1,950.85
财务费用	498.97	430.01	509.47	579.89	695.57
投资损失	(184.73)	(53.94)	(1,056.64)	(359.47)	(162.44)
营运资金变动	(717.54)	(1,033.37)	289.21	(1,893.80)	305.12
其它	(1,229.04)	(1,307.06)	62.68	68.72	79.74
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,051.50</b>	<b>5,981.16</b>	<b>7,960.95</b>	<b>7,148.97</b>	<b>10,762.89</b>
资本支出	2,388.90	5,478.53	0.00	0.00	0.00
长期投资	138.14	(14.63)	0.00	0.00	0.00
其他	(4,055.45)	(8,995.29)	1,056.64	359.47	162.44
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,528.40)</b>	<b>(3,531.39)</b>	<b>1,056.64</b>	<b>359.47</b>	<b>162.44</b>
债权融资	(1,761.51)	293.28	50.75	(579.89)	(882.31)
股权融资	(734.73)	(2,034.48)	(1,997.87)	(2,190.21)	(2,541.55)
其他	2,405.10	(243.47)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(91.14)</b>	<b>(1,984.67)</b>	<b>(1,947.12)</b>	<b>(2,770.10)</b>	<b>(3,423.86)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>431.96</b>	<b>465.10</b>	<b>7,070.47</b>	<b>4,738.34</b>	<b>7,501.47</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>11,666.20</b>	<b>19,706.88</b>	<b>22,255.36</b>	<b>26,028.39</b>	<b>29,893.27</b>
营业成本	7,724.85	10,777.25	13,114.40	15,038.08	16,909.67
营业税金及附加	101.66	156.55	176.80	206.77	237.47
营业费用	134.21	143.13	150.52	163.02	172.28
管理费用	556.89	1,330.33	1,168.53	1,366.64	1,569.56
研发费用	341.66	552.22	623.64	729.36	837.66
财务费用	485.00	488.51	509.47	579.89	695.57
资产减值损失	(194.63)	(91.48)	(103.31)	(120.83)	(138.77)
公允价值变动收益	(7.68)	2.57	0.00	0.00	0.00
投资净收益	184.73	53.94	1,056.64	359.47	162.44
其他	(531.48)	(1,016.88)	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>2,870.98</b>	<b>7,310.75</b>	<b>7,465.33</b>	<b>8,183.28</b>	<b>9,494.72</b>
营业外收入	27.53	45.59	45.59	45.59	45.59
营业外支出	44.74	53.50	53.50	53.50	53.50
<b>利润总额</b>	<b>2,853.77</b>	<b>7,302.84</b>	<b>7,457.42</b>	<b>8,175.37</b>	<b>9,486.81</b>
所得税	444.01	1,164.71	1,189.36	1,303.87	1,513.02
<b>净利润</b>	<b>2,409.76</b>	<b>6,138.13</b>	<b>6,268.06</b>	<b>6,871.50</b>	<b>7,973.79</b>
少数股东损益	(6.35)	109.66	62.68	68.72	79.74
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,416.11</b>	<b>6,028.47</b>	<b>6,205.37</b>	<b>6,802.79</b>	<b>7,894.05</b>
每股收益(元)	0.60	1.51	1.55	1.70	1.97

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	11.18%	68.92%	12.93%	16.95%	14.85%
营业利润	13.77%	154.64%	2.11%	9.62%	16.03%
归属于母公司净利润	13.49%	149.51%	2.93%	9.63%	16.04%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.78%	45.31%	41.07%	42.22%	43.43%
净利率	20.71%	30.59%	27.88%	26.14%	26.41%
ROE	13.86%	26.71%	23.16%	21.64%	21.45%
ROIC	10.56%	23.95%	21.10%	24.95%	29.06%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	50.06%	46.33%	43.56%	40.24%	36.98%
净负债率	50.19%	40.85%	11.15%	-5.05%	-24.61%
流动比率	0.96	1.01	1.48	1.91	2.35
速动比率	0.82	0.85	1.32	1.72	2.15
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	9.38	13.69	14.23	14.82	15.45
存货周转率	6.39	10.43	9.68	9.87	10.08
总资产周转率	0.33	0.49	0.48	0.50	0.52
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.60	1.51	1.55	1.70	1.97
每股经营现金流	0.51	1.49	1.99	1.79	2.69
每股净资产	4.36	5.64	6.69	7.85	9.19
<b>估值比率</b>					
市盈率	25.30	10.14	9.85	8.99	7.74
市净率	3.51	2.71	2.28	1.94	1.66
EV/EBITDA	16.83	8.95	6.36	5.46	4.19
EV/EBIT	23.01	11.15	7.90	6.65	4.99

### 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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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