

中国巨石 (600176)

证券研究报告

2022年01月12日

21FY 预告业绩略超预期，重视玻纤龙头成长前景

公司发布 21FY 业绩预增公告，21FY 归母净利润预计较 20FY 增加 33.8-45.9 亿元至 58.0-70.0 亿，yoy+140%~190%；我们测算 21q4 归母净利润预计 14.9-27.0 亿，qoq-13%~58% (中值 21.0 亿，qoq +23%)。21FY 扣非归母净利润较 20FY 增加 29.1-28.8 亿至 48.6-58.3 亿，yoy+150%~200%；我们测算 21q4 扣非归母净利润 9.1-18.8 亿，qoq -37%~31% (中值 13.9 亿，qoq -3%)。以业绩中值为基准，天然气等原材料成本上涨及 21q4 电子布价格较多回落背景下，21FY 及 21Q4 扣非业绩略超我们预期。

原燃料成本提升、电子布价格回落背景下，21q4 扣非业绩中值略超预期

结合产能刚性满负荷生产特征，21Q4 公司有效产能环比基本没变化，我们预计公司粗纱及电子布产销环比亦基本稳定。考虑到天然气等成本变化，我们预计 21q4 公司单位生产成本环比有一定提升。价格角度，据卓创资讯，21q4 粗纱吨均价 6,111 元，qoq +178 元/+3.0%，与最新价格 6,075 元大体持平；21q4 电子布单米均价 7.5 元，qoq -1.3 元/-14.8%，最新价格已回落至 6.0 元。21q3 公司开始计提激励费用(21/08 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)，我们预计 21q4 或仍有较大金额计提。在 21q4 成本有提升压力、电子布均价出现明显回落、计提费用或仍较大背景下，公司 21q4 扣非归母净利润预告中值环比仅小幅下降，略超我们及市场预期。推测 21q4 粗纱产品出口占比环比或有一定提升(带动粗纱均价提升好于行业)、精益生产或部分对冲原燃料成本上升压力，显示公司出色的管理能力及优质产品组合。

延续前期观点，我们对玻纤行业高景气持续性保持乐观

我们认为玻纤行业或再逐步进入周期属性明显减弱阶段，核心在于供给端变化，新增供给大幅冲击或成为过去时，主要体现于：1) 行业在产产能基数提升，新增供给冲击动能减弱；2) 能耗双控背景下，玻纤新增产能落地增加政策扰动变量；3) 玻纤协会亦在引导产能有序扩张，思路较十三五期间发生变化。另一方面，需求短期有弹性(22 年期待出口、汽车)，同时我们对其成长持续性较为乐观(风电纱、新能源汽车渗透率提升等)。行业高景气持续性或有较好延续性。

巨石龙头地位稳固、成长可期、治理优化，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。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。此外，公司 21/08 首次明确超额利润分享方案，对于强化公司凝聚力/提升积极性/强化战略执行效果等均有积极意义。基于 21 年较多的非经损益及对于公司管理提效更乐观预期，我们小幅调高盈利预测，预计公司 21-23 年净利润 63/65/75 (前值 57/64/74 亿)，YoY+161%/3%/15%，当前价格对应 22 年 PE 仅 11x，考虑公司龙头地位及成长性，认可给予公司 22 年目标 PE 20x，上调目标价至 32.39 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；预告数据为初步测算结果，具体数据以 2021 年年报为准。

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	17,371.55	19,754.52	22,371.27
增长率(%)	4.59	11.18	48.90	13.72	13.25
EBITDA(百万元)	4,207.56	4,743.04	8,072.70	9,331.64	10,533.75
净利润(百万元)	2,128.87	2,416.11	6,302.09	6,483.79	7,457.83
增长率(%)	(10.32)	13.49	160.84	2.88	15.02
EPS(元/股)	0.53	0.60	1.57	1.62	1.86
市盈率(P/E)	33.88	29.86	11.45	11.13	9.67
市净率(P/B)	4.61	4.14	3.23	2.70	2.27
市销率(P/S)	6.87	6.18	4.15	3.65	3.22
EV/EBITDA	11.73	16.83	9.45	7.73	6.32

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	18.02 元
目标价格	32.39 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)	72,136.52
流通 A 股市值(百万元)	72,136.52
每股净资产(元)	5.23
资产负债率(%)	47.76
一年内最高/最低(元)	28.74/13.55

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



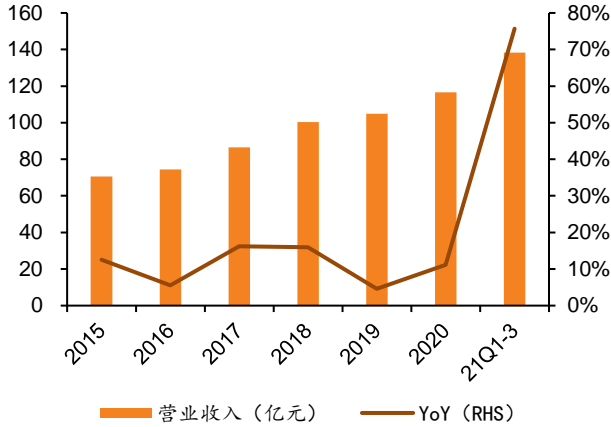
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中国巨石-季报点评:略超预期，重视行业周期弱化下公司成长前景》2021-10-25
- 《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

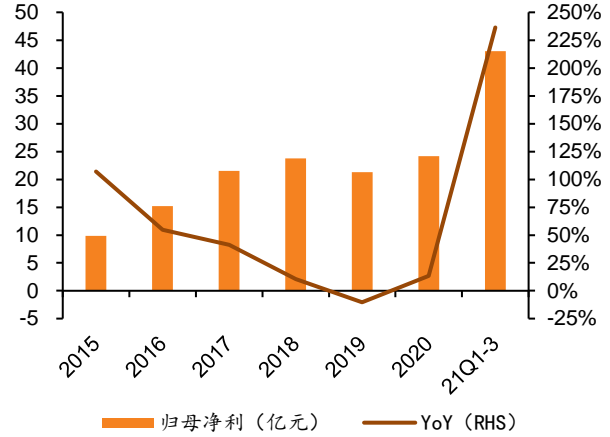
公司历年经营情况及可比公司估值表

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	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
002080.SZ	中材科技	526.3	31.36	1.22	2.15	2.39	2.76	25.6	14.6	13.1	11.4
300196.SZ	长海股份	71.6	17.52	0.66	1.35	1.65	1.95	26.5	12.9	10.6	9.0
603601.SH	再升科技	84.0	11.58	0.50	0.41	0.54	0.70	23.3	28.6	21.4	16.5
605006.SH	山东玻纤	71.0	14.19	0.34	1.23	1.38	1.61	41.2	11.5	10.3	8.8
603256.SH	宏和科技	76.5	8.72	0.13	0.16	0.23	0.34	65.4	54.9	37.8	25.4
平均值								36.4	24.5	18.6	14.2
中位数								26.5	14.6	13.1	11.4
600176.SH	中国巨石	721.4	18.02	0.60	1.57	1.62	1.86	29.9	11.4	11.1	9.7

注：股价时间 2022/01/11；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	10,417.76	14,372.14	19,941.05
应收票据及应收账款	1,360.94	1,126.96	3,060.19	2,250.08	4,385.03
预付账款	127.97	105.57	337.25	51.27	390.35
存货	2,069.97	1,580.01	3,065.74	2,022.71	3,563.48
其他	4,145.23	6,420.05	7,123.02	8,627.66	9,470.82
流动资产合计	9,150.28	11,102.19	24,003.97	27,323.85	37,750.73
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	48,685.48	51,001.58	60,397.64
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	5,106.31	2,382.00	5,648.06
其他	2,644.26	5,169.88	7,260.23	7,519.52	8,691.25
流动负债合计	11,666.03	11,545.91	18,366.54	15,901.52	20,339.31
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	25,474.76	23,418.85	27,786.10
少数股东权益	433.91	909.61	903.32	896.84	889.39
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	18,304.26	22,682.76	27,719.01
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	23,210.72	27,582.73	32,611.54
负债和股东权益总计	33,604.24	36,737.27	48,685.48	51,001.58	60,397.64

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,113.46	2,409.76	6,302.09	6,483.79	7,457.83
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	559.24	600.06	633.45
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)	(96.94)	(1,174.97)	(500.81)
其它	1,807.64	(1,279.19)	(26.21)	(2.76)	(3.29)
经营活动现金流	2,768.60	2,051.50	7,593.89	6,787.45	8,484.87
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)	55.79	(600.06)	(633.45)
其他	(9,874.13)	(10,734.19)	(13,124.56)	(15,963.80)	(16,055.08)
筹资活动现金流	2,029.49	(91.14)	789.73	(2,930.36)	(3,042.38)
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	8,548.16	3,954.38	5,568.91

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,493.29	11,666.20	17,371.55	19,754.52	22,371.27
营业成本	6,772.70	7,724.85	8,871.24	9,853.99	11,079.53
营业税金及附加	61.35	101.66	151.37	172.14	194.94
营业费用	88.31	134.21	147.73	167.99	190.24
管理费用	576.84	556.89	725.01	804.71	888.94
研发费用	283.81	341.66	508.75	578.54	655.18
财务费用	515.24	485.00	559.24	600.06	633.45
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	6,473.03	7,665.53	8,817.88
营业外收入	28.30	27.53	1,027.53	50.00	50.00
营业外支出	14.83	44.74	44.74	44.74	44.74
利润总额	2,536.98	2,853.77	7,455.81	7,670.78	8,823.14
所得税	423.52	444.01	1,160.02	1,193.47	1,372.76
净利润	2,113.46	2,409.76	6,295.79	6,477.32	7,450.38
少数股东损益	(15.41)	(6.35)	(6.30)	(6.48)	(7.45)
归属于母公司净利润	2,128.87	2,416.11	6,302.09	6,483.79	7,457.83
每股收益(元)	0.53	0.60	1.57	1.62	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%	48.90%	13.72%	13.25%
营业利润	-11.04%	13.77%	125.46%	18.42%	15.03%
归属于母公司净利润	-10.32%	13.49%	160.84%	2.88%	15.02%
获利能力					
毛利率	35.46%	33.78%	48.93%	50.12%	50.47%
净利率	20.29%	20.71%	36.28%	32.82%	33.34%
ROE	13.61%	13.86%	28.25%	24.30%	23.51%
ROIC	10.57%	10.56%	21.70%	26.38%	29.93%
偿债能力					
资产负债率	52.15%	50.06%	52.33%	45.92%	46.01%
净负债率	67.84%	50.19%	14.82%	-2.68%	-19.30%
流动比率	0.78	0.96	1.31	1.72	1.86
速动比率	0.61	0.82	1.14	1.59	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	7.48	7.76	8.01
总资产周转率	0.33	0.33	0.41	0.40	0.40
每股指标(元)					
每股收益	0.53	0.60	1.57	1.62	1.86
每股经营现金流	0.69	0.51	1.90	1.70	2.12
每股净资产	3.91	4.36	5.57	6.67	7.92
估值比率					
市盈率	33.88	29.86	11.45	11.13	9.67
市净率	4.61	4.14	3.23	2.70	2.27
EV/EBITDA	11.73	16.83	9.45	7.73	6.32
EV/EBIT	15.89	23.01	10.85	8.72	7.04

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	湖北武汉市武昌区中北路	上海市虹口区北外滩国际	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	217 号天风大厦 2 号楼	客运中心 6 号楼 4 层	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430062	邮编：200086	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com