

中国巨石 (600176)

激励费用高增，看好成长持续性及优势再巩固

公司发布 21FY 年报，报告期收入 197 亿，yoy+69%；归母净利 60 亿，yoy+150%；扣非归母净利 52 亿，yoy+165%。对应 21q4 公司收入 59 亿，yoy+55%，qoq+11%；归母净利 17 亿，yoy+52%，qoq+1%；扣非归母净利 12 亿，yoy+51%，qoq-16%。21q4 归母净利、扣非归母净利分别较前期业绩预告区间中位数低 18%、14%。

21FY 量价齐升，产品结构优化，激励费用对 21q4 利润率有较大影响

21FY 全年销售玻纤纱及制品 235 万吨、电子布 4.40 亿米；yoy 分别为 12.7%、16.4% (其中 21h2 销量分别为 125 万吨、2.18 亿米，hoh 分别为+13.5%、-1.8%)。全年总体为量价齐升局面。21q4 公司收入环比两位数增长，量增或为主因 (据卓创资讯，桐乡智能 4 线 15 万吨短切纱池窑 21/10 投产)，推测产品结构亦有一定优化；，行业价格方面粗纱 21q4 环比小增、电子布价格有较多回落。

21FY 公司毛利率分别为 45.3%，yoy+11.5pct；其中 21q4 为 43.2%，qoq-2.2pct，环比承压推测源于天然气等材料成本变化。21h2 起超额利润计提方案开始推进，管理费用率提升较多，21q4/21q3 公司管理费用分别为 6.8/3.4 亿元 (vs 21q2 为 1.4 亿元)，管理费用率分别为 11.5%/6.4% (vs 21q2 为 3.1%)。此外，贵金属铈粉出售等致 21h2 资产处置受益贡献较多，21q4/21q3 公司资产处置收益分别为 5.3/2.6 亿 (vs 21q2 为 0.5 亿元)，其占收入比例分别为 8.9%/5.0% (vs 21q2 为 1.2%)，预计 22FY 贡献或有所减少。综合致 21FY 归母净利率、扣非归母净利率 (注，剔除资产处置收益) 分别 yoy+10.4pct、+9.9pct 至 31.1%、30.6%；21q4 归母净利率、扣非归母净利率分别为 29.4%、20.5%，qoq 分别-3.0、-6.7pct。

延续前期观点，对玻纤行业高景气持续性保持乐观

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、汽车等)，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。

继续看好巨石竞争优势强化及成长持续性，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。产品结构优化、附加值提升驱动公司周期波动减弱并夯实竞争力及成长性。超额利润分享方案对于强化公司战略执行效果有重要意义。基于更保守电子布价格假设及资产处置收益预期等，我们下调 22/23 归母净利预测至 58/68 亿 (前值 65/75 亿)，新增 24 年归母净利预测为 79 亿，22-24 年 yoy 分别-3%/+16%/+16%，维持公司 20x 22 年目标 PE，下调公司目标价至 29.14 元 (前值 32.39 元)，继续维持“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	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	9,570.86	10,755.44	12,174.26
净利润(百万元)	2,416.11	6,028.47	5,833.56	6,779.77	7,891.21
增长率(%)	13.49	149.51	(3.23)	16.22	16.39
EPS(元/股)	0.60	1.51	1.46	1.69	1.97
市盈率(P/E)	26.79	10.74	11.10	9.55	8.20
市净率(P/B)	3.71	2.87	2.28	1.84	1.50
市销率(P/S)	5.55	3.28	2.91	2.49	2.17
EV/EBITDA	16.83	8.95	6.88	5.49	4.01

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	16.17 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)	64,730.72
流通 A 股市值(百万元)	64,730.72
每股净资产(元)	5.64
资产负债率(%)	46.33
一年内最高/最低(元)	23.17/13.55

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



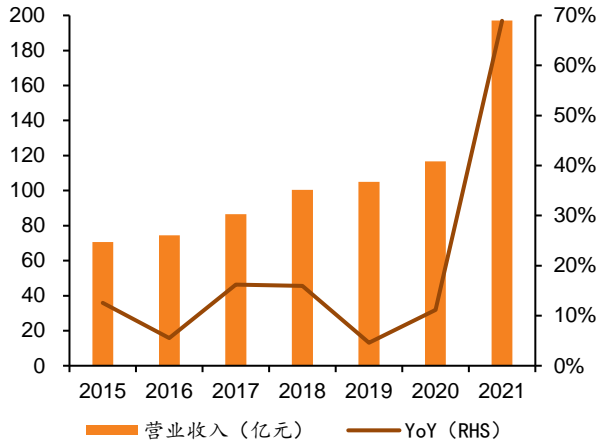
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《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
- 《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

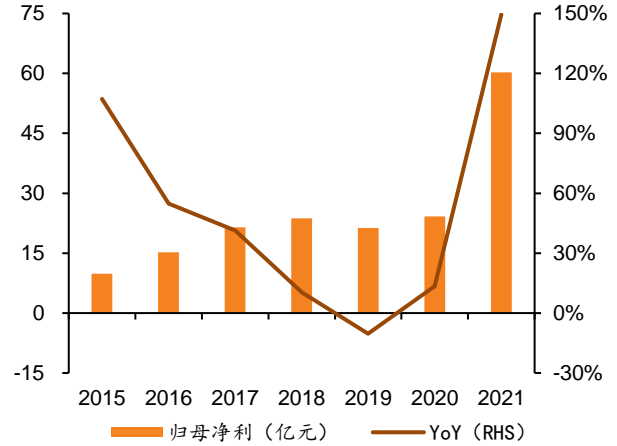
公司历年经营情况及可比公司估值表

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				P/E			
				20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E
002080.SZ	中材科技	425.4	25.35	1.22	2.01	2.37	2.72	20.7	12.6	10.7	9.3
300196.SZ	长海股份	62.2	15.22	0.66	1.40	1.71	2.03	23.0	10.8	8.9	7.5
603601.SH	再升科技	68.8	9.49	0.50	0.34	0.46	0.60	19.1	27.6	20.4	15.9
605006.SH	山东玻纤	58.8	11.76	0.34	1.09	1.37	1.60	34.1	10.8	8.6	7.4
603256.SH	宏和科技	67.9	7.68	0.13	0.16	0.23	0.34	58.0	48.7	33.6	22.5
平均值								31.0	22.1	16.4	12.5
中位数								23.0	12.6	10.7	9.3
600176.SH	中国巨石	647.3	16.17	0.60	1.51	1.46	1.69	26.8	10.7	11.1	9.5

注：股价时间 2022/03/18；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	10,949.63	17,850.85	27,895.85
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	171.70	245.94	223.70
存货	1,580.01	2,199.28	2,418.37	2,876.50	3,077.69
其他	6,420.05	7,667.48	8,163.69	9,157.45	9,665.59
流动资产合计	11,102.19	14,063.72	23,079.05	32,268.76	42,594.16
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
非流动资产合计	25,635.08	29,764.60	27,813.17	25,861.75	23,910.33
资产总计	36,737.27	43,828.32	50,892.23	58,130.52	66,504.49
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	3,187.13	3,208.01	3,983.46
其他	5,023.14	7,187.51	7,374.25	7,743.40	7,557.74
流动负债合计	11,399.17	13,511.39	14,495.19	14,885.23	15,475.02
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
非流动负债合计	6,845.16	6,423.02	6,983.24	6,983.24	6,796.50
负债合计	18,391.07	20,307.01	21,478.43	21,868.47	22,271.52
少数股东权益	909.61	953.74	1,012.67	1,081.15	1,160.86
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	21,399.86	28,179.63	36,070.84
其他	(114.20)	(196.84)	(196.84)	(196.84)	(196.84)
股东权益合计	18,346.20	23,521.31	29,413.80	36,262.05	44,232.97
负债和股东权益总计	36,737.27	43,828.32	50,892.23	58,130.52	66,504.49

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,409.76	6,138.13	5,833.56	6,779.77	7,891.21
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	491.62	520.44	584.48
投资损失	(184.73)	(53.94)	(656.64)	(359.47)	(162.44)
营运资金变动	(717.54)	(1,033.37)	293.95	(1,897.88)	309.96
其它	(1,229.04)	(1,307.06)	58.92	68.48	79.71
经营活动现金流	2,051.50	5,981.16	7,972.28	7,062.20	10,653.77
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)	656.64	359.47	162.44
投资活动现金流	(1,528.40)	(3,531.39)	656.64	359.47	162.44
债权融资	(1,761.51)	293.28	68.60	(520.44)	(771.22)
股权融资	(734.73)	(112.98)	0.00	0.00	0.00
其他	2,405.10	(2,164.98)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(91.14)	(1,984.67)	68.60	(520.44)	(771.22)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	431.96	465.10	8,697.52	6,901.22	10,045.00

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	11,666.20	19,706.88	22,255.36	26,028.39	29,893.27
营业成本	7,724.85	10,777.25	13,167.96	15,099.16	16,979.32
营业税金及附加	101.66	156.55	176.80	206.77	237.47
销售费用	134.21	143.13	161.64	189.05	217.12
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	491.62	520.44	584.48
资产/信用减值损失	(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	656.64	359.47	162.44
其他	(531.48)	(1,016.88)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	2,870.98	7,310.75	7,018.50	8,155.62	9,491.31
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
利润总额	2,853.77	7,302.84	7,010.59	8,147.71	9,483.40
所得税	444.01	1,164.71	1,118.10	1,299.45	1,512.48
净利润	2,409.76	6,138.13	5,892.49	6,848.25	7,970.92
少数股东损益	(6.35)	109.66	58.92	68.48	79.71
归属于母公司净利润	2,416.11	6,028.47	5,833.56	6,779.77	7,891.21
每股收益(元)	0.60	1.51	1.46	1.69	1.97

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	11.18%	68.92%	12.93%	16.95%	14.85%
营业利润	13.77%	154.64%	-4.00%	16.20%	16.38%
归属于母公司净利润	13.49%	149.51%	-3.23%	16.22%	16.39%
获利能力					
毛利率	33.78%	45.31%	40.83%	41.99%	43.20%
净利率	20.71%	30.59%	26.21%	26.05%	26.40%
ROE	13.86%	26.71%	20.54%	19.27%	18.32%
ROIC	10.56%	23.95%	19.87%	24.70%	28.74%
偿债能力					
资产负债率	50.06%	46.33%	42.20%	37.62%	33.49%
净负债率	50.19%	40.85%	5.00%	-14.98%	-35.41%
流动比率	0.96	1.01	1.59	2.17	2.75
速动比率	0.82	0.85	1.43	1.97	2.55
营运能力					
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	9.64	9.83	10.04
总资产周转率	0.33	0.49	0.47	0.48	0.48
每股指标(元)					
每股收益	0.60	1.51	1.46	1.69	1.97
每股经营现金流	0.51	1.49	1.99	1.76	2.66
每股净资产	4.36	5.64	7.09	8.79	10.76
估值比率					
市盈率	26.79	10.74	11.10	9.55	8.20
市净率	3.71	2.87	2.28	1.84	1.50
EV/EBITDA	16.83	8.95	6.88	5.49	4.01
EV/EBIT	23.01	11.15	8.64	6.70	4.78

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	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