资源与环境研究中心

中国巨石 (600176.SH) 买入（维持评级）

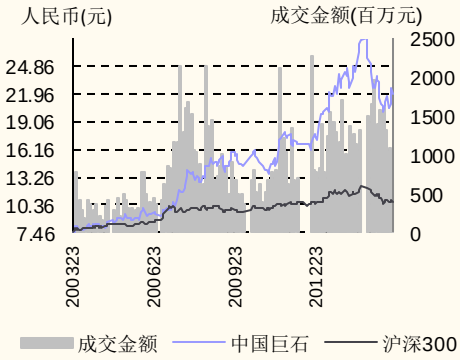
公司点评

市场价格（人民币）：22.00 元

20 年逆境反转，21 年强势前行

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	35.02
已上市流通 A 股(亿股)	35.02
总市值(亿元)	770.51
年内股价最高最低(元)	27.73/7.46
沪深 300 指数	5007
上证指数	3405



相关报告

1.《行业格局优化，龙头受益明显-中国巨石点评报告》，2021.1.8

2.《行业底部确立，有望量价齐升-中国巨石三季报点评》，2020.10.28

3.《行业底部确立，龙头弹性凸显-中国巨石事项点评》，2020.8.26

4.《成本优势突出，期待厚积薄发-中国巨石首次覆盖报告》，2020.7.28

丁士涛 分析师 SAC 执业编号：S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

冯孟乾 分析师 SAC 执业编号：S1130521010001
fengmengqian@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
摊薄每股收益(元)	0.608	0.690	1.329	1.607	1.836
每股净资产(元)	4.47	4.98	5.78	6.74	7.84
每股经营性现金流(元)	0.78	0.49	1.52	1.96	2.26
市盈率(倍)	17.93	28.93	16.56	13.69	11.98
净利润增长率(%)	-10.32%	13.49%	92.57%	20.98%	14.23%
净资产收益率(%)	13.61%	13.86%	23.00%	23.85%	23.41%
总股本(百万股)	3,502.31	3,502.31	3,502.31	3,502.31	3,502.31

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 20 年年报，营收 116.66 亿元，同比增长 11.18%；归母净利润 24.16 亿元，同比增长 13.49%；基本 EPS 0.69 元。公司拟每 10 股派现 2.24 元（含税），每 10 股转增 1.43 股。

经营分析

- **量增价升，四季度为历史最高盈利：** 20 年三季度，公司主动提价两次，提价幅度和频率为历史罕见。同时，公司桐乡智能制造二期 15 万吨于 20 年 6 月点火，成都生产基地 13 万吨和 12 万吨产线于 20 年 7 月和 9 月点火，产量在四季度恢复增长。量价齐升导致公司四季度单季利润为历史最好水平，摆脱了上半年疫情导致的困境。四季度单季毛利率 40.26%，归母净利润 11.37 亿元，剔除成都基地搬迁补偿后，四季度扣非净利润 7.97 亿元。
- **下游需求旺盛，公司继续扩产：** 由于下游需求旺盛，公司拟在桐乡基地建设 15 万吨短切原丝生产线，发力下游热塑市场，项目将于 21 年上半年建设，22 年上半年点火。为了满足下游 5G 通信和电动汽车需求，公司将 6 万吨电子纱项目扩产至 10 万吨，产品结构调整为 7628 电子布，项目将于 21 年上半年建设，22 年上半年点火。
- **成本持续下降，新一轮冷修开启成本下降新阶段：** 作为全球玻纤龙头，公司加大研发投入并对产线升级改造，20 年公司生产成本同比下降 4%。随着公司桐乡和成都智能制造产线的投产及埃及 12 万吨和桐乡 5 万吨产线启动冷修，未来公司成本仍有进一步下降空间。
- **21 年主要产品继续提价，价本量三者共振：** 预计 21 年国内玻纤供需紧张的状态仍会维持，行业高景气度有望延续。我们以巨石(成都)缠绕直接纱 2400tex 为例，20 年两次提价后产品价格从 3975 元涨至年末 5650 元，21 年至今价格涨至 6050 元；电子纱价格从提价前的 7700 元涨至 14700 元。从产量情况看，20 年公司产量 202.72 万吨，随着 20 年点火产能达产及电子纱二期项目 21 年投产，公司产量有望继续增长。

盈利调整与投资建议

- 我们上调 21-23 年公司产品价格和产量预测，预计公司未来三年归母净利润 46.53（上调 24%）/56.29（上调 28%）/64.3 亿元，EPS 1.33/1.61/1.84 元，对应 PE 17/14/12X，维持“买入”评级。

风险提示

- 经济下滑；海外疫情持续；贸易摩擦；汇率风险；成本上涨风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	**10,032**	**10,493**	**11,666**	**15,651**	**17,541**	**18,897**
增长率		4.6%	11.2%	34.2%	12.1%	7.7%
主营业务成本	-5,507	-6,773	-7,725	-8,028	-8,637	-9,025
%销售收入	54.9%	64.5%	66.2%	51.3%	49.2%	47.8%
毛利	4,526	3,721	3,941	7,624	8,904	9,872
%销售收入	45.1%	35.5%	33.8%	48.7%	50.8%	52.2%
营业税金及附加	-86	-61	-102	-136	-153	-165
%销售收入	0.9%	0.6%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-386	-88	-134	-180	-202	-217
%销售收入	3.8%	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	-538	-577	-557	-747	-837	-902
%销售收入	5.4%	5.5%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
研发费用	-289	-284	-342	-458	-514	-553
%销售收入	2.9%	2.7%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
息税前利润（EBIT）	3,227	2,710	2,807	6,102	7,199	8,035
%销售收入	32.2%	25.8%	24.1%	39.0%	41.0%	42.5%
财务费用	-341	-515	-485	-636	-582	-458
%销售收入	3.4%	4.9%	4.2%	4.1%	3.3%	2.4%
资产减值损失	-109	-6	144	-19	-1	-1
公允价值变动收益	-31	41	-8	0	0	0
投资收益	76	64	185	50	50	50
%税前利润	2.7%	2.5%	6.5%	0.9%	0.7%	0.7%
营业利润	2,837	2,524	2,871	5,517	6,685	7,645
营业利润率	28.3%	24.0%	24.6%	35.2%	38.1%	40.5%
营业外收支	-13	13	-17	5	5	5
税前利润	2,824	2,537	2,854	5,522	6,690	7,650
利润率	28.1%	24.2%	24.5%	35.3%	38.1%	40.5%
所得税	-439	-424	-444	-859	-1,041	-1,190
所得税率	15.6%	16.7%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%
净利润	2,385	2,113	2,410	4,663	5,649	6,460
少数股东损益	11	-15	-6	10	20	30
归属于母公司的净利润	**2,374**	**2,129**	**2,416**	**4,653**	**5,629**	**6,430**
净利率	23.7%	20.3%	20.7%	29.7%	32.1%	34.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,385	2,113	2,410	4,663	5,649	6,460
少数股东损益	11	-15	-6	10	20	30
非现金支出	1,102	1,108	1,130	1,385	1,493	1,617
非经营收益	352	407	-16	583	531	410
营运资金变动	23	-906	-1,811	-1,312	-817	-572
经营活动现金净流	**3,862**	**2,723**	**1,713**	**5,319**	**6,855**	**7,915**
资本开支	-6,053	-4,907	-1,483	-2,535	-2,535	-2,535
投资	478	78	-28	10	10	10
其他	58	51	-18	50	50	50
投资活动现金净流	**-5,517**	**-4,778**	**-1,528**	**-2,475**	**-2,475**	**-2,475**
股权募资	217	103	973	0	0	0
债权募资	1,809	2,237	-177	-385	-1,353	-2,274
其他	-721	-373	-899	-2,519	-2,858	-3,057
筹资活动现金净流	**1,306**	**1,967**	**-103**	**-2,905**	**-4,210**	**-5,331**
现金净流量	**-349**	**-88**	**82**	**-61**	**170**	**109**

资产负债表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,504	1,446	1,870	1,808	1,978	2,087
应收款项	3,503	5,192	7,318	8,766	9,825	10,584
存货	1,675	2,070	1,580	1,878	2,020	2,111
其他流动资产	595	442	334	340	339	335
流动资产	7,276	9,150	11,102	12,793	14,163	15,118
%总资产	24.0%	27.2%	30.2%	32.3%	33.7%	34.4%
长期投资	1,209	1,231	1,369	1,369	1,369	1,369
固定资产	20,576	21,785	22,852	23,997	25,019	25,916
%总资产	67.7%	64.8%	62.2%	60.6%	59.5%	59.0%
无形资产	1,075	1,280	1,259	1,308	1,355	1,402
非流动资产	23,094	24,449	25,631	26,825	27,893	28,837
%总资产	76.0%	72.8%	69.8%	67.7%	66.3%	65.6%
资产总计	**30,370**	**33,599**	**36,732**	**39,617**	**42,056**	**43,955**
短期借款	8,066	7,009	4,815	4,806	3,753	2,279
应付款项	3,775	2,608	2,343	2,579	2,776	2,902
其他流动负债	495	2,049	4,388	4,620	4,818	4,977
流动负债	12,336	11,666	11,546	12,006	11,347	10,158
长期贷款	2,653	3,149	4,430	4,230	3,930	3,130
其他长期负债	801	2,704	2,410	2,233	2,233	2,233
负债	**15,790**	**17,518**	**18,386**	**18,469**	**17,511**	**15,522**
普通股股东权益	**14,238**	**15,647**	**17,437**	**20,228**	**23,606**	**27,464**
其中：股本	3,502	3,502	3,502	3,502	3,502	3,502
未分配利润	6,789	8,058	9,709	12,500	15,878	19,736
少数股东权益	342	434	910	920	940	970
负债股东权益合计	**30,370**	**33,599**	**36,732**	**39,617**	**42,056**	**43,955**

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.678	0.608	0.690	1.329	1.607	1.836
每股净资产	4.065	4.468	4.979	5.776	6.740	7.842
每股经营现金净流	1.103	0.777	0.489	1.519	1.957	2.260
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.531	0.643	0.734
回报率						
净资产收益率	16.67%	13.61%	13.86%	23.00%	23.85%	23.41%
总资产收益率	7.82%	6.34%	6.58%	11.74%	13.38%	14.63%
投入资本收益率	10.50%	7.84%	7.95%	15.90%	17.64%	18.81%
增长率						
主营业务收入增长率	15.96%	4.59%	11.18%	34.16%	12.08%	7.73%
EBIT增长率	13.71%	-16.02%	3.57%	117.38%	17.98%	11.61%
净利润增长率	10.43%	-10.32%	13.49%	92.57%	20.98%	14.23%
总资产增长率	22.50%	10.63%	9.33%	7.85%	6.16%	4.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	45.1	45.4	38.9	38.9	38.9	38.9
存货周转天数	99.6	100.9	86.2	86.2	86.2	86.2
应付账款周转天数	99.3	86.6	71.2	71.2	71.2	71.2
固定资产周转天数	597.4	681.7	654.2	502.7	459.4	434.1
偿债能力						
净负债/股东权益	65.94%	67.81%	50.01%	42.69%	30.58%	18.02%
EBIT利息保障倍数	9.5	5.3	5.8	9.6	12.4	17.5
资产负债率	51.99%	52.14%	50.05%	46.62%	41.64%	35.31%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	7	16	29	77
增持	1	1	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.20**	**1.13**	**1.16**	**1.15**	**1.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-07-28	买入	12.02	N/A
2	2020-08-26	买入	15.15	N/A
3	2020-10-28	买入	13.92	N/A
4	2021-01-08	买入	22.10	28.89～28.89

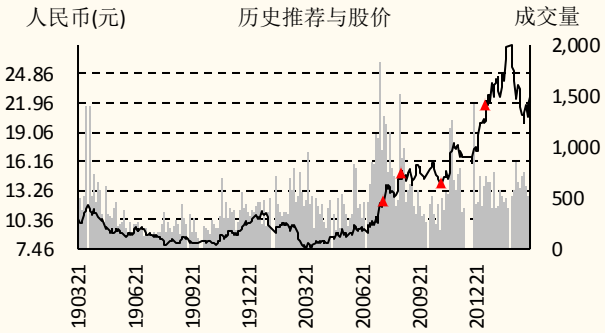
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402