东兴证券 DONGXING SECURITIES

中国巨石（600176）：有行业景气，更有龙头质地和新成长

2020 年 12 月 28 日

强烈推荐/维持

中国巨石 | 公司报告

事件：玻纤行业 9 月迎来拐点，以巨石（成都）2400tex 缠绕直接纱为例，9 月 1 日至今均价涨幅已达 36%左右。2020 年 12 月 8 日，泰山玻纤和重庆国际分别大幅上调电子纱（G75）价格 1250 元/吨、1300 元/吨，相较 9 月 1 日价格低点均价涨幅为 27%左右。

风电装机不会大幅度滑坡。需求端来看，2020 年推动行业库存在疫情后快速下降的风电需求在国家对新能源的大力支持下，中长期来看将稳中向上，短期看，2021 年随着海外风电装机在疫情后的恢复和海上风电的加速推广，全年风电装机预计较为平稳，不会出现大幅度滑坡。

电子纱贡献巨大弹性。Q3 一度跌破成本线，Q4 拐点显现，下游 PCB 需求上涨和行业整体景气度提升之下，价格两次调涨至今幅度已达 27%左右，随着 5G 带来的换机潮和基站建设需求继续，我们预计电子纱价格在上涨后将保持较高的景气度，而目前价格位置距离上一景气高点依然具有较大空间。电子纱在巨石营收占比 10%左右，价格上涨将为公司贡献巨大业绩弹性，助推 2021 业绩超预期表现。

行业景气度仍处于上行区间，价格普涨依然可期。玻纤是典型的顺周期品种，根据国际货币基金组织（IMF）的预测，2020 年世界经济受疫情影响将同比负增 3.0%，但随着疫苗研发落地，疫情逐步受控，2021 年将迎来同比 4.5%的强劲恢复，疫情后全球经济复苏将推升玻纤需求。供给端来看，一方面，2020 和 2021 年预计新增产能预计分别为 36 万吨和 41 万吨，相较 2018 年大幅放缓，另一方面，国内玻纤龙头企业如巨石、泰玻以及重庆国际等在战略上皆没有大的资本开支计划，且 2021 年行业将进入新一轮冷修高峰周期。

综合以上供需分析，我们认为玻纤行业目前仍处在新一轮的景气上行周期之内，而回顾过往的 2014-2017、2017-2020 两轮周期，以 2400tex 无碱缠绕直接纱的价格表现为观测指标，产品价格的上行周期在半年到一年时间左右，2021 年在供给可控，需求增长的背景下，我们认为后续价格上涨仍有空间。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,032.42	10,493.29	11,364.00	15,125.00	16,880.00
增长率（%）	16.00%	4.60%	8.30%	33.10%	11.60%
归母净利润（百万元）	2,373.98	2,128.87	2,134.55	3,819.69	4,977.11
增长率（%）	10.40%	-10.30%	0.30%	78.90%	30.30%
净资产收益率（%）	16.67%	13.61%	12.09%	17.78%	18.81%
每股收益(元)	0.68	0.61	0.61	1.09	1.42
PE	28.00	31.00	31.00	17.00	13.00
PB	4.64	4.23	3.74	3.08	2.50

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

中国巨石是世界玻纤行业的龙头企业，以产能计的市占率分别占到全球的 22%和国内的 34%，均排名第一。

未来 3-6 个月重大事项提示：

-

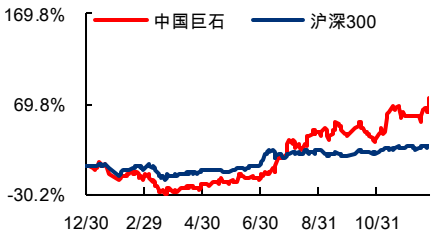
发债及交叉持股介绍：

-

交易数据

52 周股价区间（元）	18.88-7.46
总市值（亿元）	661.24
流通市值（亿元）	661.24
总股本/流通 A 股（万股）	350,231/350,231
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.31

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：赵军胜

010-66554088 zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480512070003

研究助理：韩宇

010-66554042 hanyu_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070045

巨石买的不仅是景气度，更是龙头质地和新成长。作为全球玻纤绝对龙头，公司成本优势显著，成本领先不仅助力公司穿越周期，更为行业表率引领玻纤产品于替代竞争中实现扩容式成长，2018 年公司开启第四次创业，产品高端化、国际化和生产智能化将引领公司进入新一轮成长周期：智能化是对成本护城河的巩固，也是产品高端化的抓手，最具性价比的高端产品将使公司在全球化竞争中再次拉开与竞争对手身位，巨石的步调，是周期与成长共舞。

盈利预测与投资评级：基于对行业景气度的最新判断和以上对公司的推荐逻辑，我们上调公司盈利预测和目标价。预计公司 2020 到 2022 年的营业收入为 113.6、151.25 和 168.80 亿元，归属于母公司的净利润为 21.34、38.20 和 49.77 亿元，对应的 EPS 分别为 0.61、1.09 和 1.42 元，对应的动态 PE 分别为 31 倍、17 倍和 13 倍。

2020 年 7 月 29 日的中国巨石深度报告《中国巨石（600176.SH）：站在新一轮成长周期的起点上》中全市场最早给予公司的最高目标价 19.16 元，当前股价已超过我们前期的目标价。我们认为中国巨石作为全球玻纤龙头，成本优势突出，管理模式、智能化制造和技术的优势有助于公司在全球竞争中保持持续领先，产品高端化、国际化和智能制造也将开启公司新一轮的成长，我们上调公司 2021 的目标价为 27.25 元，维持公司为“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：风电产品需求不及预期，宏观经济复苏不及预期，产能投放超预期增加。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	7276	9150	4933	7411	8004	**营业收入**	10032	10493	11364	15125	16880
货币资金	1504	1446	1227	2269	2532	**营业成本**	5507	6773	7415	9191	9470
应收账款	1247	1361	1494	1989	2220	营业税金	86	61	63	68	76
其他应收款	139	135	147	195	218	营业费用	386	88	51	53	59
预付款项	130	128	128	128	128	管理费用	538	577	761	983	1097
存货	1675	2070	1625	2518	2595	财务费用	341	515	684	458	444
其他流动资产	464	309	309	309	309	资产减值	108.97	-5.89	0.00	0.00	0.00
非流动资产合	23094	24454	27192	30608	33787	公允价值	-31.47	41.48	42.00	42.00	42.00
长期股权投资	1209	1231	1231	1231	1231	投资净收	75.57	64.24	65.00	65.00	65.00
固定资产	16419	19553	23515	27558	31090	**营业利润**	2837	2524	2496	4479	5840
无形资产	599	803	723	643	562	营业外收	20.06	28.30	30.00	30.00	30.00
其他非流动资	64	0	0	0	0	营业外支	32.88	14.83	15.00	15.00	15.00
资产总计	30370	33604	32126	38019	41790	**利润总额**	2824	2537	2511	4494	5855
流动负债合计	12336	11666	11540	13533	12247	所得税	439	424	377	674	878
短期借款	4931	6611	6134	7057	5603	**净利润**	2385	2113	2135	3820	4977
应付账款	1940	1272	2438	3022	3113	少数股东	11	-15	0	0	0
预收款项	144	0	0	0	0	归属母公	2374	2129	2135	3820	4977
一年内到期的	3134	398	399	399	399	EBITDA	4171	4141	4393	6445	8109
非流动负债合	3454	5858	5722	5722	5722	**EPS（元）**	0.68	0.61	0.61	1.09	1.42
长期借款	2653	3149	3149	3149	3149	**主要财务比率**	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付债券	399	2197	2197	2197	2197						
负债合计	15790	17524	17262	19255	17969	**成长能力**					
少数股东权益	342	434	434	434	434	营业收入	15.96%	4.59%	8.30%	33.10%	11.60%
实收资本(或股	3502	3502	3502	3502	3502	营业利润	13.78%	-11.04%	-1.08%	79.42%	30.40%
资本公积	3438	3439	3439	3439	3439	归属于母	10.43%	-10.32%	0.27%	78.95%	30.30%
未分配利润	6789	8058	10115	13798	18595	**获利能力**					
归属母公司股	14238	15647	17658	21477	26455	毛利率	45.11%	35.46%	34.75%	39.23%	43.90%
负债和所有者	30370	33604	32126	38019	41790	净利率	23.66%	20.29%	18.78%	25.25%	29.49%
现金流量表				单位:百万元		总资产净		7.85%	6.29%	6.04%	9.28%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	16.67%	13.61%	12.09%	17.78%	18.81%
经营活动现金	4654	3061	6328	5313	6977	**偿债能力**					
净利润	2385	2113	2135	3820	4977	资产负债	52%	52%	49%	47%	40%
折旧摊销	992.66	1101.	1212.5	1508.0	1824.56	流动比率	0.59	0.78	0.43	0.55	0.65
财务费用	-341	-515	-684	-458	-444	速动比率	0.45	0.61	0.29	0.36	0.44
应付帐款的变	885	-668	1166	584	92	**营运能力**					
预收帐款的变	11	-144	0	0	0	总资产周	0.36	0.33	0.35	0.43	0.42
投资活动现金	-6139	-1257	-3773	-4737	-4815	应收账款	8	8	8	9	8
公允价值变动	-31	41	42	42	42	应付账款	3.68	4.22	4.00	3.37	3.09
长期股权投资	25	22	0	0	0	**每股指标**					
投资收益	76	64	65	65	65	每股收益	0.68	0.61	0.61	1.09	1.42
筹资活动现金	971	-1862	-2773	465	-1899	每股净现	-0.14	0.01	-0.06	0.30	0.08
应付债券增加	-1096	1798	0	0	0	每股净资	4.07	4.47	5.04	6.13	7.55
长期借款增加	29	495	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	584	0	0	0	0	P/E	27.76	30.95	30.95	17.32	13.30
资本公积增加	-584	0	0	0	0	P/B	4.64	4.23	3.74	3.08	2.50
现金净增加额	-514	-58	-219	1041	263	EV/EBITD	18.16	18.60	17.48	11.89	9.24

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	中国巨石（600176）2020 三季报点评：成本护城河优势尽显，步调是周期与成长共舞	2020-10-28
公司普通报告	中国巨石（600176）2020 中报点评：市占逆势提升，行业景气度拐点已至	2020-08-19
公司深度报告	中国巨石（600176）深度报告：站在新一轮成长周期的起点上	2020-07-30
行业深度报告	玻纤行业深度报告：周期与成长的协奏，龙头将持续跑赢	2020-11-12
行业普通报告	建材行业：水泥整合酝酿新变局-天山股份资产注入点评	2020-08-13
行业深度报告	建材行业深度报告：集中度提升孕育老建材核心资产	2020-08-07
行业深度报告	混凝土减水剂行业深度报告：产业链地位提升下的行业价值重估	2020-08-05
行业深度报告	瓷砖行业深度报告：好生意集中度提升，翘楚机遇期逐鹿	2020-06-18
行业深度报告	混凝土减水剂行业深度报告：潮起双强立，风正一帆悬	2020-04-13
行业深度报告	建筑防水材料产业报告:行业集中度加速提升	2020-04-10
行业深度报告	后疫情时代系列报告之二：业绩估值双升力，内需水泥看今朝	2020-03-28

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 和 2015 年第 4 和第 3 名。东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年上半年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名。卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围。2018 年今日投资“天眼”唯一 3 年五星级分析师，2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师，选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等。2019 年“金翼奖”第 1 名。

研究助理简介

韩宇

应用经济学硕士，四川大学金属材料工程学士，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事建材行业研究。获得 2020wind 金牌分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526