资源与环境研究中心

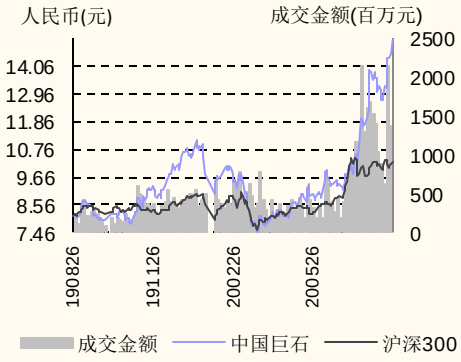
中国巨石 (600176.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：15.15 元
目标价格（人民币）：22.14 元

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)	530.60
年内股价最高最低(元)	15.15/12.02
沪深 300 指数	4762
上证指数	3374



相关报告

1.《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

行业底部确立，龙头弹性凸显

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.678	0.608	0.560	0.822	0.955
每股净资产(元)	4.07	4.47	5.03	5.85	6.80
每股经营性现金流(元)	1.10	0.78	1.17	1.15	1.45
市盈率(倍)	14.27	17.93	27.08	18.43	15.87
净利润增长率(%)	10.43%	-10.32%	-7.95%	46.88%	16.16%
净资产收益率(%)	16.67%	13.61%	11.13%	14.05%	14.03%
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

事件

- 中国巨石发布公告，由于产品售价过低，成本压力过大，自 2020 年 9 月 1 日起，国内玻纤粗纱及制品销售价格进行恢复性上调，调价幅度为 7%。

点评

- **国内需求恢复，下游需求向好：**2020 年上半年国内粗纱价格同比下跌 16%，公司营收降幅仅 3%，主要与公司销量增加有关。由于上半年海外疫情在 3 月后开始爆发，公司海外业务受到冲击，国内业务的好转是销量增加的主要原因。在主要细分领域中，风电抢装带来的边际需求增量最大。短期看，由于风电材料供给无法满足需求，预计 2021 年风电领域的良好需求可以维持。除了风电领域外，与建筑和汽车相关的领域需求有望回升。
- **海外业务受疫情冲击，下半年复苏可期：**贸易摩擦和海外疫情的持续扩散对公司海外业务产生一定影响，公司正在积极应对。针对贸易摩擦，公司尝试在海外建厂以满足客户需求，打消客户疑虑。根据公司公告披露，7 月开始海外客户生产逐步恢复，海外需求较上半年有所好转。下半年随着海外业务恢复和桐乡智能制造基地、成都新基地的投产，公司销量有望环比回升。
- **行业集中度提升，提价有望延续：**与 2019 年 11 月行业其他公司主动提价、巨石不参与不同，本轮提价由巨石主动发起，这反映了行业供需形势的积极变化。公司作为行业中成本最低的企业，过高的成本压力使得行业内的其他企业提价意愿更加强烈，因此我们判断行业底部确认，本轮提价具有持续性。2020 年是中国建材解决集团内玻纤业务同业竞争的最后一年，随着整合的有序推进，龙头企业集中度提升后对于价格的把控力度更强。

盈利调整与投资建议

- 我们将 2021 年公司产品售价变动由 2%上调至 5%，预计公司 2020-2022 年归母净利润 19.6 /28.78 /33.43 亿元（较上次预测变动-2/+7/+6%）。上一轮玻纤涨价周期（2017.9-2018.11）中，公司 PE（TTM）估值最高达到 27X。我们认为行业周期底部确认，作为全球玻纤龙头，公司估值具有达到上一轮涨价周期上限的能力。按照 2021 年公司 EPS 0.82 元和 27X 估值计算，上调目标价至 22.14 元（上调 50%），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）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**8,652**	**10,032**	**10,493**	**10,320**	**12,581**	**13,157**
增长率		16.0%	4.6%	-1.7%	21.9%	4.6%
主营业务成本	-4,686	-5,507	-6,773	-6,616	-7,530	-7,507
%销售收入	54.2%	54.9%	64.5%	64.1%	59.9%	57.1%
毛利	3,966	4,526	3,721	3,704	5,051	5,650
%销售收入	45.8%	45.1%	35.5%	35.9%	40.1%	42.9%
营业税金及附加	-87	-86	-61	-60	-74	-77
%销售收入	1.0%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-321	-386	-88	-87	-106	-111
%销售收入	3.7%	3.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	-719	-538	-577	-599	-730	-763
%销售收入	8.3%	5.4%	5.5%	5.8%	5.8%	5.8%
研发费用	0	-289	-284	-279	-340	-356
%销售收入	0.0%	2.9%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
息税前利润（EBIT）	2,838	3,227	2,710	2,679	3,802	4,344
%销售收入	32.8%	32.2%	25.8%	26.0%	30.2%	33.0%
财务费用	-420	-341	-515	-464	-474	-453
%销售收入	4.9%	3.4%	4.9%	4.5%	3.8%	3.4%
资产减值损失	-40	-109	-6	-5	-5	-5
公允价值变动收益	8	-31	41	0	0	0
投资收益	83	76	64	64	64	64
%税前利润	3.3%	2.7%	2.5%	2.7%	1.8%	1.6%
营业利润	2,493	2,837	2,524	2,353	3,466	4,029
营业利润率	28.8%	28.3%	24.0%	22.8%	27.5%	30.6%
营业外收支	40	-13	13	13	13	13
税前利润	2,533	2,824	2,537	2,367	3,479	4,042
利润率	29.3%	28.1%	24.2%	22.9%	27.7%	30.7%
所得税	-376	-439	-424	-395	-581	-675
所得税率	14.8%	15.6%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%
净利润	2,158	2,385	2,113	1,972	2,898	3,367
少数股东损益	8	11	-15	12	20	24
归属于母公司的净利润	**2,150**	**2,374**	**2,129**	**1,960**	**2,878**	**3,343**
净利率	24.8%	23.7%	20.3%	19.0%	22.9%	25.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,158	2,385	2,113	1,972	2,898	3,367
少数股东损益	8	11	-15	12	20	24
非现金支出	1,025	1,102	1,108	1,264	1,429	1,624
非经营收益	395	352	407	393	401	382
营运资金变动	225	23	-906	483	-696	-307
经营活动现金净流	**3,803**	**3,862**	**2,723**	**4,112**	**4,033**	**5,066**
资本开支	-2,032	-6,053	-4,907	-3,565	-3,465	-3,465
投资	695	478	78	2	0	0
其他	57	58	51	64	64	64
投资活动现金净流	**-1,281**	**-5,517**	**-4,778**	**-3,498**	**-3,400**	**-3,400**
股权募资	79	217	103	0	0	0
债权募资	-1,130	1,809	2,237	122	80	-1,121
其他	-1,383	-721	-373	-488	-501	-482
筹资活动现金净流	**-2,435**	**1,306**	**1,967**	**-366**	**-422**	**-1,603**
现金净流量	**87**	**-349**	**-88**	**248**	**211**	**63**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,842	1,504	1,446	1,694	1,905	1,967
应收款项	3,600	3,503	5,192	5,638	6,873	7,188
存货	1,329	1,675	2,070	2,266	2,372	2,365
其他流动资产	1,067	595	442	438	455	455
流动资产	7,839	7,276	9,150	10,036	11,606	11,976
%总资产	31.6%	24.0%	27.2%	27.3%	28.7%	28.0%
长期投资	1,184	1,209	1,231	1,231	1,231	1,231
固定资产	14,669	20,576	21,785	23,930	25,813	27,502
%总资产	59.2%	67.7%	64.8%	65.0%	63.8%	64.4%
无形资产	998	1,075	1,280	1,471	1,661	1,848
非流动资产	16,953	23,094	24,449	26,785	28,857	30,734
%总资产	68.4%	76.0%	72.8%	72.7%	71.3%	72.0%
资产总计	**24,792**	**30,370**	**33,599**	**36,821**	**40,463**	**42,709**
短期借款	5,159	8,066	7,009	6,061	5,941	4,620
应付款项	2,346	3,775	2,608	2,970	3,465	3,387
其他流动负债	315	495	2,049	2,811	2,980	3,058
流动负债	7,820	12,336	11,666	11,842	12,386	11,065
长期贷款	2,624	2,653	3,149	4,349	4,549	4,749
其他长期负债	1,794	801	2,704	2,578	2,578	2,578
负债	**12,238**	**15,790**	**17,518**	**18,769**	**19,512**	**18,392**
普通股股东权益	**12,449**	**14,238**	**15,647**	**17,606**	**20,485**	**23,828**
其中：股本	2,919	3,502	3,502	3,502	3,502	3,502
未分配利润	5,216	6,789	8,058	10,017	12,896	16,239
少数股东权益	105	342	434	446	466	490
负债股东权益合计	**24,792**	**30,370**	**33,599**	**36,821**	**40,463**	**42,709**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.737	0.678	0.608	0.560	0.822	0.955
每股净资产	4.265	4.065	4.468	5.027	5.849	6.803
每股经营现金净流	1.303	1.103	0.777	1.174	1.151	1.447
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	17.27%	16.67%	13.61%	11.13%	14.05%	14.03%
总资产收益率	8.67%	7.82%	6.34%	5.32%	7.11%	7.83%
投入资本收益率	11.01%	10.50%	7.84%	7.19%	9.31%	9.98%
增长率						
主营业务收入增长率	16.19%	15.96%	4.59%	-1.66%	21.91%	4.58%
EBIT增长率	22.54%	13.71%	-16.02%	-1.15%	41.90%	14.26%
净利润增长率	41.34%	10.43%	-10.32%	-7.95%	46.88%	16.16%
总资产增长率	3.59%	22.50%	10.63%	9.59%	9.89%	5.55%
资产管理能力						
应收账款周转天数	54.1	45.1	45.4	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	105.7	99.6	100.9	125.0	115.0	115.0
应付账款周转天数	77.0	99.3	86.6	77.0	77.0	77.0
固定资产周转天数	566.0	597.4	681.7	726.8	648.0	663.8
偿债能力						
净负债/股东权益	59.23%	65.94%	67.81%	60.43%	51.44%	39.45%
EBIT利息保障倍数	6.8	9.5	5.3	5.8	8.0	9.6
资产负债率	49.36%	51.99%	52.14%	50.97%	48.22%	43.06%

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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

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

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH