

22H2 行业价格承压，关注 2023 出口超预期机会

中国巨石(600176)

评级:	买入	股票代码:	600176
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	17.78/11.44
目标价格:		总市值(亿)	600.07
最新收盘价:	14.99	自由流通市值(亿)	600.07
		自由流通股数(百万)	4,003.14

事件概述

公司公布 2022 年年报。2022 年，公司实现收入 201.92 亿元，同比+2.46%，归母净利润 66.10 亿元，同比+9.65%，扣非归母净利润 43.77 亿元，同比-15.01%；对应 Q4 实现收入 40.90 亿元，同比-30.33%，归母净利润 10.93 亿元，同比-36.61%，扣非归母净利润 7.80 亿元，同比-35.18%。

►2022H2 价格承压影响利润，Q4 有所恢复。2022H2 起玻纤行业整体需求减弱，玻纤价格出现较大幅度下降，根据卓创数据，2022H2 行业走量产品无碱 tex2400 直接纱价格由年初的 6000 元/吨以上下降至 4200-4250 元/吨，同时 G75 电子纱价格 2022 年整体呈现下降趋势，使得公司单位盈利受到较大影响。此外，疫情管控等因素也影响了 2022 年整体玻纤需求，根据公司年报披露数据，2022 年公司实现粗纱销量 211 万吨左右，同比下降 10%左右，受益于产能爬坡电子布销量 7.02 亿米，同比+59%，而下游电子布均价我们判断相比 2021 年高点下滑 50%左右，对利润贡献占比下滑。除了主营业务贡献利润之外，得益于漏板技术的创新和进步，利用市场机会出售闲置铈粉获得收益 25.7 亿元，大幅增厚非经常利润，是公司全年业绩实现同比增长的主要原因。我们估算 Q4 公司玻纤销量总体环比增长 20%以上，体现 Q4 需求端有所恢复，同时 Q4 电子纱价格有所反弹，使得公司单季度扣非净利润企稳。

►底部区域盈利优于上轮周期，高端化趋势延续，竞争力增强。我们估算 2022Q3-2022Q4，公司粗纱吨毛利较上一轮行业底部周期（2018-2019）有所提升，体现公司在过去这几年的产品结构进一步得到了优化调整，高端产品比重进一步提升，高端产品内部进一步完善了优化。除产品继续高端化外，公司通过产线大型化、智能化，进一步降低制造成本中枢，从而使得公司竞争力进一步提升。

►2023 需求预计逐渐恢复，关注海外出口超预期机会。我们判断 2023 年随着疫情管控政策优化以及地产政策的纠偏，下游需求将逐渐恢复，其中由于 2022 年风电招标较多，2023 年预计进入交付周期，风电类需求或迎高增，而双碳政策下新能源汽车需求预计也将保持增长，因此高端需求有望带动行业需求回暖。供给方面，我们估算全年确定性较高的新增产能 40-50 万吨，能够被需求恢复消化，因此 2023 年玻纤行业供需格局有望边际改善。此外，由于近期海外金融风险事件，市场对于海外预期有所降低，我们认为 1-2 月我国出口数据良好，体现外需有一定支撑，建议关注全年海外出口超预期，带动玻纤价格回升的机会。

投资建议

考虑到 2022H2 玻纤价格下滑较多，下调玻纤价格假设，对应下调 2023/2024 年营业收入至 216.43/240.66 亿元（原 248.3/261.5 亿元），下调归母净利润预测至 57.2/ 66.84 亿元（原 69.90/74.84 亿元），新增 2025 年营业收入和归母净利润预测分别为 254.37/74.5 亿元。我们预计 2023-2025 年，EPS1.43/ 1.67/ 1.86 元，对应 3 月 20 日 14.99 元收盘价 10.5/ 8.98/ 8.05x PE。考虑到目前股价已基本反应底部预期，维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，成本高于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19706.88	20192.22	21642.63	24065.93	25436.85
YoY (%)	68.92%	2.46%	7.18%	11.20%	5.70%
归母净利润(百万元)	6028.47	6610.02	5717.01	6684.16	7453.15
YoY (%)	149.51%	9.65%	-13.51%	16.92%	11.50%
毛利率 (%)	45.31%	35.60%	37.67%	39.10%	40.37%
每股收益 (元)	1.51	1.65	1.43	1.67	1.86
ROE	26.71%	23.95%	17.94%	18.34%	17.94%
市盈率	9.95	9.08	10.50	8.98	8.05

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

邮箱: qisy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020003

联系电话:

分析师: 郁暲

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521050001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20192.22	21642.63	24065.93	25436.85	净利润	6820.30	5898.88	6896.80	7690.26
YoY (%)	2.46%	7.18%	11.20%	5.70%	折旧和摊销	1733.86	427.74	454.09	480.76
营业成本	13004.20	13488.93	14656.28	15168.82	营运资金变动	-2322.06	3070.62	-219.12	-118.59
营业税金及附加	170.20	182.42	202.85	214.40	经营活动现金流	4124.06	8958.81	6693.35	7613.99
销售费用	157.56	168.88	187.78	198.48	资本开支	-2301.07	-2101.85	-1101.85	-1101.85
管理费用	685.13	734.34	816.57	863.08	投资	1132.44	0.00	0.00	0.00
财务费用	577.05	618.50	687.75	726.93	投资活动现金流	-1246.60	-2134.22	-1134.22	-1134.22
资产减值损失	34.80	34.80	34.80	34.80	股权募资	9.80	500.83	0.00	0.00
投资收益	-32.37	-32.37	-32.37	-32.37	债务募资	-1461.76	0.00	0.00	0.00
营业利润	8124.23	6054.92	7231.18	8166.43	筹资活动现金流	-2466.74	-1840.34	-2501.59	-2744.22
营业外收支	-85.08	898.15	898.15	898.15	现金净流量	410.71	4984.24	3057.54	3735.55
利润总额	8039.15	6953.06	8129.33	9064.58	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	1218.85	1054.19	1232.53	1374.32	成长能力 (%)				
净利润	6820.30	5898.88	6896.80	7690.26	营业收入增长率	2.46%	7.18%	11.20%	5.70%
归属于母公司净利润	6610.02	5717.01	6684.16	7453.15	净利润增长率	9.65%	-13.51%	16.92%	11.50%
YoY (%)	9.65%	-13.51%	16.92%	11.50%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.65	1.43	1.67	1.86	毛利率	35.60%	37.67%	39.10%	40.37%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率	33.78%	27.26%	28.66%	30.23%
货币资金	2635.93	7620.17	10677.71	14413.26	总资产收益率 ROA	13.59%	10.84%	11.54%	11.75%
预付款项	60.69	60.69	60.69	60.69	净资产收益率 ROE	23.95%	17.94%	18.34%	17.94%
存货	4128.66	4282.55	4653.17	4815.90	偿债能力 (%)				
其他流动资产	5091.42	1530.39	1755.41	1882.71	流动比率	0.93	1.09	1.34	1.63
流动资产合计	11916.70	13493.80	17146.98	21172.56	速动比率	0.61	0.74	0.97	1.26
长期股权投资	1418.99	1418.99	1418.99	1418.99	现金比率	0.21	0.61	0.83	1.11
固定资产	28903.41	30769.26	32980.27	34850.39	资产负债率	40.79%	36.97%	34.32%	31.61%
无形资产	944.73	908.10	871.47	834.84	经营效率 (%)				
非流动资产合计	36716.97	39254.44	40765.55	42249.99	总资产周转率	0.46	0.43	0.43	0.42
资产合计	48633.67	52748.24	57912.53	63422.55	每股指标 (元)				
短期借款	4359.58	4359.58	4359.58	4359.58	每股收益	1.65	1.43	1.67	1.86
应付账款及票据	3676.29	3780.77	4032.39	4142.87	每股净资产	6.89	7.96	9.10	10.38
其他流动负债	4731.46	4290.45	4415.36	4476.31	每股经营现金流	1.03	2.24	1.67	1.90
流动负债合计	12767.34	12430.81	12807.33	12978.77	每股股利	0.22	0.40	0.47	0.52
长期借款	4309.16	4309.16	4309.16	4309.16	估值分析				
其他长期负债	2759.68	2759.68	2759.68	2759.68	PE	9.08	10.50	8.98	8.05
非流动负债合计	7068.85	7068.85	7068.85	7068.85	PB	1.99	1.88	1.65	1.44
负债合计	19836.18	19499.66	19876.18	20047.61					
股本	4003.14	4503.97	4503.97	4503.97					
少数股东权益	1199.82	1381.69	1594.33	1831.43					
股东权益合计	28797.49	33248.58	38036.35	43374.94					
负债和股东权益合计	48633.67	52748.24	57912.53	63422.55					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：建筑建材+新材料团队首席分析师，FRM，香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于华泰证券、国泰君安证券等机构任建材行业分析师，7年卖方从业经验。曾作为核心成员获得2016、2017年新财富非金属建材第二、第一名，2020年个人获得21世纪金牌分析师金属、非金属类建材和新材料第五名、wind金牌分析师第二名、东方财富2020年最佳分析师第二名等奖项。

郝暲：CFA，建筑建材+新材料行业高级分析师。天普大学金融工程硕士，贝勒大学信息管理硕士。曾任华泰证券港股原材料行业研究员，太平洋证券建筑建材行业研究员，团队曾连续获得11大中华地区原材料行业评比前三名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。