

2021年04月26日

量价齐升+结构性升级，谋篇布局十四五

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:	28.74/7.99
目标价格:	29.19	总市值(亿)	645.12
最新收盘价:	18.42	自由流通市值(亿)	645.12
		自由流通股数(百万)	3,502.31

事件概述。公司公布2021年一季报。2021Q1，公司实现收入39.96亿元，同比+63.62%，实现归母净利润10.63亿元，同比+243.56%，扣非归母净利10.59亿元同比增长221.03%、环比增长32.87%。

►**21Q1 量价齐升，业绩超预期，创历史单季度新高。**公司业绩超市场预期，实现业绩超此前预增公告上限。2021Q1，国内经济整体延续旺盛，海外多数国家疫情边际好转，且国内供给端增速整体平稳，因此行业库存从2020H2起持续去化，粗纱、电子纱20Q4集中爆发式涨价导致业绩迅速增长。我们估算2021Q1公司粗纱及制品销量55万吨左右同增30-35%，电子布销量约1亿米，同比增长40-45%；表观粗纱、细纱合计均价6600-6700元/吨左右，同比上升1400元/吨左右，吨毛利2850-2950元/吨左右，同比上升1200-1300元/吨左右。

►**结构升级、降本增效延续，电子布大放异彩。**分品类而言，由于2020H2以来汽车以及PCB板的需求恢复较好，且相关产能主要集中在头部企业，我们判断2021Q1，热塑纱、电子布等高端产品是公司销量增长较快的细分品类，带动公司产品结构进一步升级；根据卓创行业数据，我们测算2021Q1公司电子布贡献净利润2亿元左右，占公司净利润19-20%左右，较过往大幅提升，我们继续看好巨石工业电子布大放异彩。此外成都基地于2020H2完成搬迁新基地落成，且桐乡智能制造基地新线于2020年投产，我们判断公司制造成本相较于2020Q1同比继续下降，带动利润率进一步上升。2021Q1，公司毛利率同比提升12.1个百分点至43.52%（环比继续提升3.26个百分点），净利润同比提升14.4个百分点至26.74%，创一季度单季历史新高。

►**2021年价格弹性显著，2022年产能释放提振销量，十四五成长逻辑清晰。**展望2021年，我们认为行业无碱粗纱需求增长能够消化产能增长（确定性较高的名义产能投放预计35~45万吨），而由于下游PCB需求旺盛，电子纱需求及价格将呈现上升趋势，使得粗纱、电子布价格维持当前的高位，2021年公司价格弹性显著。2021年3月，公司电子纱智能二线6万吨（对应3亿米电子布）投产，使得公司电子纱产能上升至16.2万吨左右，电子纱市场份额提升至20%左右，而根据公司官方公众号信息，公司桐乡智能制造基地第三条15万吨粗纱线及第三条6万吨电子纱线已经开工建设，预计2021年底或2022年初有望投产，届时中国巨石在7628电子布市场将具备低成本的绝对统治力，而日韩台厂基本判断会避开这一领域的正面竞争，使得未来工业电子布的竞争波动减弱；2022年产量有望进一步释放，届时叠加海外需求继续恢复，判断公司未来2-3年成长逻辑十分清晰。而展望十四五时期，公司将布局数字智能化，并判断公司逐渐将热塑、风电、电子纱打造成3大具有强大进入壁垒的高端支柱业务，并继续提升高端产品占比，在碳中和的大目标下，头部企业有望加速拉开与追赶者的差距。

投资建议：小幅上调2021年玻纤销量、价格假设，对应上调2021年收入预测3.6%至170.15亿元，上调2021年归母净利润预测3.5%至50.57亿元，维持2022年盈利预测基本不变，微调2023年盈利预测0.1%至65.22亿元。预计2021-2023年归母净利50.57/56.65/65.22亿元，同比增长109.3%/12.0%/15.1%。维持目标价29.19元及“买入”评级。

风险提示：海内外需求不及预期，供给过量投放，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10493.29	11666.20	17015.31	18656.25	21191.73
YoY (%)	4.59%	11.18%	45.85%	9.64%	13.59%
归母净利润(百万元)	2128.87	2416.11	5056.71	5665.31	6521.63
YoY (%)	-10.32%	13.49%	109.29%	12.04%	15.12%
毛利率 (%)	35.46%	33.78%	48.20%	48.55%	48.49%
每股收益 (元)	0.61	0.69	1.44	1.62	1.86
ROE	13.61%	13.86%	24.12%	22.85%	22.34%
市盈率	30.78	27.12	12.96	11.57	10.05

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

研究助理: 郁暲

邮箱: qisy@hx168.com.cn

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-23948865

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	11666.20	17015.31	18656.25	21191.73	净利润	2409.76	5107.78	5722.53	6587.50
YoY (%)	11.18%	45.85%	9.64%	13.59%	折旧和摊销	1274.08	556.42	577.88	601.12
营业成本	7724.85	8813.59	9598.88	10916.07	营运资金变动	-1810.60	-4076.84	-763.96	-1176.44
营业税金及附加	101.66	148.27	162.57	184.66	经营活动现金流	2051.50	1844.38	5793.47	6269.20
销售费用	134.21	187.17	205.22	233.11	资本开支	-1483.11	-830.00	-830.00	-830.00
管理费用	556.89	986.89	1082.06	1229.12	投资	-27.60	0.00	0.00	0.00
财务费用	485.00	462.49	401.89	306.77	投资活动现金流	-1528.40	-770.00	-770.00	-770.00
资产减值损失	144.01	144.01	144.01	144.01	股权募资	973.04	0.00	0.00	0.00
投资收益	184.73	60.00	60.00	60.00	债务募资	-176.65	0.00	0.00	0.00
营业利润	2870.98	5783.96	6524.62	7566.75	筹资活动现金流	-91.14	-2070.73	-2382.55	-2660.59
营业外收支	-17.21	370.00	370.00	370.00	现金净流量	431.96	-996.35	2640.92	2838.61
利润总额	2853.77	6153.96	6894.62	7936.75	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	444.01	1046.17	1172.09	1349.25	成长能力 (%)				
净利润	2409.76	5107.78	5722.53	6587.50	营业收入增长率	11.18%	45.85%	9.64%	13.59%
归属于母公司净利润	2416.11	5056.71	5665.31	6521.63	净利润增长率	13.49%	109.29%	12.04%	15.12%
YoY (%)	13.49%	109.29%	12.04%	15.12%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.69	1.44	1.62	1.86	毛利率	33.78%	48.20%	48.55%	48.49%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	20.66%	30.02%	30.67%	31.09%
货币资金	1869.60	873.24	3514.17	6352.77	总资产收益率 ROA	6.58%	12.43%	12.63%	13.11%
预付款项	105.57	105.57	105.57	105.57	净资产收益率 ROE	13.86%	24.12%	22.85%	22.34%
存货	1580.01	1802.69	1963.31	2232.73	偿债能力 (%)				
其他流动资产	7547.01	11775.75	12648.66	13997.43	流动比率	0.96	1.22	1.50	1.80
流动资产合计	11102.19	14557.26	18231.71	22688.50	速动比率	0.82	1.06	1.33	1.61
长期股权投资	1369.09	1369.09	1369.09	1369.09	现金比率	0.16	0.07	0.29	0.50
固定资产	20910.94	21337.37	21856.99	22410.68	资产负债率	50.06%	46.12%	42.45%	39.14%
无形资产	782.79	770.65	758.52	746.38	经营效率 (%)				
非流动资产合计	25635.08	26134.65	26612.76	27067.63	总资产周转率	0.35	0.44	0.44	0.45
资产合计	36737.27	40691.91	44844.48	49756.13	每股指标 (元)				
短期借款	4201.47	4201.47	4201.47	4201.47	每股收益	0.69	1.44	1.62	1.86
应付账款及票据	2174.56	2420.27	2597.51	2894.78	每股净资产	4.98	5.99	7.08	8.34
其他流动负债	5169.88	5298.74	5391.08	5535.55	每股经营现金流	0.59	0.53	1.65	1.79
流动负债合计	11545.91	11920.49	12190.06	12631.80	每股股利	0.22	0.47	0.53	0.60
长期借款	4430.33	4430.33	4430.33	4430.33	估值分析				
其他长期负债	2414.83	2414.83	2414.83	2414.83	PE	27.12	12.96	11.57	10.05
非流动负债合计	6845.16	6845.16	6845.16	6845.16	PB	4.01	3.13	2.64	2.24
负债合计	18391.07	18765.65	19035.22	19476.96					
股本	3502.31	3502.31	3502.31	3502.31					
少数股东权益	909.61	960.69	1017.92	1083.79					
股东权益合计	18346.20	21926.26	25809.26	30279.17					
负债和股东权益合计	36737.27	40691.91	44844.48	49756.13					

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：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

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。