

2021年07月01日

业绩持续兑现，未来结构升级逻辑清晰

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:	28.74/9.05
目标价格:	22.68	总市值(亿)	614.88
最新收盘价:	15.36	自由流通市值(亿)	614.88
		自由流通股数(百万)	4,003.14

事件概述。公司发布2021中报预告。根据公司中报业绩预告，预计公司2021H1实现归母净利润22.87-26.68亿元，同比+200%-250%，实现扣非后归母净利润20.76-24.22亿元，同比+200%-250%。其中Q2预计实现归母净利润12.24-16.05亿元，同比+170%-254%，预计实现扣非后归母净利润10.17-13.63亿元，同比+181%-277%。

► **符合预期，2021Q2量价齐升。**公司业绩符合预期。由于疫情缓和后全球经济逐渐恢复，玻纤需求2020H2起逐渐恢复，因此2020年8月起，玻纤价格开始上涨。根据卓创数据，截止到目前，粗纱代表产品无碱tex2400直接缠绕纱出厂价由2020年低点的4000元/吨左右上升至6100元/吨左右(52%)，其他品种如毡用纱等价格涨幅更高；G75电子纱价格由2020年低点的7800元/吨左右上升至目前的17000元/吨左右(120%)，价格弹性显著。公司除因为玻纤景气度提高外，我们认为产量提升以及结构升级，特别是电子布占比上升显著提升盈利。

► **行业高景气或可持续，2021全年价格弹性显著。**根据卓创数据及各公司公告，我们估算2021-2022年确定性较高的新增产能50-60万吨，在全球经济继续恢复的背景下，我们认为新增产能增速或低于需求增速，因此行业高景气度可持续，判断下半年玻纤价格将高位维稳。分下游需求而言，我们认为全球产业链的汽车、电子受益于经济恢复，确定性较强，从而将带动热塑、电子布等高端产品需求增长，进一步提升公司高端产品占比及价格弹性、确定性。

► **十四五结构升级逻辑清晰。**根据公司公众号信息，2021年3月，公司电子纱智能二线3亿米电子布投产，我们估算这使得公司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15万吨粗纱线已于5月16日点火，而第三条电子布正在建设中，公司产能布局超前于行业周期，前瞻性出色。同时，我们判断在上述产线投产后，就电子布规模而言公司将处于全球领先地位，而根据我们测算，巨石在厚布领域相对于传统强势的台企拥有1元/米以上的成本优势，有利于公司在工业布领域实现对传统强势的日韩台企业进行替代，从而使得公司在全球的竞争力和市场份额进一步提升，叠加公司风电、热塑产品占比上升，我们认为十四五期间公司产品结构升级逻辑清晰。

投资建议

维持盈利预测不变。预计2021-2023年，公司归母净利润50.6/56.7/65.2亿元，同比增长109.3%/12.0%/15.1%。考虑到当前玻纤行业利润率水平处于高点，下调估值至2021年18x PE，对应下调目标价至22.68元(原:26.46元，除权后)，维持“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)	0.53	0.60	1.26	1.42	1.63
ROE	13.61%	13.86%	23.56%	22.40%	21.96%
市盈率	28.88	25.45	12.16	10.85	9.43

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

分析师: 郁暲

邮箱: qisy@hx168.com.cn

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

SAC NO: S1120521050001

联系电话: 0755-23948865

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		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	500.83	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	-1569.90	-2382.55	-2660.59
营业外收支	-17.21	370.00	370.00	370.00	现金净流量	431.96	-495.52	2640.92	2838.61
利润总额	2853.77	6153.96	6894.62	7936.75	主要财务指标				
所得税	444.01	1046.17	1172.09	1349.25	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	2409.76	5107.78	5722.53	6587.50	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	2416.11	5056.71	5665.31	6521.63	营业收入增长率	11.18%	45.85%	9.64%	13.59%
YoY (%)	13.49%	109.29%	12.04%	15.12%	净利润增长率	13.49%	109.29%	12.04%	15.12%
每股收益	0.60	1.26	1.42	1.63	盈利能力 (%)				
资产负债表 (百万元)					毛利率	33.78%	48.20%	48.55%	48.49%
	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	20.66%	30.02%	30.67%	31.09%
货币资金	1869.60	1374.07	4015.00	6853.60	总资产收益率 ROA	6.58%	12.28%	12.49%	12.98%
预付款项	105.57	105.57	105.57	105.57	净资产收益率 ROE	13.86%	23.56%	22.40%	21.96%
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	1.26	1.54	1.84
流动资产合计	11102.19	15058.09	18732.54	23189.33	速动比率	0.82	1.10	1.37	1.65
长期股权投资	1369.09	1369.09	1369.09	1369.09	现金比率	0.16	0.12	0.33	0.54
固定资产	20910.94	21337.37	21856.99	22410.68	资产负债率	50.06%	45.56%	41.98%	38.75%
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	0.43	0.44
资产合计	36737.27	41192.74	45345.31	50256.96	每股指标 (元)				
短期借款	4201.47	4201.47	4201.47	4201.47	每股收益	0.60	1.26	1.42	1.63
应付账款及票据	2174.56	2420.27	2597.51	2894.78	每股净资产	4.36	5.36	6.32	7.42
其他流动负债	5169.88	5298.74	5391.08	5535.55	每股经营现金流	0.51	0.46	1.45	1.57
流动负债合计	11545.91	11920.49	12190.06	12631.80	每股股利	0.22	0.41	0.46	0.53
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	25.45	12.16	10.85	9.43
非流动负债合计	6845.16	6845.16	6845.16	6845.16	PB	4.58	2.86	2.43	2.07
负债合计	18391.07	18765.65	19035.22	19476.96					
股本	3502.31	4003.14	4003.14	4003.14					
少数股东权益	909.61	960.69	1017.92	1083.79					
股东权益合计	18346.20	22427.09	26310.09	30780.00					
负债和股东权益合计	36737.27	41192.74	45345.31	50256.96					

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员。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。