

景气度持续上行，市场预期有望改善

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:	28.74/13.36
目标价格:	27.80	总市值(亿)	785.42
最新收盘价:	19.62	自由流通市值(亿)	785.42
		自由流通股数(百万)	4,003.14

► **供需格局保持良好，价格预计保持上涨趋势。** 经历了 2020 年三季度和四季度底部大幅涨价潮后，市场此前担心 2021H1 是玻纤价格的本轮周期高点，然而景气度目前已然再度超预期，三季度开始玻纤出口以及风电等需求景气度显著恢复，根据卓创资讯数据，8 月底开始部分企业开始上调玻纤纱报价 50-150 元/吨不等，进一步确认行业景气度。根据我们测算，2021-2022 合计行业产能投放年化仅 50 万吨，与新增需求同步，此外，根据卓创数据，截止到 2021 年 8 月底，玻纤生产企业库存处于 19.9 万吨的低位，据此测算头部企业目前库存 20 天左右，很多产品型号处于缺货状态。因此我们认为在当前的极低库存下，预计在 2022Q2 前玻纤行业整体景气度都将处于上升趋势。

► **热塑、风电纱等预计增速更快，产品结构升级延续。** 由于新能源汽车及风电装机需求增长，我们预计分产品而言，热塑、风电等高端产品增速更快。以风电为例，我们预计 2022 年国内风电装机量相较于 2021 年至少提升 10GW 左右，按照 1GW 玻纤需求 1 万吨测算，则 2022 年国内风电带动玻纤需求增长 10 万吨以上，相当于目前需求同比增长 15-25%，此外维斯塔斯等国际领先风电企业订单饱满，预计海外风电装机需求 2022 年也将同比增长。由于风电纱本身技术要求较高，同时在风电机组大型化下行业壁垒有望进一步提升，预计增量市场主要被头部玻纤企业瓜分。公司近年来高端产品占比提升，未来预计产品结构升级延续，未来公司将着力发展粗纱、热塑、电子纱/布三驾马车，2022 年预计此三块业务有望携手发力。

► **公司量增、降本逻辑清晰。** 根据卓创新闻以及公司公众号信息，公司 2021 年已经投产电子纱二期 6 万吨、第三条智能制造 15 万吨池窑以及今年 8 月底点火 15 万吨短切原丝线，判断公司 2022 年仍有粗纱、电子纱投产规划，这意味着公司的市场份额在上行周期中甚至保持了增长，我们判断 2022 年公司销量增速依然可以保持两位数增长，未来公司销量增长的逻辑十分清晰；同时智能制造的引入再次引领了制造成本下降，竞争优势进一步扩大。

投资建议： 考虑到需求修复及涨价，我们上调玻纤价格假设，同时上调成本假设，对应上调 2021-2023 年 184.2/204.3/220.7 亿元的收入预测 1.2%/6.0%/7.1%至 186.5/216.5/236.2 亿元，上调 2021-2023 年 1.36/1.51/1.67 的 EPS 至 1.39/1.62/1.83 元，对应 2021 年 9 月 6 日 19.62 元/股的收盘价，PE 分别为 14.1/12.1/10.7 倍。考虑到行业高景气周期持续时间延长，上调估值至 2021 20x PE (原: 18x)，对应上调目标价至 27.80 元 (原: 24.48 元)，维持“买入”评级。

风险提示： 需求不及预期，成本高于预期，供给超预期投放，系统性风险等。

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	18647.94	21648.94	23623.66
YoY (%)	4.59%	11.18%	59.85%	16.09%	9.12%
归母净利润(百万元)	2128.87	2416.11	5564.46	6481.53	7339.01
YoY (%)	-10.32%	13.49%	130.31%	16.48%	13.23%
毛利率 (%)	35.46%	33.78%	47.93%	47.54%	48.33%
每股收益 (元)	0.53	0.60	1.39	1.62	1.83
ROE	13.61%	13.86%	25.51%	24.75%	23.57%
市盈率	36.89	32.51	14.11	12.12	10.70

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

邮箱: qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-23948865

分析师: 郁暲

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521050001

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	18647.94	21648.94	23623.66	净利润	2409.76	5620.66	6547.00	7413.14
YoY (%)	11.18%	59.85%	16.09%	9.12%	折旧和摊销	1274.08	556.42	577.88	601.12
营业成本	7724.85	9710.34	11357.36	12205.71	营运资金变动	-1810.60	-4832.50	-1389.05	-923.07
营业税金及附加	101.66	162.49	188.64	205.85	经营活动现金流	2051.50	1651.60	6042.84	7398.22
销售费用	134.21	214.52	249.05	271.76	资本开支	-1483.11	-880.00	-880.00	-880.00
管理费用	556.89	890.17	1033.43	1127.69	投资	-27.60	0.00	0.00	0.00
财务费用	485.00	468.39	414.49	305.29	投资活动现金流	-1528.40	-820.00	-820.00	-820.00
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	6451.88	7567.95	8611.50	筹资活动现金流	-91.14	-1734.77	-2647.57	-2926.00
营业外收支	-17.21	320.00	320.00	320.00	现金净流量	431.96	-903.17	2575.27	3652.21
利润总额	2853.77	6771.88	7887.95	8931.50	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	444.01	1151.22	1340.95	1518.35	成长能力 (%)				
净利润	2409.76	5620.66	6547.00	7413.14	营业收入增长率	11.18%	59.85%	16.09%	9.12%
归属于母公司净利润	2416.11	5564.46	6481.53	7339.01	净利润增长率	13.49%	130.31%	16.48%	13.23%
YoY (%)	13.49%	130.31%	16.48%	13.23%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.60	1.39	1.62	1.83	毛利率	33.78%	47.93%	47.54%	48.33%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	20.66%	30.14%	30.24%	31.38%
货币资金	1869.60	966.43	3541.69	7193.91	总资产收益率 ROA	6.58%	13.30%	13.84%	14.07%
预付款项	105.57	105.57	105.57	105.57	净资产收益率 ROE	13.86%	25.51%	24.75%	23.57%
存货	1580.01	1986.11	2322.99	2496.50	偿债能力 (%)				
其他流动资产	7547.01	12644.24	14240.64	15291.11	流动比率	0.96	1.29	1.58	1.92
流动资产合计	11102.19	15702.35	20210.90	25087.09	速动比率	0.82	1.11	1.39	1.72
长期股权投资	1369.09	1369.09	1369.09	1369.09	现金比率	0.16	0.08	0.28	0.55
固定资产	20910.94	21337.37	21856.99	22410.68	资产负债率	50.06%	45.56%	41.87%	38.17%
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	0.47	0.49	0.48
资产合计	36737.27	41837.00	46823.66	52154.73	每股指标 (元)				
短期借款	4201.47	4201.47	4201.47	4201.47	每股收益	0.60	1.39	1.62	1.83
应付账款及票据	2174.56	2622.66	2994.37	3185.84	每股净资产	4.36	5.45	6.54	7.78
其他流动负债	5169.88	5392.61	5565.12	5674.57	每股经营现金流	0.51	0.41	1.51	1.85
流动负债合计	11545.91	12216.74	12760.97	13061.88	每股股利	0.22	0.45	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	32.51	14.11	12.12	10.70
非流动负债合计	6845.16	6845.16	6845.16	6845.16	PB	4.58	3.60	3.00	2.52
负债合计	18391.07	19061.90	19606.13	19907.04					
股本	3502.31	4003.14	4003.14	4003.14					
少数股东权益	909.61	965.82	1031.29	1105.42					
股东权益合计	18346.20	22775.10	27217.53	32247.69					
负债和股东权益合计	36737.27	41837.00	46823.66	52154.73					

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。