

中国巨石 (600176.SH)

2023年一季报点评：底部基本确认，静待景气回升

核心观点

玻纤景气持续筑底，Q1 收入利润均有承压。2023Q1 公司实现营业收入 36.71 亿元，同比-28.48%，环比-10.24%，归母净利润 9.21 亿元，同比-49.84%，环比-15.7%，扣非归母净利润 4.94 亿元，同比-65.74%，环比-36.68%，EPS 为 0.23 元/股，收入利润同比环比均有所下滑，主要受玻纤价格同比大幅下滑影响，据卓创资讯数据，23Q1 国内主流产品无碱 2400tex 缠绕直接纱均价 4238 元/吨，同比-31.6%，环比-0.1%，G75 电子纱均价 9123 元/吨，同比-20.5%，环比+2.1%。

价格低位运行拖累盈利，资产处置收益增厚利润。2023Q1 公司实现毛利率 29.9%，同比-14.7pp，环比-3.2pp，主要受产品价格明显下降影响。费用率 11.79%，同比+2.86pp，环比-0.53pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.04%/4.5%/2.2%/4.1%，同比+0.3pp/+1.4pp/-0.2pp/+1.4pp，环比-0.05pp/-0.9pp/-0.3pp/+0.8pp。受毛利率下滑影响，归母净利率同步承压，实现归母净利率 25.1%，同比-10.7pp，环比-1.6pp，其中资产处置收益 4.4 亿元，预计继续通过出售部分贵金属部分平滑业绩波动。

存货达到历史高位，经营性现金流同步承压。2023Q1 公司实现经营性现金流净流出 11.1 亿元，上年同期为净流入 13.4 亿元，主因销售商品、提供劳务收到的现金大幅减少所致，收现比 0.53，上年同期为 0.92。截至 2023Q1 末，存货 42.96 亿元，较上年同期增加 15.21 亿元，达到历史高位水平。

风险提示：经济复苏不及预期；产能投放超预期；原燃料价格上涨超预期

投资建议：底部基本确认，静待景气回升，维持“买入”评级

目前，玻纤需求缓慢复苏中，基建、风电等预期向好继续提供支撑，整体产销有所修复，3 月国内玻纤库存环比小幅缩减，粗纱价格底部整体趋稳，预计随着下游需求持续恢复，价格有望逐步回暖。当前行业运行基本筑底，看好公司玻纤龙头的竞争优势，预计在行业景气整体修复下有望实现率先成长，考虑需求恢复仍较缓慢，小幅下调 23 年盈利预测，预计 23-25 年 EPS 分别为 1.33/1.69/1.84 元/股（前值 1.46/1.69/1.81 元/股），对应 PE 为 11.7/9.2/8.4x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19,707	20,192	20,046	23,382	25,408
(+/-%)	68.9%	2.5%	-0.7%	16.6%	8.7%
净利润(百万元)	6028	6610	5328	6766	7385
(+/-%)	149.5%	9.6%	-19.4%	27.0%	9.1%
每股收益(元)	1.51	1.65	1.33	1.69	1.84
EBIT Margin	34.2%	27.7%	26.7%	30.2%	30.7%
净资产收益率 (ROE)	26.7%	24.0%	16.7%	18.2%	17.1%
市盈率 (PE)	10.3	9.4	11.7	9.2	8.4
EV/EBITDA	9.6	11.2	9.5	7.6	7.0
市净率 (PB)	2.76	2.25	1.95	1.67	1.44

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·玻璃玻纤

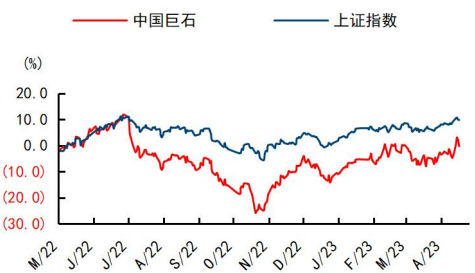
证券分析师：陈颖 0755-81981825
 chenying4@guosen.com.cn
 S0980518090002

证券分析师：冯梦琪 0755-81982950
 fengmq@guosen.com.cn
 S0980521040002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	15.54 元
总市值/流通市值	62209/62209 百万元
52 周最高价/最低价	17.78/11.44 元
近 3 个月日均成交额	362.83 百万元

市场走势



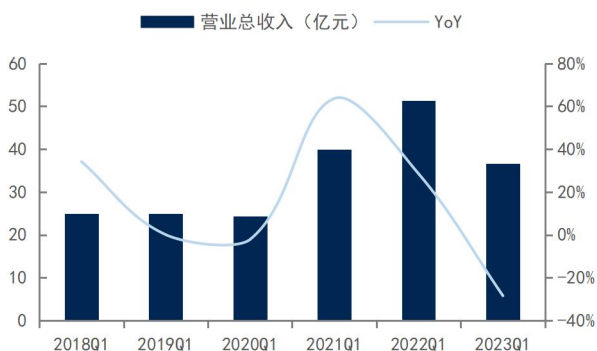
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国巨石 (600176.SH) -2022 年年报点评：周期底部蓄势，看好玻纤龙头竞争优势》——2023-03-21
- 《中国巨石 (600176.SH) -三季报点评：业绩筑底中，看好中长期竞争优势》——2022-10-24
- 《中国巨石 (600176.SH) -2022 年中报点评：盈利高位有韧性，产能产品结构优势凸显》——2022-08-23
- 《中国巨石 (600176.SH) -Q1 业绩再创新高，玻纤龙头优势凸显》——2022-04-26
- 《中国巨石 (600176.SH) -业绩再创新高，玻纤龙头“纤”成长》——2022-03-21

玻纤景气持续筑底，Q1 收入利润均有承压。2023Q1 公司实现营业收入 36.71 亿元，同比-28.48%，环比-10.24%，归母净利润 9.21 亿元，同比-49.84%，环比-15.7%，扣非归母净利润 4.94 亿元，同比-65.74%，环比-36.68%，EPS 为 0.23 元/股，收入利润同比环比均有所下滑，主要受玻纤价格同比大幅下滑影响，据卓创资讯数据，23Q1 国内主流产品无碱 2400tex 缠绕直接纱均价 4238 元/吨，同比-31.6%，环比-0.1%，G75 电子纱均价 9123 元/吨，同比-20.5%，环比+2.1%。

图1：中国巨石营业收入及同比增速



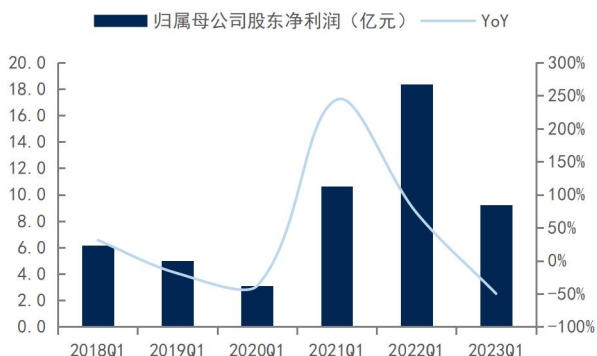
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国巨石单季营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中国巨石归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

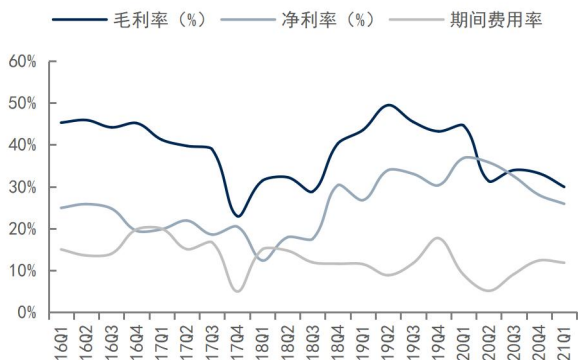
图4：中国巨石单季归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

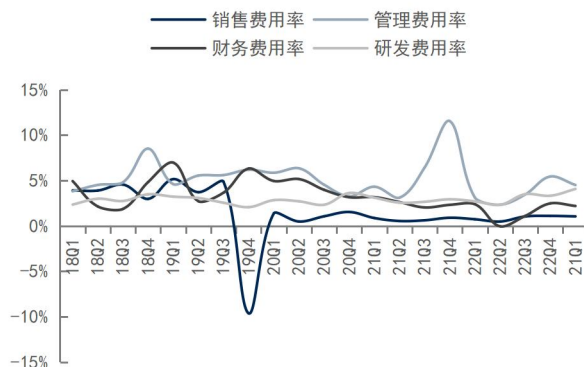
价格低位运行拖累盈利，资产处置收益增厚利润。2023Q1 公司实现毛利率 29.92%，同比-14.66pp，环比-3.24pp，主要受产品价格下降影响。费用率 11.79%，同比+2.86pp，环比-0.53pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.04%/4.5%/2.19%/4.07%，同比 +0.32pp/+1.37pp/-0.19pp/+1.37pp，环比 -0.05pp/-0.94pp/-0.28pp/+0.75pp。受毛利率下滑影响，归母净利率同步承压，实现归母净利率 25.1%，同比-10.69pp，环比-1.63pp，其中资产处置收益 4.4 亿元，预计继续通过出售部分贵金属部分平滑业绩波动。

图5: 中国巨石毛利率、净利率及期间费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

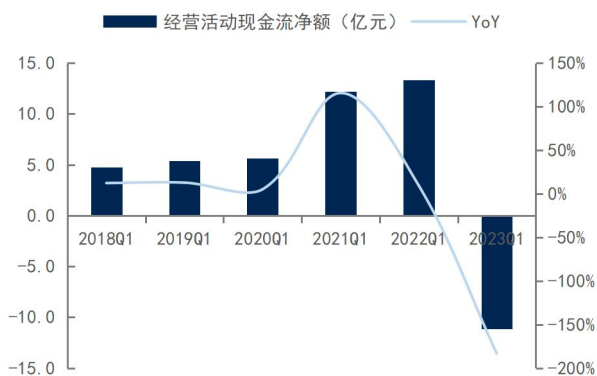
图6: 中国巨石销售、管理、财务、研发费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

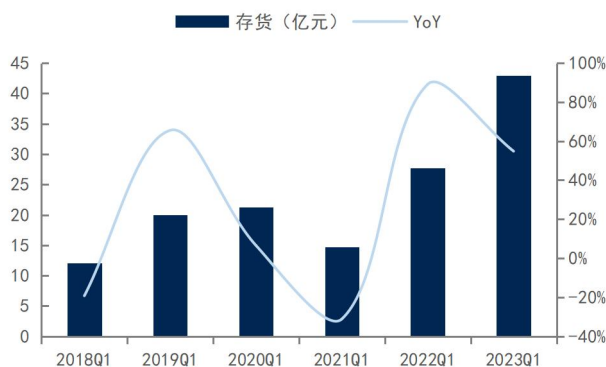
存货达到历史高位，经营性现金流同步承压。2023Q1 公司实现经营性现金流净流出 11.1 亿元，上年同期为净流入 13.4 亿元，主因销售商品、提供劳务收到的现金大幅减少所致，收现比 0.53，上年同期为 0.92。截至 2023Q1 末，存货 42.96 亿元，较上年同期增加 15.21 亿元，达到历史高位水平。

图7: 中国巨石经营活动净现金流及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 中国巨石期末存货及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：底部基本确认，静待景气回升，维持“买入”评级。目前，玻纤需求缓慢复苏中，基建、风电等预期向好继续提供支撑，整体产销有所修复，3月国内玻纤库存环比小幅缩减，粗纱价格底部整体趋稳，预计随着下游需求持续恢复，价格有望逐步回暖。当前行业运行基本筑底，看好公司玻纤龙头的竞争优势，预计在行业景气整体修复下有望实现率先成长，考虑需求恢复仍较缓慢，小幅下调23年盈利预测，预计23-25年EPS分别为1.33/1.69/1.84元/股（前值1.46/1.69/1.81元/股），对应PE为11.7/9.2/8.4x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2252	2636	2936	5081	6431	营业收入	19707	20192	20046	23382	25408
应收款项	3199	3300	3211	3857	4233	营业成本	10777	13004	13130	14497	15626
存货净额	2199	4129	3595	3946	4222	营业税金及附加	157	170	160	187	203
其他流动资产	5347	1848	3637	3191	4038	销售费用	143	158	150	175	191
流动资产合计	14064	11917	13382	16079	18929	管理费用	1330	685	680	787	852
固定资产	26836	33417	36017	39553	44405	研发费用	552	577	573	668	726
无形资产及其他	808	945	1057	1192	1352	财务费用	489	266	435	404	397
投资性房地产	767	936	936	936	936	投资收益	54	(32)	50	50	50
长期股权投资	1354	1419	1444	1489	1524	资产减值及公允价值变动	(3)	(53)	0	0	0
资产总计	43828	48634	52836	59249	67145	其他收入	449	2301	1027	932	874
短期借款及交易性金融负债	6338	6190	5000	5500	6050	营业利润	7311	8124	6567	8313	9064
应付款项	2390	3676	3298	3656	3950	营业外净收支	(8)	(85)	(100)	(100)	(100)
其他流动负债	5156	2901	3934	3554	4167	利润总额	7303	8039	6467	8213	8964
流动负债合计	13884	12767	12232	12711	14167	所得税费用	1165	1219	970	1232	1345
长期借款及应付债券	5522	5809	5809	5809	5809	少数股东损益	110	210	169	215	234
其他长期负债	901	1260	1600	1949	2293	归属于母公司净利润	6028	6610	5328	6766	7385
长期负债合计	6423	7069	7408	7758	8102	现金流量表 (百万元)					
负债合计	20307	19836	19641	20468	22269	净利润	6028	6610	5328	6766	7385
少数股东权益	954	1200	1335	1507	1695	资产减值准备	(138)	29	7	3	5
股东权益	22568	27598	31860	37273	43181	折旧摊销	1807	1733	3231	3748	4244
负债和股东权益总计	43828	48634	52836	59249	67145	公允价值变动损失	3	53	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	489	266	435	404	397
每股收益	1.51	1.65	1.33	1.69	1.84	营运资本变动	(587)	719	(165)	(221)	(243)
每股红利	0.29	0.59	0.27	0.34	0.37	其它	227	106	128	168	183
每股净资产	5.64	6.89	7.96	9.31	10.79	经营活动现金流	7340	9251	8530	10465	11573
ROIC	17%	13%	10%	13%	13%	资本开支	0	(8252)	(5950)	(7422)	(9261)
ROE	27%	24%	17%	18%	17%	其它投资现金流	(1035)	1062	0	0	0
毛利率	45%	36%	34%	38%	38%	投资活动现金流	(1021)	(7254)	(5975)	(7467)	(9296)
EBIT Margin	34%	28%	27%	30%	31%	权益性融资	(104)	10	0	0	0
EBITDA Margin	43%	36%	43%	46%	47%	负债净变化	379	(500)	0	0	0
收入增长	69%	2%	-1%	17%	9%	支付股利、利息	(1170)	(2364)	(1066)	(1353)	(1477)
净利润增长率	150%	10%	-19%	27%	9%	其它融资现金流	(4250)	4106	(1190)	500	550
资产负债率	49%	43%	40%	37%	36%	融资活动现金流	(5937)	(1613)	(2255)	(853)	(927)
股息率	1.9%	3.8%	1.7%	2.2%	2.4%	现金净变动	383	384	300	2145	1351
P/E	10.3	9.4	11.7	9.2	8.4	货币资金的期初余额	1870	2252	2636	2936	5081
P/B	2.8	2.3	2.0	1.7	1.4	货币资金的期末余额	2252	2636	2936	5081	6431
EV/EBITDA	9.6	11.2	9.5	7.6	7.0	企业自由现金流	0	(1050)	1666	2112	1379
						权益自由现金流	0	2556	107	2268	1592

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032