

# 中国巨石 (600176.SH)

## 业绩底部或已确认，行业反转可期

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19,707	20,192	20,838	24,016	27,587
增长率 yoy (%)	68.9	2.5	3.2	15.3	14.9
归母净利润(百万元)	6,028	6,610	5,103	6,783	7,802
增长率 yoy (%)	149.5	9.6	-22.8	32.9	15.0
ROE (%)	26.1	23.7	16.2	18.6	18.4
EPS最新摊薄(元)	1.51	1.65	1.27	1.69	1.95
P/E(倍)	10.3	9.4	12.2	9.2	8.0
P/B(倍)	2.8	2.3	2.0	1.7	1.5

资料来源：长城证券产业金融研究院 注：股价为2023年4月20日收盘价

**事件：**公司披露2023年一季度报，实现营业收入36.71亿元，同比下降28.48%；归母净利润9.21亿元，同比下降49.84%；扣非净利润4.94亿元，同比下降65.74%。对此点评如下：

**业绩底部或已确认，行业复苏可期。** 1) 产品价格下跌致利润阶段性承压。2023年一季度，公司营业收入同比下降28.48%至36.71亿元，归母净利润同比下降49.84%至9.21亿元，扣非净利润同比下降65.74%至4.94亿元，资产处置收益为4.43亿元。受到行业景气度下降影响，公司产品价格下降，使得毛利率/净利率同比下降14.65/10.93pct至29.92%/25.88%。2) 费用率有所上升。受收入下滑等因素影响，公司一季度销售/管理/研发/财务费用率同比变动0.31/1.38/1.37/-0.20pct至1.04/4.49/4.06/2.18%，经营活动现金净流量为-11.11亿元。3) 下游需求有望逐步改善。玻纤下游需求和宏观经济相关度较高，根据国家统计局数据，一季度国内生产总值28.50万亿元，按不变价格计算，同比增长4.5%；根据海关总署数据，我国3月出口金额同比增长14.8%，超市场预期，后续国内外需求有望逐步改善。

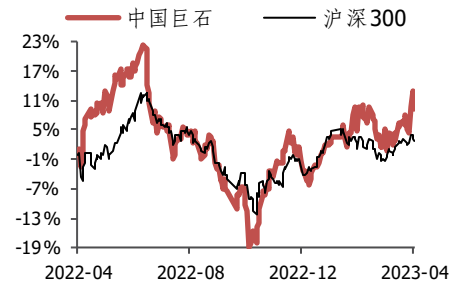
**2022年出售贵金属增厚利润，产品结构持续优化。** 1) 整体增速好于行业，经营韧性显现。2022年受经济增速放缓，俄乌冲突爆发等因素影响，玻纤行业遭受需求萎缩、供需失衡及能源成本上升等诸多难题，2022年我国规模以上玻璃纤维及制品制造企业实现主营业务收入同比增长2.1%，利润总额同比下降8.8%。在此背景下，公司经营展现较强韧性，全年实现营业收入201.92亿元，同比增长2.46%，略好于行业增速。业绩方面，公司通过技术创新调整铂铈比重，减少了铈粉使用量，2022年出售部分贵金属实现收益25.74亿元。全年实现归母净利润66.10亿元，同比增长9.65%；扣非净利润43.77亿元，同比下降15.01%。2) Q4扣非净利润环比提升，周期底部景气初现。Q4公司营业收入同比下降30.33%至40.90亿元，归母净利润同比下降36.61%至10.93亿元，扣非净利润同比下降35.18%至7.80亿元。环比来看，Q4收入和归母净利润有所下滑，扣非净利润开始回暖，环比Q3增长1.69%。随着市场需求恢复，库存压力缓解，玻纤价格有望逐步探底回升，新一轮周期里公司具备更强的盈利能力，成长性值得期待。3) 电子布销量逆势增长。2022年公司粗纱及制品销量同比下降10.31%至211.03万吨。同时公司紧抓细纱市场需求增长的机会，积极调整产品结构，全年电子布销量同比增长59.39%至7.02亿米，其中下半年同比增长71.56%。4) 价跌本升致毛利率同比下降9.71pct至35.60%。2022年玻纤产品价格持续走低+原材料成本上涨，对公司毛利率造成了较大影响，全年毛利率同比下降9.71pct至35.60%，其中玻纤及其制品毛利率同比下降8.34pct至41.53%。5) 海外市场表现较好，营收同比增长

### 增持(维持评级)

#### 股票信息

行业	建材
2023年4月20日收盘价(元)	15.54
总市值(百万元)	62,208.74
流通市值(百万元)	62,208.74
总股本(百万股)	4,003.14
流通股本(百万股)	4,003.14
近3月日均成交额(百万元)	364.87

#### 股价走势



#### 作者

分析师 花江月  
 执业证书编号：S1070522100002  
 邮箱：huajiangyue@cgws.com

#### 相关研究

- 《业绩韧性显现，玻纤龙头行稳致远—长城建材-中国巨石(600176)年报点评》2023-03-22
- 《Q3业绩暂时承压，玻纤龙头长期韧性不改—中国巨石(600176)三季报点评》2022-10-24
- 《上半年业绩表现亮眼，项目稳步推进奠定未来增长之基—中国巨石(600176)中报点评》2022-08-23

**21.93%**。2022 年公司玻纤及其制品业务实现营业收入 168.67 亿元，同比下降 5.48%。分地区看，2022 年国内营业收入同比下降 20.48%至 100.34 亿元，国外营业收入同比增长 21.93%至 75.26 亿元。虽然下半年海外市场需求有所回落，但全年表现依然较好，为公司的收入增长起到了支撑作用。

**6) 费用管控能力优秀，期间费用率同比下降 4.41pct 至 8.35%**。其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 0.78/3.39/1.32%，同比分别变动 +0.05/-3.36/-1.16pct。

**智能制造持续发力，提升生产效率。**2022 年，公司智能制造成绩斐然：桐乡总部智能制造基地历经五年建设胜利落成；智能制造基地第三条电子布生产线顺利点火投产，创造了细纱生产领域达标达产最快最好的历史纪录；成都智能制造基地全面建成；九江新基地一期工程进入全面安装调试阶段，中部地区智能制造建设取得新进展；埃及第四条粗纱生产线顺利点火；新成立巨石集团淮安有限公司，启动全球首个玻纤零碳智能制造基地建设。此外，2022 年 12 月 29 日，公司发布公告，拟投资 56.58 亿元启动建设零碳智能制造基地年产 40 万吨高性能玻璃纤维生产线及配套工程项目，其中年产 40 万吨增强型高性能玻璃纤维生产线项目投资金额为 46.73 亿元；配套 200MW 风力发电项目投资金额为 9.86 亿元。项目建设周期 24 个月，预计将于 2025 年完工，项目建成后预计年平均收益率 16.17%。该项目建成后将成为全国首个玻纤零碳智能制造基地，项目实施后有利于公司实现结构调整和转型升级，进一步完善公司产业布局。

**产能规模领跑同业，行业景气度回升助力公司未来发展。**玻纤行业下游应用领域集中在基建和建筑材料、交通运输、电子电器、工业设备、能源环保，占比分别为 35%、29%、15%、12%、9%。2022 年玻纤行业发展呈现前高后低态势，上半年下游需求较为稳定，全行业营收/利润总额分别同比增长 7.6/16.1%。同时海外市场需求旺盛，玻纤及制品出口量同比增长 42.0%至 107.83 万吨，出口金额同比增长 45.7%至 19.56 亿美元。下半年受俄乌战争及消费需求下降影响，出口迅速回落，加上库存高企，价格大幅下跌，对行业盈利造成了严重影响。2023 年疫情影响消退，宏观经济基本面向好，随着基建投资的发力，房地产市场的回暖以及新能源领域景气度的提升，玻纤行业供需格局或将改善。公司产能规模行业第一，国内现有桐乡、九江、成都、淮安（在建）四大生产基地，国外布局涉及美国南卡、埃及苏伊士，竞争优势显著，有望在复苏中率先受益。

**投资建议：业绩底部或已确认，行业反转可期，维持增持评级。**预计 2023~2025 年公司归母净利润分别达到 51、68、78 亿元，同比分别变动 -23%、33%、25%，对应 PE 估值 12、9、8 倍。公司是玻纤行业龙头企业，产品结构不断优化，国内外项目稳步推进，产能增长动力十足。

**风险提示：玻纤价格波动风险；原材料价格波动风险；下游需求低迷风险；在建产能进度低于预期风险；限电影响产能释放风险等**

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	14064	11917	12848	15351	17127
现金	2252	2636	4692	4425	6599
应收票据及应收账款	1752	1875	1868	2446	2510
其他应收款	1447	1425	1539	1877	2047
预付账款	193	61	201	101	245
存货	2199	4129	2757	4711	3934
其他流动资产	6221	1791	1791	1791	1791
<b>非流动资产</b>	29765	36717	36243	39912	43602
长期投资	1354	1419	1583	1724	1869
固定资产	24588	28903	28870	32541	36186
无形资产	808	945	990	1033	1050
其他非流动资产	3015	5450	4799	4615	4497
<b>资产总计</b>	43828	48634	49091	55263	60729
<b>流动负债</b>	13884	12767	11417	12860	12949
短期借款	3934	4360	4360	4360	4360
应付票据及应付账款	2390	3676	2924	4235	4053
其他流动负债	7560	4731	4133	4265	4536
<b>非流动负债</b>	6423	7069	5780	5213	4488
长期借款	5522	5809	4520	3953	3228
其他非流动负债	901	1260	1260	1260	1260
<b>负债合计</b>	20307	19836	17197	18073	17437
少数股东权益	954	1200	1279	1427	1607
股本	4003	4003	4003	4003	4003
资本公积	3195	3195	3195	3195	3195
留存收益	15566	20255	23781	28508	33954
归属母公司股东权益	22568	27598	30615	35763	41685
<b>负债和股东权益</b>	43828	48634	49091	55263	60729

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	5981	4124	6489	6241	9254
净利润	6138	6820	5182	6931	7982
折旧摊销	1807	1734	2071	2345	2767
财务费用	489	266	134	38	-16
投资损失	-54	32	-69	-30	-22
营运资金变动	-1579	-2322	491	-1409	409
其他经营现金流	-820	-2406	-1321	-1634	-1866
<b>投资活动现金流</b>	-3531	-1247	-256	-4417	-4637
资本支出	3656	5547	1433	5874	6312
长期投资	-1035	1120	-164	-141	-145
其他投资现金流	1160	3181	1341	1598	1820
<b>筹资活动现金流</b>	-1985	-2467	-4176	-2091	-2443
短期借款	-268	426	0	0	0
长期借款	-742	287	-1289	-567	-725
普通股增加	501	0	0	0	0
资本公积增加	-531	0	0	0	0
其他筹资现金流	-945	-3179	-2887	-1524	-1718
<b>现金净增加额</b>	361	403	2056	-267	2174

## 利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	19707	20192	20838	24016	27587
营业成本	10777	13004	14150	15347	17767
营业税金及附加	157	170	174	198	230
营业费用	143	158	185	192	227
管理费用	1330	685	1036	1210	1233
研发费用	552	577	597	682	787
财务费用	489	266	134	38	-16
资产减值损失	-6	-35	0	0	0
其他收益	214	276	221	237	245
公允价值变动收益	3	-19	-8	-8	-12
投资净收益	54	-32	69	30	22
资产处置收益	873	2573	1280	1575	1810
<b>营业利润</b>	7311	8124	6174	8251	9493
营业外收入	46	17	30	31	26
营业外支出	53	102	67	74	81
<b>利润总额</b>	7303	8039	6137	8208	9438
所得税	1165	1219	955	1277	1456
<b>净利润</b>	6138	6820	5182	6931	7982
少数股东损益	110	210	80	148	180
<b>归属母公司净利润</b>	6028	6610	5103	6783	7802
EBITDA	9646	10341	8584	10872	12473
EPS (元/股)	1.51	1.65	1.27	1.69	1.95

## 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	68.9	2.5	3.2	15.3	14.9
营业利润 (%)	154.6	11.1	-24.0	33.6	15.1
归属母公司净利润 (%)	149.5	9.6	-22.8	32.9	15.0
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	45.3	35.6	32.1	36.1	35.6
净利率 (%)	31.1	33.8	24.9	28.9	28.9
ROE (%)	26.1	23.7	16.2	18.6	18.4
ROIC (%)	18.9	18.1	13.3	15.6	16.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	46.3	40.8	35.0	32.7	28.7
净负债比率 (%)	42.5	34.9	18.9	15.8	7.2
流动比率	1.0	0.9	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.8	0.6	0.8	0.8	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	13.7	12.1	12.1	12.1	12.1
应付账款周转率	5.4	5.2	5.2	5.2	5.2
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.51	1.65	1.27	1.69	1.95
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.49	1.03	1.62	1.56	2.31
每股净资产 (最新摊薄)	5.64	6.89	7.65	8.93	10.41
<b>估值比率</b>					
P/E	10.3	9.4	12.2	9.2	8.0
P/B	2.8	2.3	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	7.5	7.1	8.1	6.4	5.4

资料来源: iFnd, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 20 日收盘价

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层  
邮编：200126  
传真：021-31829681  
网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层  
邮编：100044  
传真：86-10-88366686