



买入（维持）

所属行业：化工/化学制品
当前价格(元)：15.54
合理区间(元)：21.15-25.38

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

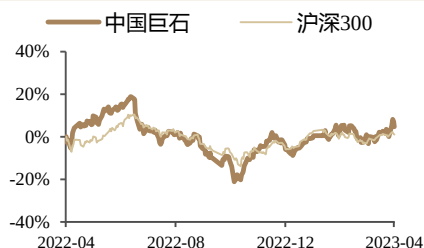
邮箱：yanguang@tebon.com.cn

研究助理

王逸枫

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.47	4.16	6.51
相对涨幅(%)	3.57	2.21	7.55

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 1.《中国巨石(600176.SH)：电子布逆势增长，龙头强者恒强》，2023.3.21
- 2.《中国巨石(600176.SH)：顺周期优质龙头，产能扩张巩固竞争优势》，2022.12.29
- 3.《中国巨石(600176.SH)：行业进入下行周期，彰显龙头差异化竞争优势》，2022.10.23
- 4.《中国巨石(600176.SH)：龙头盈利稳健，降本增效引领差异化竞争》，2022.8.23
- 5.《中国巨石(600176.SH)：疫情扰动下Q2不改龙头本色，盈利保持稳定增长》，2022.7.11

中国巨石(600176.SH)：曙光初现，蓄势待发

投资要点

事件：2023年4月20日，公司发布2023年第一季度报告，2023年一季度公司实现营收36.71亿元（同比-28.48%），归母净利润9.21亿元（同比-49.84%），扣非归母净利润4.94亿元（同比-65.74%），加权平均ROE约3.29%，同比下降4.53个百分点。

23Q1 玻纤价格下降致盈利承压，3月库存拐点或已到来。2023年一季度公司收入及利润下降，主要系行业景气度触底，需求乏力叠加供应高位双重压力下玻纤价格下调。根据卓创资讯，2023年3月国内厂家主流产品2400tex无碱缠绕直接纱出厂均价约4090元/吨，同比下降34.6%，环比2月下降2.5%，23Q1无碱纱均价约4150元/吨，同比下降33.6%。**我们认为，当前行业处于逐步筑底阶段，库存拐点或先于价格拐点到来，Q2需求走出淡季有望加速行业去库进程。**根据卓创资讯，3月行业库存约80万吨，环比2月小幅下降2.3%，主要由于三月下旬下游开工进一步恢复，叠加风电纱市场订单转好，池窑厂出货稍有好转，产销修复下行行业库存开始下降。**我们认为，伴随行业去库和产销率提升，粗纱价格有望在H2迎来修复，公司作为行业龙头，粗纱及制品具备充足的向上弹性。**

电子纱Q1价格再次回落，新增供给有限支撑后续价格回补。2023Q1由于下游PCB市场整体开工修复不明显，电子纱需求回暖稍弱，价格自22Q4小幅上涨后再次出现下滑。根据卓创资讯，23Q1电子纱主流成交均价约9042元/吨，同比下降19.5%，环比22Q4的9250元/吨下降2.3%，电子布均价约4.03元/米，同比下降29.4%。**我们认为，当前电子纱价格基本降至成本线，后续持续下探空间不大，而23年电子纱基本无新增产能，供需格局优于粗纱，随着Q2经济持续修复下游PCB开工提升，电子纱价格有望实现反弹。**公司作为行业龙头，电子纱产能达26.5万吨，即使公司桐乡年产3万吨电子纱二线已于22年7月放水冷修，公司产能依旧领跑，且凭借领先的成本优势，在电子纱利润空间显著压缩阶段依然保持一定盈利优势，具备穿越周期的核心竞争力。

海外需求出现修复趋势。2022年海外需求前高后低，22H2需求出现明显回落，但23Q1逐渐企稳。根据海关总署数据，截至2023年2月粗纱海外出口量累计值约11.86万吨，同比下降12.69%，较1月降幅收窄5.26pct，玻纤及其制品海外出口量累计值约29.85万吨，同比下降10.95%，较1月降幅收窄1.84pct。

盈利能力出现阶段性下降，资产处置收益4.5亿元增厚业绩表现。2023Q1公司毛利率约29.9%，同比下降14.7pct，环比22Q4下降3.2pct，主要系粗纱及电子布价格持续下降。2023Q1公司三费+研发费用率约11.8%，同比上升2.9pct，环比22Q4下降0.5pct。2023Q1归母净利润率约25.1%，同比下降10.7pct，环比22Q4下降1.6pct。23Q1公司非流动资产处置收益约4.49亿元，平滑公司业绩波动。

- **投资建议：**当前玻纤行业基本筑底，我们坚定看好下半年周期拐点，公司作为全球玻纤龙头，具备穿越周期的核心竞争力，有望在行业景气修复背景下率先开启增长序幕。考虑到23Q1海内外玻纤价格持续下降，我们下调23年价格预测，调整公司盈利预测2023-2025年归母净利润至50.95、70.16和74.92亿元（前值为60.51、70.16和74.93亿元），对应EPS分别为1.27、1.75和1.87元，维持目标价区间21.15-25.38元，维持“买入”评级。

风险提示：项目建设进度不及预期、行业新增供给超预期、全球经济超预期下滑。

股票数据		主要财务数据及预测				
总股本(百万股):	4,003.14		2021	2022	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	4,003.14	营业收入(百万元)	19,707	20,192	20,393	23,803
52 周内股价区间(元):	11.70-17.63	(+/-)YOY(%)	68.9%	2.5%	1.0%	16.7%
总市值(百万元):	62,208.74	净利润(百万元)	6,028	6,610	5,095	7,016
总资产(百万元):	51,450.51	(+/-)YOY(%)	149.5%	9.6%	-22.9%	37.7%
每股净资产(元):	7.11	全面摊薄 EPS(元)	1.51	1.65	1.27	1.75
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	45.3%	35.6%	34.1%	39.8%
		净资产收益率(%)	26.7%	24.0%	15.6%	17.7%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所				
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润				

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.65	1.27	1.75	1.87
每股净资产	6.89	8.17	9.92	11.79
每股经营现金流	1.03	2.17	2.58	2.92
每股股利	0.52	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	8.30	12.21	8.87	8.30
P/B	1.99	1.90	1.57	1.32
P/S	3.08	3.05	2.61	2.47
EV/EBITDA	8.45	6.47	4.71	3.86
股息率%	3.8%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	35.6%	34.1%	39.8%	41.2%
净利润率	32.7%	25.0%	29.5%	29.8%
净资产收益率	24.0%	15.6%	17.7%	15.9%
资产回报率	13.6%	9.5%	11.4%	10.7%
投资回报率	12.2%	12.0%	13.9%	12.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	2.5%	1.0%	16.7%	5.7%
EBIT 增长率	-14.6%	9.3%	35.3%	6.7%
净利润增长率	9.6%	-22.9%	37.7%	6.8%
偿债能力指标				
资产负债率	40.8%	36.3%	33.1%	29.9%
流动比率	0.9	1.2	1.8	2.3
速动比率	0.6	0.9	1.4	1.9
现金比率	0.2	0.5	0.9	1.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	28.7	28.7	28.7	28.7
存货周转天数	115.9	115.9	115.9	115.9
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
固定资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	6,610	5,095	7,016	7,492
少数股东损益	210	162	223	238
非现金支出	1,740	3,944	4,407	4,903
非经营收益	-2,114	-494	-652	-702
营运资金变动	-2,322	-8	-675	-260
经营活动现金流	4,124	8,699	10,319	11,672
资产	-2,301	-4,183	-4,653	-4,315
投资	1,132	-25	-45	-35
其他	-78	102	119	126
投资活动现金流	-1,247	-4,106	-4,578	-4,224
债权募资	-1,462	-640	590	290
股权募资	10	0	0	0
其他	-1,015	-393	-390	-405
融资活动现金流	-2,467	-1,033	200	-115
现金净流量	403	3,561	5,940	7,332

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 20 日
资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20,192	20,393	23,803	25,168
营业成本	13,004	13,430	14,327	14,801
毛利率%	35.6%	34.1%	39.8%	41.2%
营业税金及附加	170	172	201	212
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	158	159	186	196
营业费用率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	685	692	952	1,258
管理费用率%	3.4%	3.4%	4.0%	5.0%
研发费用	577	583	680	719
研发费用率%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
EBIT	5,868	6,416	8,683	9,262
财务费用	266	393	390	405
财务费用率%	1.3%	1.9%	1.6%	1.6%
资产减值损失	-35	54	81	68
投资收益	-32	102	119	126
营业利润	8,124	6,215	8,545	9,120
营业外收支	-85	-31	-29	-25
利润总额	8,039	6,184	8,516	9,095
EBITDA	7,602	10,414	13,171	14,233
所得税	1,219	928	1,277	1,364
有效所得税率%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	210	162	223	238
归属母公司所有者净利润	6,610	5,095	7,016	7,492

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,636	6,197	12,137	19,469
应收账款及应收票据	1,875	1,894	2,210	2,337
存货	4,129	4,264	4,549	4,699
其它流动资产	3,277	3,309	3,817	4,021
流动资产合计	11,917	15,663	22,713	30,526
长期股权投资	1,419	1,444	1,489	1,524
固定资产	28,903	29,729	30,150	30,051
在建工程	4,514	4,634	5,274	5,674
无形资产	945	1,026	1,135	1,230
非流动资产合计	36,717	37,766	38,979	39,407
资产总计	48,634	53,429	61,692	69,933
短期借款	4,360	4,120	3,910	4,050
应付票据及应付账款	3,676	3,797	4,050	4,184
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	4,731	4,789	4,970	5,057
流动负债合计	12,767	12,706	12,930	13,291
长期借款	4,309	3,909	4,709	4,859
其它长期负债	2,760	2,760	2,760	2,760
非流动负债合计	7,069	6,669	7,469	7,619
负债总计	19,836	19,374	20,399	20,910
实收资本	4,003	4,003	4,003	4,003
普通股股东权益	27,598	32,692	39,708	47,200
少数股东权益	1,200	1,362	1,585	1,823
负债和所有者权益合计	48,634	53,429	61,692	69,933

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021 年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获 2019 年金牛奖建筑材料第二名；2019 年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名；2020 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业研究员，剑桥大学经济学硕士，2022 年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。