

产品结构调整初显成效，行业龙头地位稳固

核心观点：

- **事件** 中国巨石发布2022年年报，2022年全年实现营业收入201.92亿元，同比增长2.46%；归母净利润66.10亿元，同比增长9.65%；扣非后归母净利润43.77亿元，同比下降15.01%。
- **下半年粗纱量价齐跌，拖累公司全年业绩** 2022年Q4单季实现营业收入40.90亿元，同比下降30.33%，归母净利润10.93亿元，同比下降36.61%，扣非后归母净利润7.80亿元，同比下降35.18%。整体来看，公司2022年第三及第四季度业绩同比均出现大幅下滑，拖累公司全年业绩，下滑原因是因为玻璃纤维粗纱需求低迷、价格大幅下降所致。2022年公司粗纱及制品销量211.03万吨，同比减少10.31%。国内粗纱市场，2022年在建材、风电等市场需求持续低迷，建材市场受地产下行等因素影响需求走弱，风电市场受海上风电补贴终止影响，2022年风电新增装机容量同比下降21%。海外粗纱市场需求呈前高后低的情况，2022年上半年海外粗纱市场需求快速恢复，价格延续2021年高位走势，下半年海外出口量下降，价格松动。此外，2022年下半年玻纤粗纱产能陆续释放，叠加国内外粗纱需求下行，行业供需趋弱，价格大幅回落。根据卓创资讯数据，2022年底国内主流玻纤厂家缠绕直接纱2400tex出场均价为4533元/吨，同比减少27.47%。
- **产品结构调整初显成效，电子布销量大幅增长** 在汽车电子、基站建设等领域快速发展下，前期大规模投建形成的新增产能逐步释放，2022年Q4电子纱市场需求回暖。公司紧跟市场走势，调整产品结构，提高中高端产品占比，实现电子布销量的大幅增长。2022年公司电子布销量7.02亿米，同比增长59.39%。Q4电子纱价格明显回升，根据卓创资讯数据，2022年底国内主流玻纤厂家电子纱G75出场均价为10000元/吨，环比三季度末增长32.45%，同比减少31.03%。预计2023年行业电子纱无新增产能释放，叠加电子纱需求回暖，电子纱价格有望进一步提高。巨石桐乡年产能10万吨的电子纱智能三线已于2022年6月投产，将在今年形成实物工作量，在电子纱景气度上行阶段，为公司2023年带来业绩增量。
- **毛利率减少，降本增效带动净利率增加** 2022年公司销售毛利率为35.60%，同比减少9.71个百分点；销售净利率33.78%，同比增加2.63个百分点。产品价格下行导致公司毛利率下降；公司规模经济优势凸显，成本控制提升，期间费用率下降，降本增效下公司净利率增加。毛利率方面，公司主营产品玻纤及其制品2022年毛利率为41.53%，同比减少8.34个百分点；分地区来看，国内毛利率为34.64%，同比减少15.42个百分点，国外毛利率为47.02%，同比增加5个百分点，国内粗纱市场需求走弱价格下降，毛利率降幅明显，海外市场需求上半年复苏，毛利率有一定程度增长。期间费用率方面，2022年公司实现销售/管理/财务/研发费用率分别为0.78%/3.39%/1.32%/2.86%，同比+0.05/-3.36/-1.16/+0.06个百分点，管理费用率下降是因为2022年计提超额利润导致基数较大

中国巨石（600176.SH）

推荐 维持评级

分析师

王婷

☎：(8610) 80927672

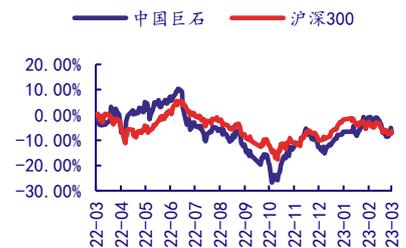
✉：wangting@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519060002

特此鸣谢：贾亚萌

市场表现

2023.3.21



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

【银河建材】公司点评报告-中国巨石（600176.SH）：短期业绩承压，静待需求恢复后公司业绩的修复

【银河建材】公司点评报告-中国巨石（600176.SH）：产能继续释放，盈利能力稳步提升

【银河建材】公司点评报告-中国巨石（600176.SH）：粗纱高景气持续，公司盈利能力提升

【银河建材】公司点评报告-中国巨石（600176.SH）：行业前景广阔，龙头地位进一步巩固

所致，财务费用率下降是因为利息收入增加及融资利率降低所致。

- **产能继续扩大，产品结构优化持续** 2022 年公司投产桐乡 10 万吨电子纱产线项目、成都 15 万吨短切原丝产线项目、埃及 12 万吨粗纱产线项目，实现了“电子基布全球第一”的目标。公司后续产能继续扩大，预计九江智能制造基地 20 万吨项目 1 线将在 2023 年点火，公司规模经济优势进一步增强，在产品供应能力及定价权方面占据更有力的主导地位，进一步巩固公司玻纤行业龙头地位。此外，公司产品结构调整优化持续，不断提升风电纱、电子布等高精尖难及高附加值产品比重，发展增长潜力大的玻纤复合材料产业，打造玻纤产业生态圈。与此同时，公司设立巨石新能源公司，建设全球首个玻纤零碳智能制造基地，投资风力发电项目，实现结构调整及转型升级，提高公司产品及业务的可持续发展能力，全面提升企业价值。
- **投资建议** 作为玻璃纤维行业龙头企业，在成本、规模、技术、品牌等方面均具有明显优势。随着公司产能的持续释放以及中高端产品占比的提升，公司业务有较大发展空间。预计公司 23-25 年归母净利润为 63.51/71.47/76.11 亿元，23-25 年每股收益为 1.59/1.79/1.90 元，对应市盈率为 9.24/8.21/7.71 倍。基于公司良好的发展预期，维持“推荐”评级。
- **风险提示** 行业新增产能超预期的风险；下游应用领域需求不及预期的风险；公司产能释放不及预期的风险。

附表 1: 盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(单位:百万元)	20192.22	22184.52	24469.20	26735.36
同比	2.46%	9.87%	10.30%	9.26%
归母净利润(单位:百万)	6610.02	6350.99	7146.63	7611.03
同比	9.65%	-3.92%	12.53%	6.50%
EPS(单位:元)	1.65	1.59	1.79	1.90
P/E	8.30	9.24	8.21	7.71

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

附表 2: 可比上市公司估值

代码	简称	股价	EPS			PE		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
002080.SZ	中材科技	24.56	2.01	2.09	2.10	16.92	10.24	11.67
605006.SH	山东玻纤	8.93	1.09	0.85	0.94	12.73	10.49	9.48
300196.SZ	长海股份	16.10	1.40	1.83	1.88	12.52	8.79	8.54
600176.SH	中国巨石	14.66	1.51	1.65	1.59	12.09	8.30	9.24
平均值(剔除公司)						14.06	9.84	9.90

数据来源：Wind，中国银河证券研究院，股价截止于 2023 年 3 月 21 日

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

王婷 建材行业首席分析师

武汉大学经济学硕士。2019 年开始从事建材行业研究，擅长行业分析以及自下而上优选个股。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn