



买入（维持）

所属行业：化工/化学制品  
当前价格(元)：14.42

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

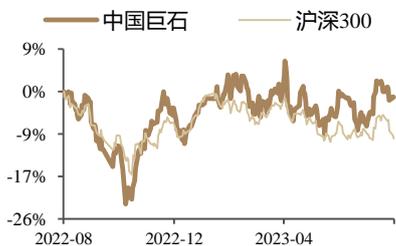
邮箱：yanguang@tebon.com.cn

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(%)	4.87	-1.23	3.77
相对涨幅(%)	6.94	2.43	7.79

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《中国巨石(600176.SH)：23Q2业绩改善兑现，龙头逐季向上可期》，2023.7.12
- 《中国巨石(600176.SH)：曙光初现，蓄势待发》，2023.4.20
- 《中国巨石(600176.SH)：电子布逆势增长，龙头强者恒强》，2023.3.21
- 《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
- 《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

# 中国巨石(600176.SH)：业绩环比改善验证结构优势，龙头底部向上可期

投资要点

**事件：**2023年8月17日，公司发布2023年半年度报告，2023年上半年公司实现营收约78.30亿元，同比-34.26%，实现归母净利润约20.63亿元，同比-50.95%，实现扣非归母净利润约12.70亿元，同比-55.11%。单季度来看，23Q2公司实现营收约41.58亿元，同比-38.64%（降幅扩大10.16pct），环比+13.27%，实现归母净利润约11.42亿元，同比-51.81%（降幅扩大1.97pct），环比+23.97%，实现扣非归母净利润约7.76亿元，同比-44.06%（降幅缩小21.69pct），环比+57.14%。

**23Q2业绩改善兑现，粗纱行业承压下彰显龙头韧性。**我们认为，当前粗纱价格低位运行下行业中小企业生存空间持续压缩，而公司凭借成本优势及拥有热塑、风电等高端产品线优势有望受益于局部需求回暖，率先实现销量及业绩回升，持续提升市场份额，公司二季度经营情况也因此与行业出现分化，龙头优势尽显。

1) 需求持续疲弱，粗纱5-7月持续累库，价格底部略降：根据卓创资讯，在经历了3-4月的去库之后，5月行业重新开始累库，7月行业库存达89.08万吨，环比增长4.84%，绝对值再创新高，主要系前期新增产能陆续投产以及阶段性出货放缓，部分厂家库存增加。库存高位且持续增加叠加需求持续疲软，粗纱价格底部略降，根据卓创资讯，23Q2粗纱价格约4060元/吨，同比-33.7%（降幅较23Q1扩大0.3pct），环比23Q1的4158元/吨下降2.4%，而8月粗纱均价再次出现下降，截至8月11日粗纱市场均价约3750元/吨。我们认为，23H1下游需求增长缓慢，玻纤库存高位导致价格低位运行，市场竞争加剧下中小企业盈利压力加大，行业出现明显分化，拥有成本和产品优势的龙头有望率先实现销量及业绩回升。

2) 公司经营及业绩环比改善，或主要受益于风电纱驱动销量提升：业绩方面，公司23Q2收入和利润均实现两位数增长；经营方面，公司23H1实现粗纱及制品销量124.18万吨，同比+16.06%，按照全口径收入及扣非归母净利润计算，公司23H1吨收入及吨扣非净利分别约为6305和1023元/吨，分别同比-43.36%和61.32%。我们认为，公司23Q2业绩实现拐点向上，或主要受益于风电需求释放带动公司高端产品风电纱销量提升，部分对冲价格下降，而随着下半年进入风电传统装机旺季，公司粗纱销量有望持续改善。

**电子纱同样承压，公司销量实现增长。**受下游消费电子等终端需求持续疲软，23H1电子纱仍然延续年初以来的弱势行情，根据卓创资讯，23Q2电子纱主流成交均价约7729元/吨，同比-14.9%，环比23Q1的9211元/吨下降16.1%；电子布均价约3.47元/米，同比下降4.5%，环比23Q1的4.09元/米下降15.2%。而公司实现销量增长，23H1公司电子布实现销量约4.07亿米，同比+24.09%。我们认为，当前电子纱价格基本降至成本线，后期部分产线存冷修预期，有望伴随供给端改善迎来价格反弹。

**毛利率环比略降，汇兑收益增厚业绩表现。**23H1玻纤价格持续走弱影响公司毛利率，23H1公司毛利率约29.35%，同比下降7.66pct，23Q2毛利率约28.87%，同比下降2.43pct，环比下降1.04pct。23H1公司实现汇兑收益约1.22亿元，同比增加0.96亿元，部分增厚公司业绩表现，23H1公司归母净利润率约26.35%，同比下降8.97pct，23Q2公司归母净利润率约27.5%，环比提升2.37pct。

**投资建议：**当前玻纤行业底部盘整，但公司已率先迎来经营拐点，我们坚定看好公司穿越周期的核心竞争力，23年5月公司九江智能制造基地一线20万吨新产线点

火, 下半年有望贡献新增量。考虑到 23H1 粗纱及电子布价格持续低位运行, 我们略微下调公司 23-25 年归母净利润至 45.00、65.36 和 74.26 (原为 50.95、70.16 和 74.92 亿元), 对应 EPS 分别为 1.12、1.63 和 1.86 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**

总股本(百万股):	4,003.14
流通 A 股(百万股):	4,003.14
52 周内股价区间(元):	11.27-15.47
总市值(百万元):	57,725.23
总资产(百万元):	51,450.51
每股净资产(元):	7.11

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19,707	20,192	19,653	23,206	25,087
(+/-)YOY(%)	68.9%	2.5%	-2.7%	18.1%	8.1%
净利润(百万元)	6,028	6,610	4,497	6,536	7,426
(+/-)YOY(%)	149.5%	9.6%	-32.0%	45.3%	13.6%
全面摊薄 EPS(元)	1.51	1.65	1.12	1.63	1.86
毛利率(%)	45.3%	35.6%	31.7%	38.3%	41.0%
净资产收益率(%)	26.7%	24.0%	14.0%	16.9%	16.1%

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	1.12	1.63	1.86
每股净资产	6.89	8.02	9.65	11.51
每股经营现金流	1.03	2.07	2.45	2.87
每股股利	0.52	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	8.30	12.74	8.76	7.71
P/B	1.99	1.78	1.48	1.24
P/S	2.84	2.91	2.47	2.28
EV/EBITDA	8.45	6.48	4.61	3.62
股息率%	3.8%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	35.6%	31.7%	38.3%	41.0%
净利润率	32.7%	22.9%	28.2%	29.6%
净资产收益率	24.0%	14.0%	16.9%	16.1%
资产回报率	13.6%	8.5%	10.8%	10.8%
投资回报率	12.2%	10.8%	13.2%	13.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	2.5%	-2.7%	18.1%	8.1%
EBIT 增长率	-14.6%	-2.7%	42.2%	13.1%
净利润增长率	9.6%	-32.0%	45.3%	13.6%
偿债能力指标				
资产负债率	40.8%	36.7%	33.7%	30.4%
流动比率	0.9	1.2	1.7	2.2
速动比率	0.6	0.8	1.3	1.8
现金比率	0.2	0.5	0.9	1.4
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	4,497	6,536	7,426
少数股东损益	210	143	208	236
非现金支出	1,740	3,944	4,407	4,903
非经营收益	-2,114	-460	-625	-696
营运资金变动	-2,322	156	-706	-374
经营活动现金流	4,124	8,279	9,820	11,495
资产	-2,301	-4,212	-4,677	-4,321
投资	1,132	-25	-45	-35
其他	-78	98	116	125
投资活动现金流	-1,247	-4,139	-4,605	-4,230
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	3,107	5,414	7,150

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 17 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	19,653	23,206	25,087
营业成本	13,004	13,430	14,327	14,801
毛利率%	35.6%	31.7%	38.3%	41.0%
营业税金及附加	170	166	196	211
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	158	153	181	196
营业费用率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	685	667	928	1,254
管理费用率%	3.4%	3.4%	4.0%	5.0%
研发费用	577	562	663	717
研发费用率%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
EBIT	5,868	5,709	8,116	9,183
财务费用	266	393	390	405
财务费用率%	1.3%	2.0%	1.7%	1.6%
资产减值损失	-35	54	81	68
投资收益	-32	98	116	125
营业利润	8,124	5,489	7,963	9,042
营业外收支	-85	-31	-29	-28
利润总额	8,039	5,459	7,934	9,014
EBITDA	7,602	9,707	12,605	14,154
所得税	1,219	819	1,190	1,352
有效所得税率%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	210	143	208	236
归属母公司所有者净利润	6,610	4,497	6,536	7,426

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,636	5,743	11,158	18,308
应收账款及应收票据	1,875	1,825	2,155	2,330
存货	4,129	4,264	4,549	4,699
其它流动资产	3,277	3,199	3,728	4,008
流动资产合计	11,917	15,031	21,590	29,345
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	52,797	60,569	68,752
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	4,774	4,958	5,055
流动负债合计	12,767	12,691	12,918	13,289
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	19,360	20,387	20,908
实收资本	4,003	4,003	4,003	4,003
普通股股东权益	27,598	32,095	38,631	46,057
少数股东权益	1,200	1,343	1,551	1,787
负债和所有者权益合计	48,634	52,797	60,569	68,752

# 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

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 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；	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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> 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。	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。