

中国巨石 (600176.SH)

周期筑底，静待周期与成长的共振

核心观点:

- **事件:** 中国巨石发布 2022 年三季报, 公司 22Q3 营收 41.93 亿元, 同比-21%, 归母净利润 13.11 亿元, 同比-23%, 扣非净利润 7.67 亿元, 同比-47%。
- **需求回落, 周期筑底。** 22Q3 玻纤行业整体处于筑底阶段(累库+降价), 出口需求边际回落, 国内高温天气限电等因素压制需求, 以 2400tex 缠绕直接纱为例, 价格从 6 月初的 6000 元/吨回落 33%, 22Q3 均价同比下滑 15%。外部压力下公司单季度量价均承压, 22Q3 公司营业收入同比下滑 21%, 毛利率 33.92%, 同比下滑 11.53pct; 22Q3 净利率 32.45%, 同比下滑 0.5pct(主要原因是 22Q3 非经常性损益影响, 22Q3 非流动性资产处置损益 6.55 亿元, 去年同期 2.62 亿元)。
- **供给增速放缓, 观察需求边际变化。** 供给端, 据卓创资讯统计, 22-23 年国内企业粗纱、电子纱年均新增产能低于 2021 年, 景气度回落后企业扩产/复产进度或将延后, 进一步驱动供给增速边际放缓。需求端, 基于广发宏观小组观点, 宏观面未来逻辑改善的空间大于逻辑恶化的空间, 全球流动性方面, 美国 CPI 通胀同比高点已初步确认升温期的冲击已经过去; 国内经济方面, 相对压力最大的阶段已经度过, 9 月末地产政策出现一轮显著升温, 社融也已显著扩张。
- **“十四五”的巨石成长性值得期待, 静待周期与成长的共振。**
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.64/1.74/1.98 元, 按最新收盘价计算对应 PE 分别为 7.7/7.2/6.4 倍, 给予公司 2022 年 PE 为 15x, 对应合理价值为 24.60 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 玻纤需求低预期、行业产能大幅扩张、公司扩张低预期。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	11,666	19,707	20,524	26,458	32,006
增长率 (%)	11.2	68.9	4.1	28.9	21.0
EBITDA (百万元)	4,081	8,555	7,266	9,185	11,451
归母净利润 (百万元)	2,416	6,028	6,584	6,981	7,939
增长率 (%)	13.5	149.5	9.2	6.0	13.7
EPS (元/股)	0.69	1.51	1.64	1.74	1.98
市盈率 (P/E)	28.93	12.09	7.67	7.24	6.36
ROE (%)	13.9	26.7	23.9	21.3	20.5
EV/EBITDA	19.39	9.64	8.09	6.17	4.68

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

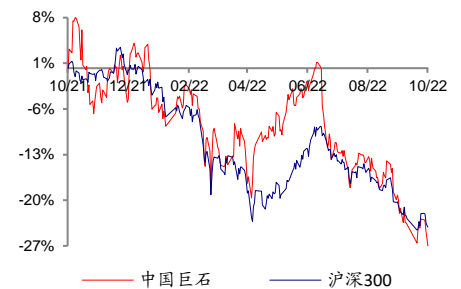
识别风险, 发现价值

公司评级

买入

当前价格	12.62 元
合理价值	24.60 元
前次评级	买入
报告日期	2022-10-23

相对市场表现



分析师:

邹戈



SAC 执证号: S0260512020001



021-38003689



zouge@gf.com.cn

分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

分析师:

苗蒙



SAC 执证号: S0260521120002



021-38003633



miaomeng@gf.com.cn

请注意, 邹戈, 苗蒙并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

中国巨石 (600176.SH): 静待玻纤巨头周期与成长的共振	2022-09-29
中国巨石 (600176.SH): 粗纱出口超预期, 关注电子布边际量利弹性	2022-08-28
中国巨石 (600176.SH): 出口强劲驱动 Q1 业绩超预期, 继续巩固成本优势	2022-04-26

请务必阅读末页的免责声明

事件：中国巨石发布2022年三季报，公司2022年前三季度营收161.02亿元，同比+16%，归母净利润55.17亿元，同比+28%，扣非净利润35.97亿元，同比-9%。公司22Q3营收41.93亿元，同比-21%，归母净利润13.11亿元，同比-23%，扣非净利润7.67亿元，同比-47%。

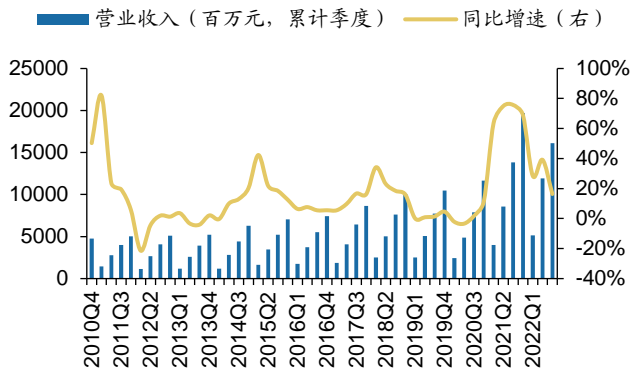
需求回落，周期筑底。基于我们对玻纤行业周期研究框架，景气度的领先指标库存2022年1月出现拐点，年初至今行业持续累库，6月份开始粗纱价格开始回落；22Q3行业整体处于筑底阶段（累库+降价），海外需求边际回落，国内高温天气限电等因素压制需求，以2400tex缠绕直接纱为例，价格从6月初的6000元/吨回落33%，22Q3均价同比下滑15%。外部压力下公司单季度量价均承压，22Q3公司营业收入同比下滑21%，毛利率33.92%，同比下滑11.53pct；22Q3净利率32.45%，同比下滑0.5pct（主要原因是22Q3非经常性损益影响，22Q3非流动性资产处置损益6.55亿元，去年同期2.62亿元）。

供给增速放缓，观察需求边际变化。供给端，据卓创资讯统计，22-23年国内企业粗纱、电子纱年均新增产能低于2021年，景气度回落后企业扩产/复产进度或将延后，进一步驱动供给增速边际放缓。需求端，基于广发宏观小组观点，宏观面未来逻辑改善的空间大于逻辑恶化的空间，全球流动性方面，美国CPI通胀同比高点已初步确认升温期的冲击已经过去；国内经济方面，相对压力最大的阶段已经度过，9月末地产政策出现一轮显著升温，社融也已显著扩张。

“十四五”的巨石成长性值得期待，静待周期与成长的共振。公司在2021年公布十四五计划，以玻纤业务为核心，继续做大、做强、做优主业，做全、做稳、做强供应链，做深、做长、做实产业链，打造玻纤产业生态圈，以“创新引领高质量发展、生产经营高速度增长、企业价值高品质提升”为目标，构建“制造数智化、管控精准化、产销全球化、发展和谐化”的新发展格局。坚持“以国内发展为主、海外发展为辅，总部发展为主、其他发展为辅”的总体原则，确保“十四五”末期实现“热固（TS）粗纱全球第一、热塑（TP）短切全球第一、电子（IT）薄布全球第一”的“三个第一”目标。公司22年巨石成都15万吨粗纱、桐乡智能电子线3线（10万吨电子纱+3亿米电子布）及巨石埃及12万吨粗纱项目（预计年底）的落地带来22-23年的销量弹性，中期来看公司拟实施巨石九江年产40万吨玻璃纤维智能制造基地项目（2条20万吨生产线），预计分别于2023、2024年投产。而现金流充沛，自我造血能力强，资产结构持续优化给公司的扩张速度保驾护航。

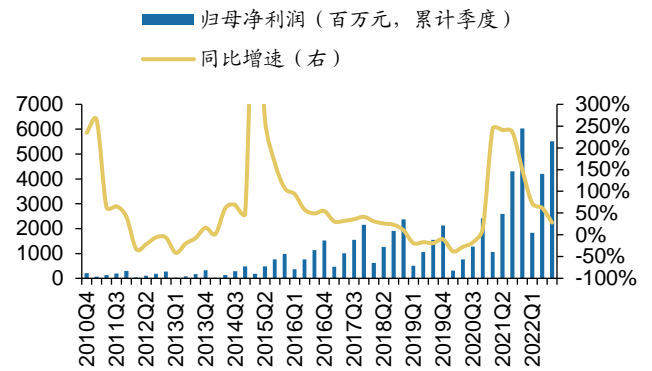
盈利预测与投资建议：我们预计公司2022-2024年EPS分别为1.64/1.74/1.98元，按最新收盘价计算对应PE分别为7.7/7.2/6.4倍，基于公司全球玻纤龙头地位，多维度构筑的强阿尔法（扩产执行力强、产能全球化布局、产品结构持续高端化及成本精细化管控），我们给予公司2022年PE为15x，对应合理价值为24.60元/股，维持“买入”评级。

图1: 公司累计季度营业收入



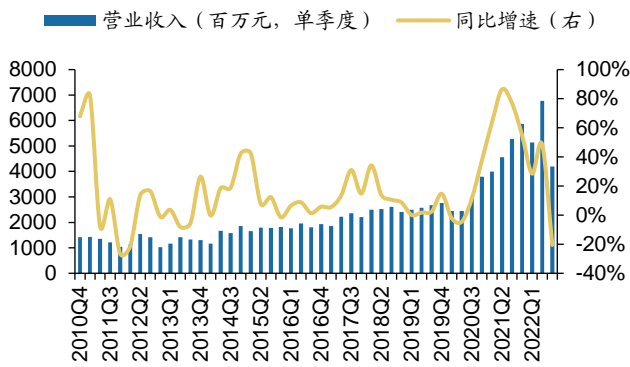
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图2: 公司累计季度归母净利润



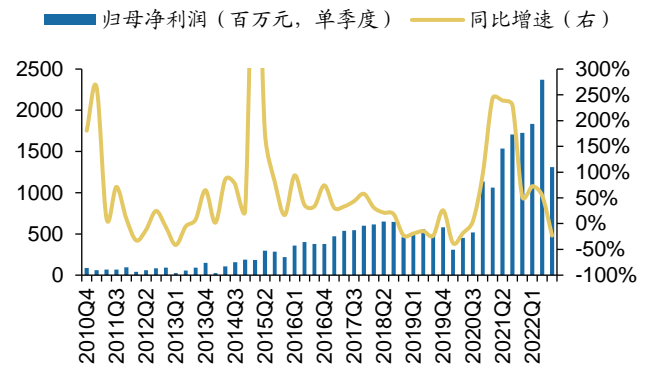
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图3: 公司单季度营业收入



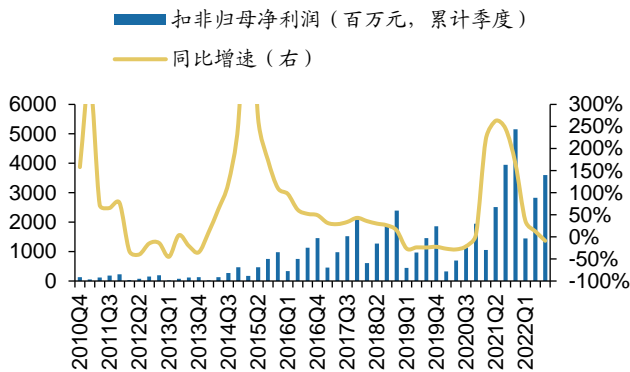
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图4: 公司单季度归母净利润



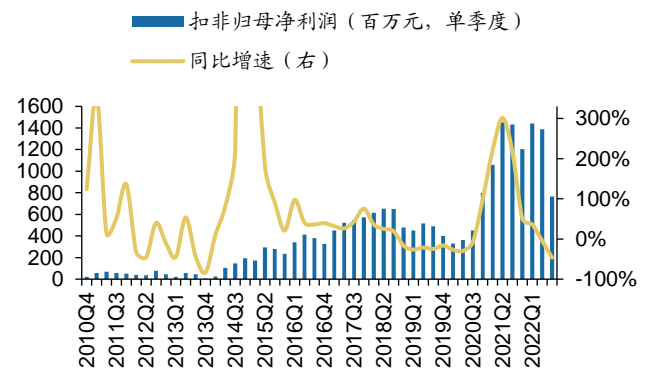
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图5: 公司累计季度扣非归母净利润



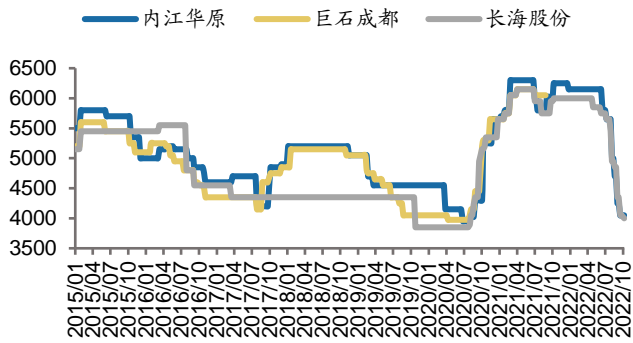
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图6: 公司单季度扣非归母净利润



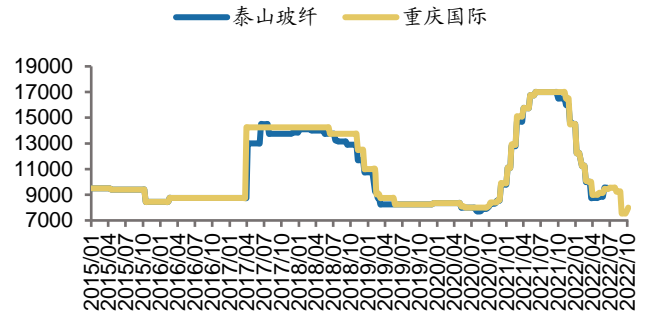
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图7: 2400tex缠绕直接纱价格(元/吨)



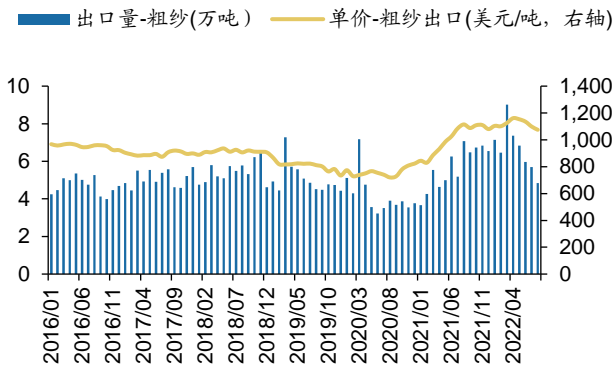
数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

图8: G75(单股)玻璃纤维电子纱(元/吨)



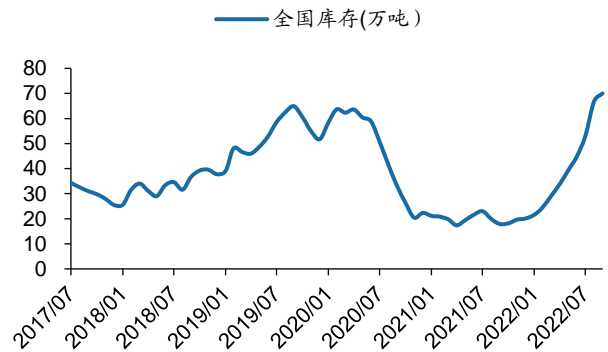
数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

图9: 22Q3粗纱出口景气度边际回落



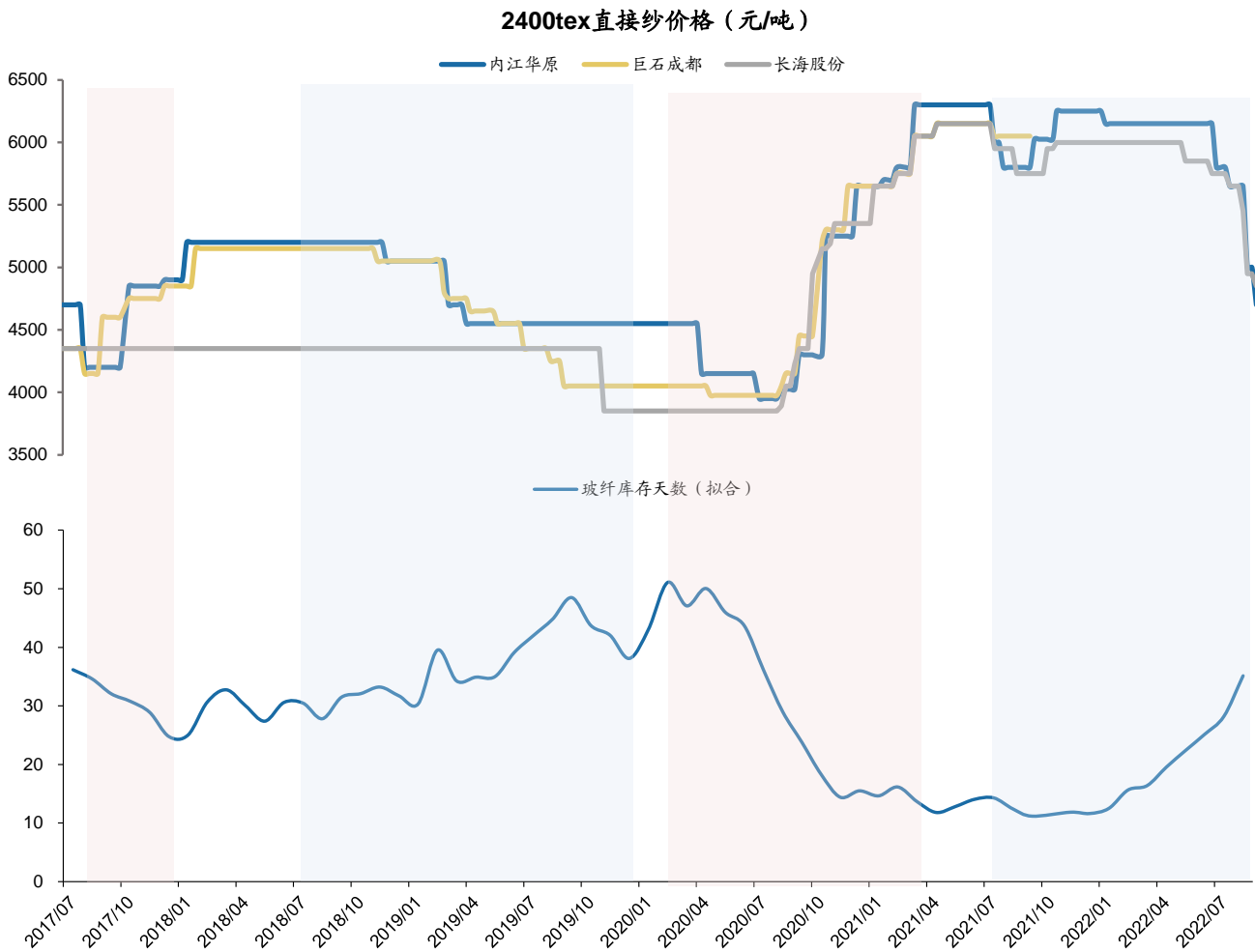
数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

图10: 2022年初以来国内玻纤纱持续累库



数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

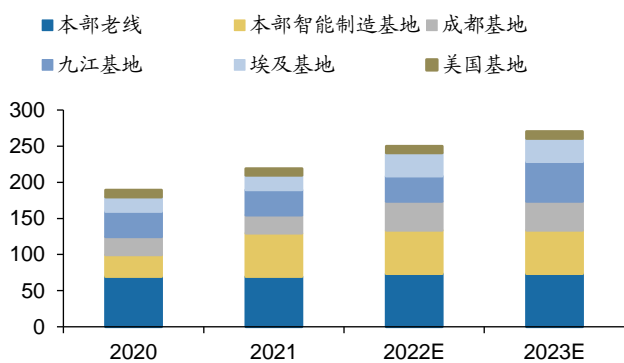
图11: 玻纤行业库存天数与玻纤价格负相关, 且库存拐点领先于价格拐点1-2个季度



数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

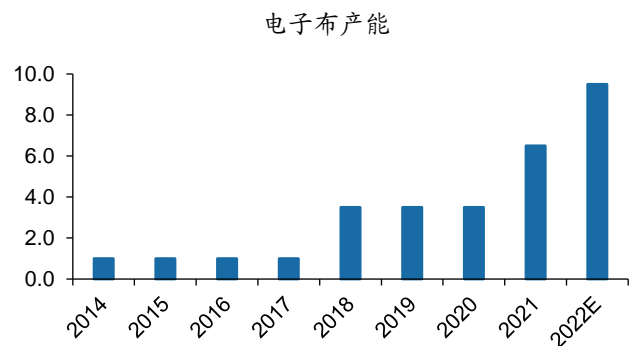
注: 玻纤库存天数=全国库存/行业月度产能*30天

图12: 公司玻纤粗纱产能扩张梳理 (万吨/年)



数据来源: 公司财报, 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

图13: 公司电子布产能扩张梳理 (亿米/年)



数据来源: 公司财报, 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

风险提示

玻纤需求低预期: 若玻纤下游需求不及预期, 将影响玻纤行业景气度及相关公司收入及盈利能力。

行业产能大幅扩张: 若玻纤行业产能大幅扩张, 将影响玻纤行业景气度及相关公司盈利能力。

公司扩张低预期: 若公司拟建项目进度不及预期, 将影响公司份额扩张。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	11,102	14,064	15,157	17,538	21,214	经营活动现金流	2,052	5,981	4,772	7,283	9,236
货币资金	1,870	2,252	3,104	3,919	6,163	净利润	2,410	6,138	6,755	7,162	8,145
应收及预付	1,233	1,945	2,911	3,745	4,522	折旧摊销	1,274	1,808	1,975	2,025	2,352
存货	1,580	2,199	2,718	3,427	4,064	营运资金变动	-1,811	-1,579	-1,404	-649	-623
其他流动资产	6,420	7,667	6,424	6,447	6,465	其它	178	-386	-2,554	-1,255	-638
非流动资产	25,635	29,765	32,180	34,745	37,183	投资活动现金流	-1,528	-3,531	-1,654	-3,204	-4,079
长期股权投资	1,369	1,354	1,454	1,554	1,654	资本支出	-1,483	-2,594	-1,608	-3,158	-4,033
固定资产	20,911	24,588	26,615	28,792	30,842	投资变动	-28	-1,035	-100	-100	-100
在建工程	1,941	2,248	2,448	2,648	2,848	其他	-18	98	54	54	54
无形资产	783	808	896	984	1,072	筹资活动现金流	-91	-1,985	-2,266	-3,263	-2,913
其他长期资产	631	767	767	767	767	银行借款	12,459	8,697	-504	-1,319	-810
资产总计	36,737	43,828	47,337	52,283	58,397	股权融资	973	0	0	0	0
流动负债	11,546	13,884	12,117	11,615	11,514	其他	-13,523	-10,682	-1,762	-1,944	-2,103
短期借款	4,201	3,934	3,330	1,910	1,000	现金净增加额	421	361	852	815	2,244
应付及预收	2,175	2,390	2,862	3,609	4,279	期初现金余额	1,446	1,866	2,252	3,104	3,919
其他流动负债	5,170	7,560	5,925	6,096	6,235	期末现金余额	1,866	2,227	3,104	3,919	6,163
非流动负债	6,845	6,423	6,523	6,623	6,723						
长期借款	4,430	4,809	4,909	5,009	5,109						
应付债券	1,833	713	713	713	713						
其他非流动负债	582	901	901	901	901						
负债合计	18,391	20,307	18,640	18,238	18,237						
股本	3,502	4,003	4,003	4,003	4,003						
资本公积	3,726	3,195	3,195	3,195	3,195						
留存收益	10,322	15,566	20,570	25,738	31,647						
归属母公司股东权益	17,437	22,568	27,572	32,739	38,648						
少数股东权益	910	954	1,125	1,306	1,511						
负债和股东权益	36,737	43,828	47,337	52,283	58,397						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11,666	19,707	20,524	26,458	32,006
营业成本	7,725	10,777	13,408	16,905	20,044
营业税金及附加	102	157	163	210	246
销售费用	134	143	120	154	221
管理费用	557	1,330	1,050	1,372	1,598
研发费用	342	552	493	657	798
财务费用	485	489	209	278	339
资产减值损失	-144	-6	-10	-10	-10
公允价值变动收益	-8	3	0	0	0
投资净收益	185	54	54	54	54
营业利润	2,871	7,311	8,040	8,489	9,693
营业外收支	-17	-8	-8	-8	-8
利润总额	2,854	7,303	8,032	8,481	9,685
所得税	444	1,165	1,277	1,320	1,540
净利润	2,410	6,138	6,755	7,162	8,145
少数股东损益	-6	110	171	181	206
归属母公司净利润	2,416	6,028	6,584	6,981	7,939
EBITDA	4,081	8,555	7,266	9,185	11,451
EPS (元)	0.69	1.51	1.64	1.74	1.98

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	11.2%	68.9%	4.1%	28.9%	21.0%
营业利润增长	13.8%	154.6%	10.0%	5.6%	14.2%
归母净利润增长	13.5%	149.5%	9.2%	6.0%	13.7%
获利能力					
毛利率	33.8%	45.3%	34.7%	36.1%	37.4%
净利率	20.7%	31.1%	32.9%	27.1%	25.4%
ROE	13.9%	26.7%	23.9%	21.3%	20.5%
ROIC	8.1%	16.0%	11.1%	13.7%	15.5%
偿债能力					
资产负债率	50.1%	46.3%	39.4%	34.9%	31.2%
净负债比率	100.2%	86.3%	65.0%	53.6%	45.4%
流动比率	0.96	1.01	1.25	1.51	1.84
速动比率	0.82	0.84	1.00	1.19	1.45
营运能力					
总资产周转率	0.32	0.45	0.43	0.51	0.55
应收账款周转率	10.35	11.25	7.77	7.77	7.77
存货周转率	7.38	8.96	7.55	7.72	7.88
每股指标 (元)					
每股收益	0.69	1.51	1.64	1.74	1.98
每股经营现金流	0.59	1.49	1.19	1.82	2.31
每股净资产	4.98	5.64	6.89	8.18	9.65
估值比率					
P/E	28.93	12.09	7.67	7.24	6.36
P/B	4.01	3.23	1.83	1.54	1.31
EV/EBITDA	19.39	9.64	8.09	6.17	4.68

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：联席首席分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 苗蒙：资深分析师，南京大学材料工程硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张乾：高级分析师，南京大学经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。