

中国巨石（600176.SH）——2023 年中报点评

销量逆势增长巩固龙头优势，业绩略超此前预告

买入

核心观点

底部承压延续，业绩略超此前预告。2023H1 实现营收 78.3 亿元，同比-34.3%，归母净利润 20.6 亿元，同比-51.0%，扣非归母净利润 12.7 亿元，同比-55.1%，EPS 为 0.52 元/股，略超此前业绩预告（归母净利润同比-55%，扣非归母净利润同比-57%）；其中 Q2 单季度营收 41.6 亿元，同比-38.6%，归母净利润 11.4 亿元，同比-51.8%，扣非归母净利润 7.8 亿元，同比-44.1%，收入利润同比继续承压，主要受行业需求转弱导致产品价格下行并持续低位影响。

销量逆势增长，汇兑收益增厚业绩。2023H1 实现粗纱及制品销量 124.2 万吨，同比+16%，电子布销量 4.07 亿米，同比+24.7%，玻纤及制品收入 75.6 亿元，同比-18.7%，销量逆势增长且均创历史新高，主要受益公司积极主动调结构，风电纱等高端产品放量贡献，电子布份额继续提升；分地区来看，国内收入 46.9 亿元，同比-9.8%，海外收入 30.1 亿元，同比-34.5%。2023H1 实现综合毛利率 29.4%，同比-7.7pp，Q1、Q2 单季度毛利率分别为 29.9%、28.9%，同比-14.7pp、-2.4pp，期间费用率 8.7%，同比+1.95pp，其中销售/管理/财务/研发费用率同比+0.5pp/+1.6pp/-1.2pp/+1.1pp，财务费用率下降主因汇兑收益增加所致，实现汇兑收益 1.2 亿元，上年同期为 0.26 亿元。

产能稳步扩张，产品结构持续优化。2023 年 6 月，九江首条 20 万吨/年智能制造产线点火投产，实现当前行业单体最大池窑达产达标新纪录，目前在建淮安项目（共 40 万吨）一期 10 万吨增强型玻璃纤维生产线规划 2024 年上半年投产，并项目配套建设风力发电，打造全球首个玻纤零碳智能制造基地，有望进一步巩固提升成本优势。同时，公司新产品开发和推广成效显著，新产品开发数量创历史新高，并积极与下游客户共同开发玻纤复合材料光伏边框等，目前已有客户获得了光伏组件用复合材料边框的相关认证证书，未来有望贡献业绩。

风险提示：经济复苏不及预期；产能投放超预期；原燃料价格上涨超预期

投资建议：玻纤龙头盈利筑底，静待复苏，维持“买入”评级

目前，玻纤行业持续底部盘整，绝大部分企业已处于亏损状态，随着后续基建、风电等预期向好提供支撑，以及出口需求改善，行业供需平衡有望逐步修复，看好公司作为玻纤龙头的竞争优势，产能稳步扩张叠加产品结构持续优化，盈利有望率先修复。考虑到需求恢复低于预期、玻纤价格持续磨底，下调盈利预测，预计 23-25 年 EPS 分别为 1.01/1.29/1.58 元/股（前值 1.33/1.69/1.84 元/股），对应 PE 为 14.2/11.1/9.1x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19,707	20,192	19,000	22,311	24,746
(+/-%)	68.9%	2.5%	-5.9%	17.4%	10.9%
净利润(百万元)	6028	6610	4036	5183	6322
(+/-%)	149.5%	9.6%	-38.9%	28.4%	22.0%
每股收益(元)	1.51	1.65	1.01	1.29	1.58
EBIT Margin	34.2%	27.7%	19.5%	25.0%	28.1%
净资产收益率 (ROE)	26.7%	24.0%	13.1%	14.8%	15.8%
市盈率 (PE)	9.5	8.7	14.2	11.1	9.1
EV/EBITDA	9.1	10.5	11.1	8.4	7.1
市净率 (PB)	2.54	2.08	1.86	1.64	1.43

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·玻璃玻纤

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	14.30 元
总市值/流通市值	57245/57245 百万元
52 周最高价/最低价	16.50/11.44 元
近 3 个月日均成交额	213.69 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国巨石（600176.SH）-2023 年一季报点评：底部基本确认，静待景气回升》——2023-04-21
 《中国巨石（600176.SH）-2022 年年报点评：周期底部蓄势，看好玻纤龙头竞争优势》——2023-03-21
 《中国巨石（600176.SH）-三季报点评：业绩筑底中，看好中长期竞争优势》——2022-10-24
 《中国巨石（600176.SH）-2022 年中报点评：盈利高位有韧性，产能产品结构优势凸显》——2022-08-23
 《中国巨石（600176.SH）-Q1 业绩再创新高，玻纤龙头优势凸显》——2022-04-26

底部承压延续，业绩略超此前预告。2023H1 实现营收 78.3 亿元，同比-34.3%，归母净利润 20.6 亿元，同比-51.0%，扣非归母净利润 12.7 亿元，同比-55.1%，EPS 为 0.52 元/股，略超此前业绩预告（归母净利润同比-55%，扣非归母净利润同比-57%）；其中 Q2 单季度营收 41.6 亿元，同比-38.6%，归母净利润 11.4 亿元，同比-51.8%，扣非归母净利润 7.8 亿元，同比-44.1%，收入利润同比继续承压，主要受行业需求转弱导致产品价格下行并持续低位影响。

图1：中国巨石营业收入及增速（单位：亿元、%）



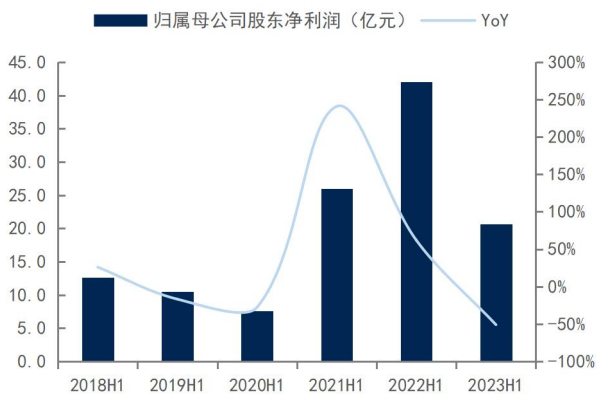
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国巨石单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



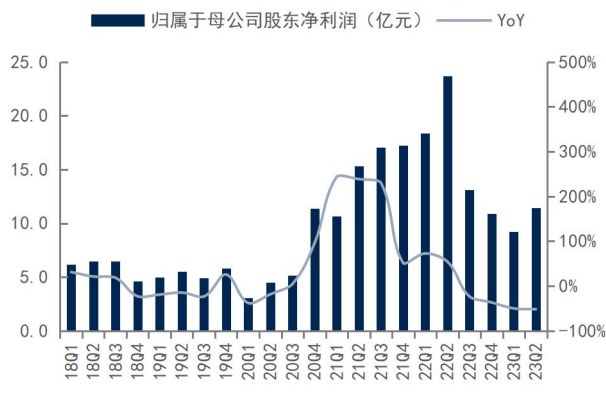
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中国巨石归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

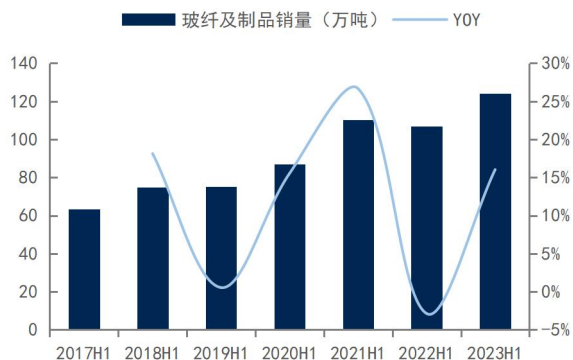
图4：中国巨石单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

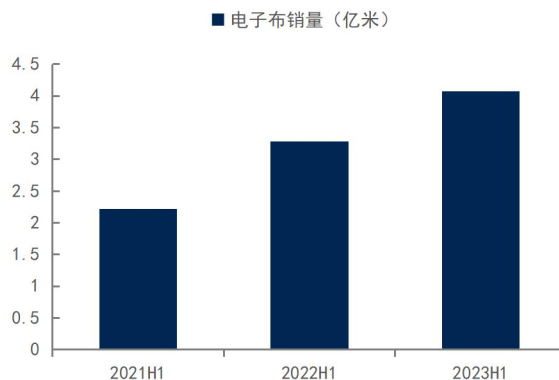
销量逆势增长，汇兑收益增厚业绩。2023H1 实现粗纱及制品销量 124.2 万吨，同比+16%，电子布销量 4.07 亿米，同比+24.7%，玻纤及制品收入 75.6 亿元，同比-18.7%，销量逆势增长且均创历史新高，主要受益公司积极主动调结构，风电纱等高端产品放量贡献，电子布份额继续提升；分地区来看，国内收入 46.9 亿元，同比-9.8%，海外收入 30.1 亿元，同比-34.5%。2023H1 实现综合毛利率 29.4%，同比-7.7pp，Q1、Q2 单季度毛利率分别为 29.9%、28.9%，同比-14.7pp、-2.4pp，期间费用率 8.7%，同比+1.95pp，其中销售/管理/财务/研发费用率同比+0.5pp/+1.6pp/-1.2pp/+1.1pp，财务费用率下降主因汇兑收益增加所致，实现汇兑收益 1.2 亿元，上年同期为 0.26 亿元。

图5：中国巨石玻纤及制品销量及增速（单位：万吨、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：中国巨石近三年同期电子布销量（单位：亿米）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：中国巨石玻纤及制品收入及增速（单位：亿元、%）



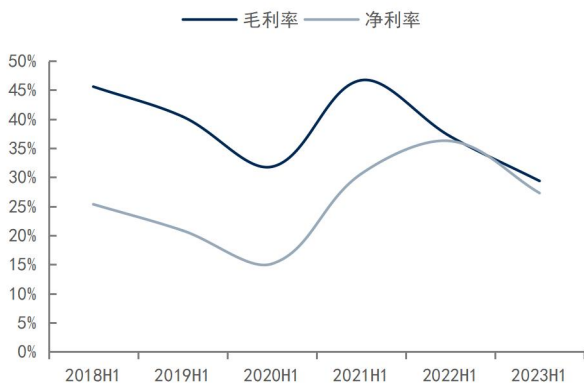
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：中国巨石分地区收入及增速（单位：亿元、%）



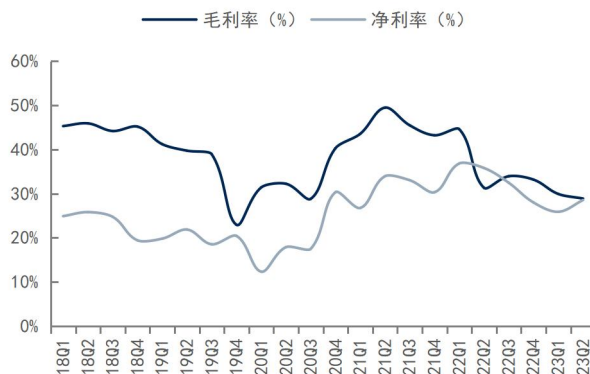
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：中国巨石毛利率和净利率（单位：%）



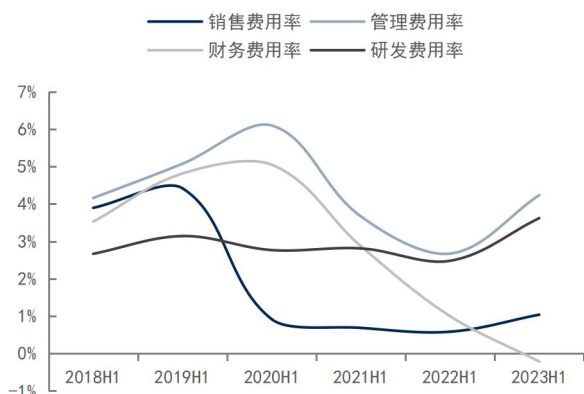
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：中国巨石单季度毛利率和净利率（单位：%）



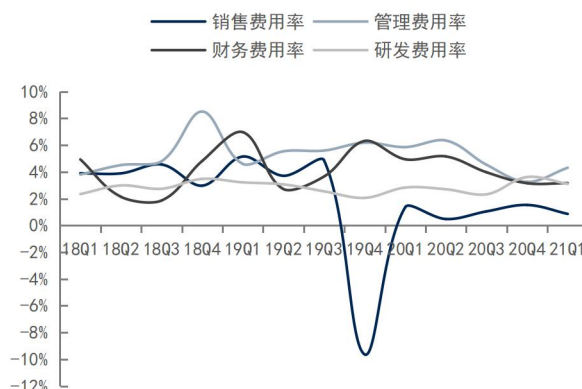
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：中国巨石期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：中国巨石单季度期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

产能稳步扩张，产品结构持续优化。2023年6月，九江首条20万吨/年智能制造产线点火投产，实现当前行业单体最大池窑达产达标新纪录，目前在建淮安项目（共40万吨）一期10万吨增强型玻璃纤维生产线规划2024年上半年投产，并项目配套建设风力发电，打造全球首个玻纤零碳智能制造基地，有望进一步巩固提升成本优势。同时，公司新产品开发和推广成效显著，新产品开发数量创历史新高，并积极与下游客户共同开发玻纤复合材料光伏边框等，目前已有客户获得了光伏组件用复合材料边框的相关认证证书，未来有望贡献业绩。

玻纤龙头盈利筑底，静待复苏，维持“买入”评级。目前，玻纤行业持续底部盘整，绝大部分企业已处于亏损状态，随着后续基建、风电等预期向好提供支撑，以及出口需求改善，行业供需平衡有望逐步修复，看好公司作为玻纤龙头的竞争优势，产能稳步扩张叠加产品结构持续优化，盈利有望率先修复。考虑到需求恢复低于预期、玻纤价格持续磨底，下调盈利预测，预计23-25年EPS分别为1.01/1.29/1.58元/股（前值1.33/1.69/1.84元/股），对应PE为14.2/11.1/9.1x，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2252	2636	2984	4179	4547	营业收入	19707	20192	19000	22311	24746
应收款项	3199	3300	2795	3380	3787	营业成本	10777	13004	13577	14729	15569
存货净额	2199	4129	3410	3262	3401	营业税金及附加	157	170	152	178	198
其他流动资产	5347	1848	3447	3045	3933	销售费用	143	158	190	223	247
流动资产合计	14064	11917	12640	13870	15672	管理费用	1330	685	703	819	904
固定资产	26836	33417	36017	39553	44405	研发费用	552	577	665	781	866
无形资产及其他	808	945	1057	1192	1352	财务费用	489	266	365	340	338
投资性房地产	767	936	936	936	936	投资收益	54	(32)	100	100	100
长期股权投资	1354	1419	1444	1489	1524	资产减值及公允价值变动	(3)	(53)	0	0	0
资产总计	43828	48634	52094	57040	63889	其他收入	449	2301	835	219	134
短期借款及交易性金融负债	6338	6190	5000	5500	6050	营业利润	7311	8124	4949	6341	7724
应付款项	2390	3676	3441	3731	3929	营业外净收支	(8)	(85)	(50)	(50)	(50)
其他流动负债	5156	2901	4115	3645	4183	利润总额	7303	8039	4899	6291	7674
流动负债合计	13884	12767	12557	12876	14162	所得税费用	1165	1219	735	944	1151
长期借款及应付债券	5522	5809	5809	5809	5809	少数股东损益	110	210	128	165	201
其他长期负债	901	1260	1600	1949	2293	归属于母公司净利润	6028	6610	4036	5183	6322
长期负债合计	6423	7069	7408	7758	8102	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	20307	19836	19965	20633	22263	净利润	6028	6610	4036	5183	6322
少数股东权益	954	1200	1302	1434	1595	资产减值准备	(138)	29	7	3	5
股东权益	22568	27598	30827	34973	40031	折旧摊销	1807	1733	3231	3748	4244
负债和股东权益总计	43828	48634	52094	57040	63889	公允价值变动损失	3	53	0	0	0
						财务费用	489	266	365	340	338
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(587)	719	950	137	(349)
每股收益	1.51	1.65	1.01	1.29	1.58	其它	227	106	96	128	156
每股红利	0.29	0.59	0.20	0.26	0.32	经营活动现金流	7340	9251	8320	9199	10378
每股净资产	5.64	6.89	7.70	8.74	10.00	资本开支	0	(8252)	(5950)	(7422)	(9261)
ROIC	17%	13%	7%	10%	12%	其它投资现金流	(1035)	1062	0	0	0
ROE	27%	24%	13%	15%	16%	投资活动现金流	(1021)	(7254)	(5975)	(7467)	(9296)
毛利率	45%	36%	29%	34%	37%	权益性融资	(104)	10	0	0	0
EBIT Margin	34%	28%	20%	25%	28%	负债净变化	379	(500)	0	0	0
EBITDA Margin	43%	36%	37%	42%	45%	支付股利、利息	(1170)	(2364)	(807)	(1037)	(1264)
收入增长	69%	2%	-6%	17%	11%	其它融资现金流	(4250)	4106	(1190)	500	550
净利润增长率	150%	10%	-39%	28%	22%	融资活动现金流	(5937)	(1613)	(1997)	(537)	(714)
资产负债率	49%	43%	41%	39%	37%	现金净变动	383	384	348	1195	367
股息率	2.0%	4.1%	1.4%	1.8%	2.2%	货币资金的期初余额	1870	2252	2636	2984	4179
P/E	9.5	8.7	14.2	11.1	9.1	货币资金的期末余额	2252	2636	2984	4179	4547
P/B	2.5	2.1	1.9	1.6	1.4	企业自由现金流	0	(1050)	1388	1206	552
EV/EBITDA	9.1	10.5	11.1	8.4	7.1	权益自由现金流	0	2556	(112)	1417	814

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032