

## 粗纱行业底部竞争加剧，电子布具备涨价条件

➤ **公司发布 2023 年三季报：**23Q1-Q3 实现营收 114.25 亿元，同比-29.04%，归母净利 26.74 亿元，同比-51.54%，扣非归母净利 16.24 亿元，同比-54.84%。其中，23Q3 实现营收 35.96 亿元，同比-14.23%，归母净利 6.11 亿元，同比-53.41%，扣非归母净利 3.54 亿元，同比-53.83%。23Q1-Q3 毛利率 28.67%，同比-7.55pct，净利率 24.27%，同比-10.98pct；**23Q3 毛利率 27.14%，同比-6.78pct、环比-1.73pct。**

### ➤ 粗纱：23Q3 单位净利预计环比有所回落，行业竞争加剧

(1) **单价方面**，根据卓创资讯数据，23Q3 全国缠绕直接纱 2400tex 均价为 3650 元/吨，同比-26.1%，环比-7.4%。Q3 玻纤价格环比仍有下降，预计主因系 23H1 景气较好的风电市场 Q3 需求有所波动，同时下游其他领域需求仍相对较弱。

(2) **销量方面**，根据卓创资讯数据，23Q3 期末行业库存为 90.13 万吨，环比 23Q2 末增加 5.16 万吨，尤其是 7-8 月行业处于垒库阶段。巨石 23Q3 期末库存 43.23 亿元，环比+2.27%。考虑到 23Q3 行业、公司库存均有所增加，我们预计公司产销率环比 Q2 或有所回落 (23H1 粗纱及制品销量 124.18 万吨，同比+16%)。

(3) **盈利方面**，23Q3 扣非归母净利 3.54 亿元，考虑到 23Q3 扣非净利环比 23Q2 下降 54.4% (其中部分受到汇兑损益影响，如 23Q2 财务费用为-0.97 亿元、23Q3 财务费用为 1.01 亿元)，较 23Q1 下降 28.35%，我们测算单吨扣非净利较 23Q1-23Q2 仍有一定幅度下降。

### ➤ 电子布：价格已有所反弹，新增供给少、需求好转具备涨价条件

**单价方面**，23Q3 行业 7628 电子布均价约 3.55 元/米，同比-7.7%、环比-0.3%，价格处于历史低位。8-9 月电子布迎来 2 轮涨价，截至 10 月 13 日，7628 电子布均价约 3.78 元/米，较 7 月最低点上涨 0.43 元/米 (涨幅为 12.7%)，预计主因系①截至 2023 年 9 月末，**行业无大规模 7628 电子布产能投放，明年新增供给或同样偏少**，行业除巨石外出现较大面积亏损，一方面抑制行业投产动力，另一方面观测是否行业内是否有停产减产现象出现；②**Q3 起下游 PCB 需求环比有所回暖**，例如 7 月起中国台湾 PCB 厂商月度营收持续 3 个月环比改善，7 月营收环比+12.3%、8 月营收环比+9.5%、9 月营收环比+6.6%，同比降幅同样有所收窄。

### ➤ 粗纱仍处于磨底阶段，关注行业供给侧出清及头部企业经营优势扩大

**2023 年供给压力偏轻**，截至 23Q3 末，全年行业共投产 1 条产线 (巨石九江智能制造 1 线 20 万吨)、冷修复产 2 条产线、冷修 2 条产线，供给压力明显小于 2021-2022 年。供给投放较少主因系受国内外宏观环境影响，**当前玻纤行业价格、单吨盈利能力均已处于底部阶段**。综合判断短期粗纱价格仍需磨底，底部阶段关注行业供给侧出清 (产品结构偏低端、成本偏高的落后产能退出) 及头部企业经营优势扩大 (中高端“三驾马车”产品结构占比继续提升，零碳基地领先全球)。

➤ **投资建议：**考虑到粗纱价格降幅较大，我们调整盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利分别为 33.69、38.29 和 46.43 亿元，现价对应 PE 分别为 15x、13x、11x。公司看点包括：①粗纱仍处于磨底阶段，关注行业供给侧出清及头部企业经营优势扩大，②电子布价格有所反弹，新增供给少、需求好转具备涨价条件，③零碳基地领先全球，有望构成新一轮成本领先优势，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济下行风险；行业产能投放速度偏快；燃料成本大幅波动。

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**12.32 元**

**分析师 李阳**

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang\_yj@mszq.com

**研究助理 赵铭**

执业证书：S0100122070043

邮箱：zhaoming\_yj@mszq.com

### 相关研究

1. 中国巨石 (600176.SH) 2023 年半年报点评：利润略高于业绩快报，行业底部静待拐点-2023/08/19

2. 中国巨石 (600176.SH) 2023 年半年度业绩预减公告点评：底部特征明确，风电需求驱动-2023/07/12

3. 中国巨石 (600176.SH) 2023 年一季报点评：23Q1 单位净利见底，趋势逐月向好-2023/04/28

4. 中国巨石 (600176.SH) 2022 年年报点评：Q4 业绩符合预期，23 年粗纱基本面逐季好转-2023/03/21

5. 中国巨石 (600176.SH) 公告点评：建设全球首个零碳基地，拟新投 40 万吨玻纤产能-2022/12/29

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	20192	15040	18056	21871
增长率 (%)	2.5	-25.5	20.1	21.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	6610	3369	3829	4643
增长率 (%)	9.6	-49.0	13.7	21.3
每股收益 (元)	1.65	0.84	0.96	1.16
PE	7	15	13	11
PB	1.8	1.7	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 10 月 23 日收盘价)

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>20192</b>	<b>15040</b>	<b>18056</b>	<b>21871</b>
营业成本	13004	10822	12855	15513
营业税金及附加	170	180	126	153
销售费用	158	173	144	153
管理费用	685	617	704	853
研发费用	577	534	542	634
EBIT	5868	3060	3937	4871
财务费用	266	371	365	362
资产减值损失	-35	0	0	0
投资收益	-32	180	18	22
<b>营业利润</b>	<b>8124</b>	<b>4170</b>	<b>4740</b>	<b>5731</b>
营业外收支	-85	-80	-80	-80
<b>利润总额</b>	<b>8039</b>	<b>4090</b>	<b>4660</b>	<b>5651</b>
所得税	1219	613	708	859
<b>净利润</b>	<b>6820</b>	<b>3476</b>	<b>3951</b>	<b>4792</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6610</b>	<b>3369</b>	<b>3829</b>	<b>4643</b>
EBITDA	7602	5087	6547	8102

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2636	3374	3807	4568
应收账款及票据	1875	1277	1682	2037
预付款项	61	131	148	146
存货	4129	2619	3272	4209
其他流动资产	3216	2592	2971	3558
<b>流动资产合计</b>	<b>11917</b>	<b>9992</b>	<b>11880</b>	<b>14519</b>
长期股权投资	1419	1599	1618	1639
固定资产	28903	32713	36033	39318
无形资产	945	839	840	838
<b>非流动资产合计</b>	<b>36717</b>	<b>39359</b>	<b>41194</b>	<b>42994</b>
<b>资产合计</b>	<b>48634</b>	<b>49352</b>	<b>53073</b>	<b>57513</b>
短期借款	4360	4360	4360	4360
应付账款及票据	3676	2835	3284	4138
其他流动负债	4731	4520	5049	5309
<b>流动负债合计</b>	<b>12767</b>	<b>11714</b>	<b>12693</b>	<b>13806</b>
长期借款	4309	4309	4309	4309
其他长期负债	2760	2996	2996	2996
<b>非流动负债合计</b>	<b>7069</b>	<b>7305</b>	<b>7305</b>	<b>7305</b>
<b>负债合计</b>	<b>19836</b>	<b>19019</b>	<b>19998</b>	<b>21111</b>
股本	4003	4003	4003	4003
少数股东权益	1200	1308	1430	1579
<b>股东权益合计</b>	<b>28797</b>	<b>30332</b>	<b>33075</b>	<b>36402</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>48634</b>	<b>49352</b>	<b>53073</b>	<b>57513</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	2.46	-25.52	20.05	21.13
EBIT 增长率	-14.61	-47.85	28.63	23.72
净利润增长率	9.65	-49.04	13.66	21.27
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	35.60	28.05	28.80	29.07
净利润率	32.74	22.40	21.20	21.23
总资产收益率 ROA	13.59	6.83	7.21	8.07
净资产收益率 ROE	23.95	11.61	12.10	13.33
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.93	0.85	0.94	1.05
速动比率	0.59	0.60	0.65	0.72
现金比率	0.21	0.29	0.30	0.33
资产负债率 (%)	40.79	38.54	37.68	36.71
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	28.74	26.00	29.00	29.00
存货周转天数	115.88	88.34	92.90	99.04
总资产周转率	0.44	0.31	0.35	0.40
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.65	0.84	0.96	1.16
每股净资产	6.89	7.25	7.91	8.70
每股经营现金流	1.03	1.53	1.35	1.63
每股股利	0.52	0.52	0.30	0.37
<b>估值分析</b>				
PE	7	15	13	11
PB	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.83	11.70	9.09	7.35
股息收益率 (%)	4.23	4.23	2.45	2.97
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	6820	3476	3951	4792
折旧和摊销	1734	2026	2610	3231
营运资金变动	-2322	1609	-476	-764
<b>经营活动现金流</b>	<b>4124</b>	<b>6118</b>	<b>5390</b>	<b>6509</b>
资本开支	-2301	-3005	-3356	-3890
投资	1132	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1247</b>	<b>-3266</b>	<b>-3356</b>	<b>-3890</b>
股权募资	10	0	0	0
债务募资	-1462	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2467</b>	<b>-2114</b>	<b>-1601</b>	<b>-1858</b>
<b>现金净流量</b>	<b>403</b>	<b>738</b>	<b>433</b>	<b>762</b>

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026