

2023年10月24日

2023年三季报点评：粗纱景气继续下探，电子布盈利改善可期

买入（维持）

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元） | 20,192 | 16,748 | 19,370 | 25,902 |
| 同比 | 2% | -17% | 16% | 34% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 6,610 | 3,065 | 3,288 | 5,502 |
| 同比 | 10% | -54% | 7% | 67% |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 1.65 | 0.77 | 0.82 | 1.37 |
| P/E（现价&最新股本摊薄） | 7.01 | 15.11 | 14.09 | 8.42 |

关键词：#市占率上升

投资要点

- 事件：**公司披露2023年三季报，前三季度分别实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润114.25/26.74/16.24亿元，分别同比-29.0%/-51.5%/-54.8%，单三季度分别实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润35.96/6.11/3.54亿元，分别同比-14.2%/-53.4%/-53.8%，略低于预期。
- 粗纱需求表现疲弱，公司盈利水平进一步下探。**(1)公司Q3单季收入同比下降14.2%，环比下降13.5%，预计主要因粗纱价格同比下降；Q3玻纤内外需表现疲弱，前期较强的风电纱出货波动，行业产销不及预期，库存维持高位，价格竞争加剧。9月末卓创资讯统计的样本企业原纱库存为90.1万吨，较6月底+5.2万吨，无碱2400tex缠绕直接纱Q3均价同比下降1260元/吨，环比Q2下滑260元/吨，其他品类也有不同程度降价。(2)Q3单季毛利率环比下降1.7pct至27.1%，主要是产品价格影响，成本相对稳定。
- 汇兑导致财务费用率波动，投资收益与资产处置收益环比下降。**(1)公司Q3期间费用率为12.3%，同比+3.2pct，环比二季度+6.3pct；其中销售/管理/研发/财务费用率分别为1.3%/4.6%/3.5%/2.8%，环比Q2分别+0.3/+0.6/+0.3/+5.2pct；财务费用率增加预计主要因汇兑收益减少；(2)Q3投资收益环比Q2下降1.4亿元至1715万元，预计受到联营企业中材叶片盈利波动影响；Q3资产处置收益环比Q2下降4275万元至1.8亿元，(3)Q3单季归母净利率为17.0%，环比Q2下降10.5pct，扣非后归母净利率为9.8%，环比Q2下降8.8pct，预计主要是粗纱单吨盈利下降所致。
- 经营性现金流有所下降，负债率基本稳定。**(1)公司Q3经营活动净现金流1.2亿元，同比-21.2%，主要因销售商品收到的现金和银行承兑汇票到期托收减少；公司Q3购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为3.5亿元，同比减少30.5%，环比保持稳定；(2)公司三季报存货余额43.23亿元，存货周转天数为140天，环比中报略有增加，反映Q3产销较Q2有所走弱；(3)公司三季报资产负债率为43.7%，环比中报基本不变。
- 预计粗纱景气将继续筑底，电子布景气有望率先改善。**(1)短期风电需求回升，热塑需求向好，预计Q4行业产销有望改善，价格支撑增强。粗纱价格经历Q3进一步下行后，行业亏损面进一步加大，预计中小低端产能已经接近现金成本线，出清或将加快，但新增产能尚未完全释放，行业库存去化有待需求回暖，短期粗纱盈利或将继续筑底。公司凭借稳固成本优势，有望在此轮行业下行周期中加速提升市场份额。(2)电子布产业链库存已回落至中低位，随着行业信心修复，三季度价格有所回升，若下游景气预期进一步改善，盈利有望加速提升。
- 盈利预测与投资评级：**公司在行业下行期把握高端市场机会，立足成本优势，在量增和盈利方面取得显著优于行业的表现。但短期需求疲弱叠加行业新增产能投放尚未完全释放，行业供需平衡修复及库存去化有待时日。我们下调公司2023-2025年归母净利润预测为30.7/32.9/55.0亿元（原值为42.1/53.3/70.2亿元），10月24日收盘价对应市盈率15.1/14.1/8.4倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**内需回升幅度不及预期的风险，海外经济进一步衰退的风险，原燃料价格上升超预期的风险。

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书：S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

研究助理 杨晓曦

执业证书：S0600122080042

yangxx@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 12.32 |
| 一年最低/最高价 | 11.47/16.50 |
| 市净率(倍) | 1.74 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 49,318.64 |
| 总市值(百万元) | 49,318.64 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 7.08 |
| 资产负债率(% ,LF) | 43.72 |
| 总股本(百万股) | 4,003.14 |
| 流通 A 股(百万股) | 4,003.14 |

相关研究

《中国巨石(600176): 2023年中报点评：景气低位彰显结构和成本优势，供需平衡修复奠定盈利向上基础》

2023-08-19

中国巨石三大财务预测表

| 资产负债表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 11,917 | 8,884 | 9,817 | 11,935 | 营业收入 | 20,192 | 16,748 | 19,370 | 25,902 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 2,640 | 1,656 | 871 | 2,023 | 营业成本(含金融类) | 13,004 | 12,497 | 14,031 | 17,028 |
| 经营性应收款项 | 3,493 | 2,529 | 3,681 | 4,516 | 税金及附加 | 170 | 193 | 223 | 298 |
| 存货 | 4,129 | 3,508 | 3,351 | 3,271 | 销售费用 | 158 | 184 | 213 | 285 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 685 | 720 | 833 | 1,114 |
| 其他流动资产 | 1,655 | 1,191 | 1,913 | 2,125 | 研发费用 | 577 | 620 | 736 | 984 |
| 非流动资产 | 36,717 | 38,950 | 42,180 | 47,257 | 财务费用 | 266 | 176 | 174 | 259 |
| 长期股权投资 | 1,419 | 1,469 | 1,569 | 1,689 | 加:其他收益 | 276 | 368 | 426 | 570 |
| 固定资产及使用权资产 | 28,907 | 32,578 | 36,194 | 40,886 | 投资净收益 | (32) | 179 | 30 | 40 |
| 在建工程 | 4,514 | 3,007 | 2,503 | 2,752 | 公允价值变动 | (19) | (30) | 0 | 0 |
| 无形资产 | 945 | 964 | 982 | 998 | 减值损失 | (6) | (27) | (34) | (41) |
| 商誉 | 470 | 470 | 470 | 470 | 资产处置收益 | 2,573 | 950 | 500 | 300 |
| 长期待摊费用 | 3 | 3 | 3 | 3 | 营业利润 | 8,124 | 3,800 | 4,081 | 6,803 |
| 其他非流动资产 | 459 | 459 | 459 | 459 | 营业外净收支 | (85) | (71) | (82) | (109) |
| 资产总计 | 48,634 | 47,833 | 51,996 | 59,192 | 利润总额 | 8,039 | 3,729 | 4,000 | 6,694 |
| 流动负债 | 12,767 | 10,831 | 12,005 | 13,696 | 减:所得税 | 1,219 | 567 | 607 | 1,017 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 6,190 | 5,190 | 5,190 | 5,690 | 净利润 | 6,820 | 3,162 | 3,393 | 5,677 |
| 经营性应付款项 | 3,676 | 2,850 | 3,776 | 4,454 | 减:少数股东损益 | 210 | 97 | 105 | 175 |
| 合同负债 | 502 | 500 | 561 | 681 | 归属母公司净利润 | 6,610 | 3,065 | 3,288 | 5,502 |
| 其他流动负债 | 2,400 | 2,291 | 2,478 | 2,871 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 1.65 | 0.77 | 0.82 | 1.37 |
| 非流动负债 | 7,069 | 7,119 | 7,619 | 8,419 | EBIT | 5,868 | 2,920 | 3,779 | 6,789 |
| 长期借款 | 4,309 | 4,309 | 4,509 | 5,009 | EBITDA | 7,602 | 3,787 | 4,700 | 7,881 |
| 应付债券 | 1,499 | 1,549 | 1,849 | 2,149 | 毛利率(%) | 35.60 | 25.39 | 27.56 | 34.26 |
| 租赁负债 | 3 | 3 | 3 | 3 | 归母净利率(%) | 32.74 | 18.30 | 16.98 | 21.24 |
| 其他非流动负债 | 1,257 | 1,257 | 1,257 | 1,257 | 收入增长率(%) | 2.46 | (17.05) | 15.65 | 33.72 |
| 负债合计 | 19,836 | 17,950 | 19,624 | 22,114 | 归母净利润增长率(%) | 9.65 | (53.64) | 7.30 | 67.31 |
| 所有者权益合计 | 28,797 | 29,884 | 32,372 | 37,078 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 48,634 | 47,833 | 51,996 | 59,192 | | | | | |

| 现金流量表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 重要财务与估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|---------|---------|---------|---------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 4,124 | 4,264 | 3,459 | 6,909 | 每股净资产(元) | 6.89 | 7.14 | 7.74 | 8.87 |
| 投资活动现金流 | (1,247) | (2,072) | (3,702) | (5,939) | 最新发行在外股份(百万股) | 4,003 | 4,003 | 4,003 | 4,003 |
| 筹资活动现金流 | (2,467) | (3,177) | (542) | 182 | ROIC(%) | 13.07 | 6.06 | 7.56 | 12.27 |
| 现金净增加额 | 403 | (985) | (784) | 1,152 | ROE-摊薄(%) | 23.95 | 10.72 | 10.62 | 15.50 |
| 折旧和摊销 | 1,734 | 867 | 920 | 1,092 | 资产负债率(%) | 40.79 | 37.53 | 37.74 | 37.36 |
| 资本开支 | (2,301) | (2,171) | (3,632) | (5,859) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 7.01 | 15.11 | 14.09 | 8.42 |
| 营运资本变动 | (2,322) | 1,095 | (563) | 199 | P/B(现价) | 1.68 | 1.62 | 1.50 | 1.30 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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提供。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

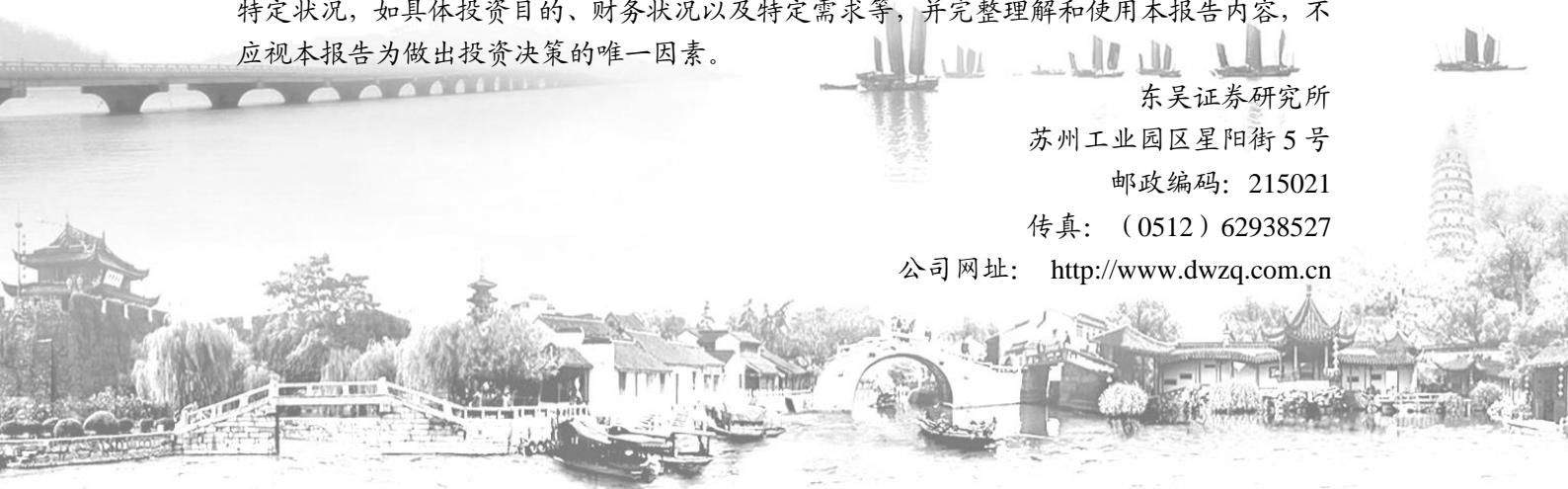
公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15%与 -5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>