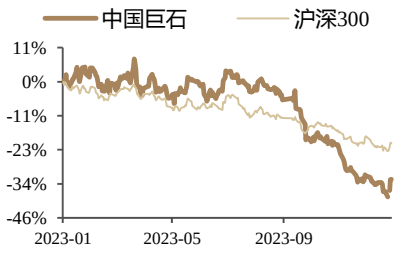
中国巨石（600176.SH）：23Q4 粗纱价格持续探底，关注旧产能出清及新需求释放

买入（维持）

所属行业：建筑材料/玻璃玻纤
当前价格(元)：9.56

证券分析师
闫广
资格编号：S0120521060002
邮箱：yanguang@tebon.com.cn
王逸枫
资格编号：S0120524010004
邮箱：wangyf6@tebon.com.cn
研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.78	-16.43	-18.64
相对涨幅(%)	-1.37	-10.66	-13.77

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《中国巨石（600176.SH）：粗纱竞争加剧价格承压，电子纱价格基本筑底》，2023.10.24
2.《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》，2023.8.18
3.《中国巨石（600176.SH）：23Q2 业绩改善兑现，龙头逐季向上可期》，2023.7.12
4.《中国巨石（600176.SH）：曙光初现，蓄势待发》，2023.4.20
5.《中国巨石（600176.SH）：电子布逆势增长，龙头强者恒强》，2023.3.21

投资要点

事件：2024 年 1 月 26 日，公司发布 2023 年年度业绩预告，2023 年公司预计实现归母净利润约 29.75-33.05 亿元，同比下降 50%至 55%，同比减少 33.05 至 36.36 亿元，预计实现扣非归母净利润约 17.51-19.70 亿元，同比下降 55%至 60%，同比减少 24.07 至 26.26 亿元。

玻纤价格回落致盈利承压，23Q4 粗纱价格再度探底。根据公司业绩预告，23 年公司业绩承压主要受宏观经济下行以及行业需求转弱影响导致公司产品销售价格下降所致，公司 23 年盈利同比回落明显。根据卓创资讯，23 年全国无碱 2400tex 缠绕直接纱成交均价约 3803 元/吨，同比-29.6%，23Q4 粗纱价格维持下降趋势，四季度全国无碱 2400tex 缠绕直接纱成交均价约 3309 元/吨，同比-20.8%，环比-10.5%，23Q4 行业库存虽略有下降，但绝对值仍处于历史高位，截止 23 年 12 月行业库存约 84.26 万吨，环比-0.7%。23Q4 粗纱价格持续下探或影响公司单季度业绩表现，根据公司业绩预告推算，23Q4 公司归母净利润约 3.01-6.31 亿元，同比下降 42.25%至 72.49%。

电子纱价格有望率先企稳，24 年新增供给有限。根据卓创资讯，23 年全国电子纱市场主流成交均价约为 8253 元/米，同比-14.4%，电子布均价约 3.6 元/米，同比-16.2%，其中 23Q4 电子纱均价约为 8129 元/米，同比-12.1%，环比+0.2%，23Q4 电子布均价约为 3.58 元/米，同比-9.0%，环比+5.0%。**我们认为，23-24 年电子纱基本无新增产能，供给侧收缩下行业库存或较低，23 年 9 月已率先迎来一波试探性提价，电子纱有望率先迎来基本面拐点，而公司凭借规模及成本优势在当前价格体系下依然保持一定盈利水平，看好公司电子纱部分盈利弹性。**

景气底部龙头竞争优势有望强化。我们认为，23 年玻纤整体景气度承压，表现为价格持续下降、企业不断累库，但龙头企业在产能规模、产品结构以及成本等方面的竞争优势有望得到持续强化，并带动市场份额的持续提升。23 年 5 月公司九江智能制造基地一线 20 万吨新线点火，新产能爬坡有望驱动公司 23 年粗纱产销提升，23H1 公司粗纱销量 124.18 万吨，同比+16.1%。我们认为公司在建产能包括九江二期 20 万吨、淮安基地一期 10 万吨以及埃及技改冷修线有望在 24 年释放产能，进一步扩大公司在生产成本和高端产品的竞争优势。

投资建议：当前玻纤行业持续底部盘整，24 年需持续关注旧产能出清、龙头新产能落地，以及光伏边框等新需求领域突破情况，我们认为公司凭借成本及产品结构优势有望率先突出重围，并实现市场份额稳步提升。考虑到 23Q3 以来粗纱价格持续下降，我们下调公司盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润分别为 30.84、32.11 和 39.96 亿元，对应 EPS 分别为 0.77、0.80 和 1.00 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):	8.72-15.30
总市值(百万元):	38,269.99
总资产(百万元):	52,702.92
每股净资产(元):	7.08

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	16,309	16,935	19,148
(+/-)YOY(%)	68.9%	2.5%	-19.2%	3.8%	13.1%
净利润(百万元)	6,028	6,610	3,084	3,211	3,996
(+/-)YOY(%)	149.5%	9.6%	-53.3%	4.1%	24.5%
全面摊薄 EPS(元)	1.51	1.65	0.77	0.80	1.00
毛利率(%)	45.3%	35.6%	27.2%	27.6%	30.9%
净资产收益率(%)	26.7%	24.0%	10.4%	10.0%	11.5%

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	0.77	0.80	1.00
每股净资产	6.89	7.43	7.99	8.69
每股经营现金流	1.03	1.89	1.82	2.05
每股股利	0.52	0.23	0.24	0.30
价值评估(倍)				
P/E	8.30	12.41	11.92	9.58
P/B	1.99	1.29	1.20	1.10
P/S	1.90	2.35	2.26	2.00
EV/EBITDA	8.45	5.68	5.15	4.21
股息率%	3.8%	2.4%	2.5%	3.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	35.6%	27.2%	27.6%	30.9%
净利润率	32.7%	18.9%	19.0%	20.9%
净资产收益率	24.0%	10.4%	10.0%	11.5%
资产回报率	13.6%	6.2%	6.1%	7.1%
投资回报率	12.2%	8.1%	7.8%	9.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	2.5%	-19.2%	3.8%	13.1%
EBIT 增长率	-14.6%	-31.2%	3.6%	22.6%
净利润增长率	9.6%	-53.3%	4.1%	24.5%
偿债能力指标				
资产负债率	40.8%	37.5%	36.8%	35.7%
流动比率	0.9	1.0	1.2	1.4
速动比率	0.6	0.7	0.8	1.0
现金比率	0.2	0.3	0.5	0.6
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	0.3	0.3	0.3
固定资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.6

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	6,610	3,084	3,211	3,996
少数股东损益	210	98	102	127
非现金支出	1,740	3,944	4,407	4,903
非经营收益	-2,114	-310	-343	-429
营运资金变动	-2,322	759	-105	-403
经营活动现金流	4,124	7,575	7,272	8,194
资产	-2,301	-4,346	-4,927	-4,558
投资	1,132	-25	-45	-35
其他	-78	82	85	96
投资活动现金流	-1,247	-4,289	-4,887	-4,498
债权募资	-1,462	-640	590	290
股权募资	10	0	0	0
其他	-1,015	-1,319	-1,353	-1,604
融资活动现金流	-2,467	-1,958	-763	-1,314
现金净流量	403	1,327	1,622	2,383

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20,192	16,309	16,935	19,148
营业成本	13,004	11,869	12,258	13,240
毛利率%	35.6%	27.2%	27.6%	30.9%
营业税金及附加	170	137	143	161
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	158	127	132	149
营业费用率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	685	553	677	957
管理费用率%	3.4%	3.4%	4.0%	5.0%
研发费用	577	466	484	547
研发费用率%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
EBIT	5,868	4,039	4,185	5,129
财务费用	266	393	390	405
财务费用率%	1.3%	2.4%	2.3%	2.1%
资产减值损失	-35	54	81	68
投资收益	-32	82	85	96
营业利润	8,124	3,774	3,926	4,879
营业外收支	-85	-31	-29	-28
利润总额	8,039	3,744	3,897	4,851
EBITDA	7,602	8,037	8,674	10,100
所得税	1,219	562	585	728
有效所得税率%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	210	98	102	127
归属母公司所有者净利润	6,610	3,084	3,211	3,996

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,636	3,963	5,585	7,968
应收账款及应收票据	1,875	1,514	1,573	1,778
存货	4,129	3,768	3,892	4,203
其它流动资产	3,277	2,698	2,793	3,124
流动资产合计	11,917	11,944	13,842	17,073
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	49,710	52,821	56,480
短期借款	4,360	4,120	3,910	4,050
应付票据及应付账款	3,676	3,355	3,465	3,743
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	4,731	4,511	4,573	4,740
流动负债合计	12,767	11,987	11,948	12,533
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	18,655	19,417	20,152
实收资本	4,003	4,003	4,003	4,003
普通股股东权益	27,598	29,756	32,004	34,801
少数股东权益	1,200	1,298	1,400	1,527
负债和所有者权益合计	48,634	49,710	52,821	56,480

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 26 日
资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

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 建筑建材行业分析师，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

1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 2. 市场基准指数的比较标准： 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。	类　别	评　级	说　明
	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。
	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。