

## 玻纤价格继续探底，产品结构优势部分对冲

2024 年 01 月 28 日

➤ **公司发布 2023 年业绩预告:** 2023 年公司预计实现归母净利润 29.75-33.05 亿元, 同比下降 50-55%, 预计实现扣非归母净利 17.51-19.7 亿元, 同比下降 55-60%。取业绩预告中值, 23Q4 实现归母净利润 4.66 亿元, 同比-57.38%, 扣非归母净利 2.36 亿元, 同比-69.71%。

➤ **粗纱: 23Q4 单位净利环比继续回落, 但预计下降幅度小于行业**

(1) **单价方面,** 根据卓创资讯数据, 23Q4 全国缠绕直接纱 2400tex 均价为 3232 元/吨, 同比-20.2%、环比-11.5%。环比下降主因系下游需求相对较弱, 此外风电市场 23H2 需求相对较一般。

(2) **销量方面,** 根据卓创资讯数据, 23Q4 期末行业库存为 84.26 万吨, 环比 23Q3 末减少 5.84 万吨、降幅达 6.5%, 行业呈小幅去库趋势。考虑到 23Q4 行业库存有所降低, 我们预计公司产销率环比 Q3 或有所上升。

(3) **盈利方面,** 23Q4 扣非归母净利 2.36 亿元, 考虑到 23Q4 扣非净利环比 23Q3 下降 33.3% (预计部分受到汇兑损益影响), 我们测算单吨扣非净利较 23Q3 仍有一定幅度下降。在中低端玻纤价格继续下滑的情况下, 我们预计 Q4 公司单吨扣非净利下降幅度明显小于行业内其他企业, 主因系产品结构优势。

➤ **电子布: 行业仍处于大面积亏损状态, 关注其他企业停产减产预期**

**单价方面,** 23Q4 行业 7628 电子布均价为 3.62 元/米, 同比-11.5%、环比+2.6%。8-9 月电子布迎来 2 轮涨价, 但受制于终端需求等因素。**行业供给格局方面,** 2023 年内无大规模 7628 电子布产能投放, 预计 2024 年新增供给同样偏少, 行业除巨石外出现较大面积亏损, 关注其他单位窑炉规模较小、成本较高的企业停产减产预期。

➤ **粗纱仍处于磨底阶段, 关注光伏从认证走向下游组件厂分布式项目进展**

**需求角度, 光伏认证加速、期待放量。** 展望 2024 年玻纤下游行业需求, 预计与宏观经济较为挂钩的领域仍处于磨底阶段, 风电招标持续高增速、期待传导至新增装机量, 光伏复合材料边框 23Q4 认证进展加速, 我们预计 2024 年光伏处于起量在即阶段, 关注下游组件厂替换意愿。

**供给角度, 2023 年供给偏轻、2024 年关注潜在产能落地节奏。** 2023 年全年行业共投产 2 条产线 (巨石 20 万吨+重庆国际 15 万吨)、冷修复产 2 条产线、冷修 3 条产线, 供给压力明显小于 2021-2022 年, 判断主因系国内外宏观环境影响, 玻纤行业价格、单吨盈利能力均已处于底部阶段。我们统计 2024 年潜在投产产能包括巨石淮安一期 10 万吨、巨石九江二期 20 万吨、泰玻山西一期 15 万吨、山玻 15 万吨 (1 月中已投产)、长海 15 万吨、内蒙古天皓 12 万吨, 若全部投产可能新增 87 万吨产能, 但考虑到当前行业盈利能力处于底部+2023 年投放进展慢于预期, 2024 年产能投放节奏或可能再度慢于预期。

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”产品结构占比持续提升, 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 年公司归母净利润分别为 31.4、25.13 和 31.84 亿元, 现价对应 PE 分别为 12x、15x、12x。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电子布关注其他企业停产减产预期, 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。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	20,192	15,040	16,148	18,748
增长率 (%)	2.5	-25.5	7.4	16.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,610	3,140	2,513	3,184
增长率 (%)	9.6	-52.5	-20.0	26.7
每股收益 (元)	1.65	0.78	0.63	0.80
PE	6	12	15	12
PB	1.4	1.3	1.3	1.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 1 月 26 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

9.56 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

- 中国巨石 (600176.SH) 2023 年三季度点评: 粗纱行业底部竞争加剧, 电子布具备涨价条件-2023/10/24
- 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
- 中国巨石 (600176.SH) 2023 年半年度业绩预告公告点评: 底部特征明确, 风电需求驱动-2023/07/12
- 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
- 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

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20,192	15,040	16,148	18,748
营业成本	13,004	11,100	12,329	13,868
营业税金及附加	170	180	113	131
销售费用	158	173	129	131
管理费用	685	617	630	731
研发费用	577	534	484	544
EBIT	5,868	2,782	2,689	3,605
财务费用	266	371	367	369
资产减值损失	-35	0	0	0
投资收益	-32	180	16	19
营业利润	8,124	3,892	3,138	3,955
营业外收支	-85	-80	-80	-80
利润总额	8,039	3,812	3,058	3,875
所得税	1,219	572	465	589
净利润	6,820	3,240	2,593	3,286
归属于母公司净利润	6,610	3,140	2,513	3,184
EBITDA	7,602	4,809	5,299	6,836

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,636	3,168	2,952	2,829
应收账款及票据	1,875	1,277	1,504	1,746
预付款项	61	134	142	131
存货	4,129	2,686	3,138	3,763
其他流动资产	3,216	2,592	2,682	3,083
流动资产合计	11,917	9,858	10,418	11,552
长期股权投资	1,419	1,599	1,616	1,634
固定资产	28,903	32,713	36,033	39,318
无形资产	945	839	840	838
非流动资产合计	36,717	39,359	41,192	42,989
资产合计	48,634	49,217	51,610	54,542
短期借款	4,360	4,360	4,360	4,360
应付账款及票据	3,676	2,908	3,150	3,699
其他流动负债	4,731	4,548	4,899	5,000
流动负债合计	12,767	11,816	12,409	13,059
长期借款	4,309	4,309	4,309	4,309
其他长期负债	2,760	2,996	2,996	2,996
非流动负债合计	7,069	7,305	7,305	7,305
负债合计	19,836	19,121	19,714	20,364
股本	4,003	4,003	4,003	4,003
少数股东权益	1,200	1,300	1,381	1,483
股东权益合计	28,797	30,096	31,896	34,178
负债和股东权益合计	48,634	49,217	51,610	54,542

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	7.36	16.11
EBIT 增长率	-14.61	-52.58	-3.37	34.10
净利润增长率	9.65	-52.50	-19.97	26.74
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	35.60	26.20	23.65	26.03
净利润率	32.74	20.87	15.56	16.99
总资产收益率 ROA	13.59	6.38	4.87	5.84
净资产收益率 ROE	23.95	10.90	8.23	9.74
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.93	0.83	0.84	0.88
速动比率	0.59	0.58	0.56	0.57
现金比率	0.21	0.27	0.24	0.22
资产负债率 (%)	40.79	38.85	38.20	37.34
<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	0.32	0.35
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.65	0.78	0.63	0.80
每股净资产	6.89	7.19	7.62	8.17
每股经营现金流	1.03	1.48	1.17	1.41
每股股利	0.52	0.52	0.20	0.25
<b>估值分析</b>				
PE	6	12	15	12
PB	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.83	12.38	11.24	8.71
股息收益率 (%)	5.45	5.45	2.07	2.63

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	6,820	3,240	2,593	3,286
折旧和摊销	1,734	2,026	2,610	3,231
营运资金变动	-2,322	1,640	-184	-607
经营活动现金流	4,124	5,912	4,675	5,664
资本开支	-2,301	-3,005	-3,706	-4,390
投资	1,132	0	0	0
投资活动现金流	-1,247	-3,266	-3,706	-4,390
股权募资	10	0	0	0
债务募资	-1,462	0	0	0
筹资活动现金流	-2,467	-2,114	-1,185	-1,397
现金净流量	403	532	-216	-123

## 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收到任何形式的补偿。

## 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