

粗纱价格企稳趋势渐显，期待电子布价格弹性

2024 年 03 月 20 日

➤ **公司披露 2023 年报：**实现营收 148.76 亿元，同比-26.33%，归母净利 30.44 亿元，同比-53.94%，扣非净利 18.98 亿元，同比-56.64%。其中，23Q4 实现营收 34.50 亿元，同比-15.64%，归母净利 3.71 亿元，同比-66.09%，扣非净利 2.74 亿元，同比-64.94%。全年毛利率 28%，同比-7.6pct，净利率 21.22%，同比-12.55pct，其中，23Q4 毛利率 25.81%，同比-7.35pct、环比-1.34pct，净利率 11.13%。2023 年公司分红 11.01 亿元，**分红率 36.16% (2022 年为 31.55%)**，对应当前股息率为 2.72%。同时，公司玻纤业务创始人张毓强先生辞去总经理职务、聘任杨国明先生为公司新总经理，张毓强仍继续担任公司副董事长及董事会专门委员会相关职务，将在公司董事会战略把控及重大事项决策方面继续发挥作用。

➤ **粗纱：价格企稳趋势渐显，底部关注行业供给侧变化及龙头经营优势扩大**

报告期内，公司玻纤及制品销售 248.14 万吨 (同比+17.6%)，实现营收 144.23 亿元。我们推算，全年公司玻纤及制品吨价格 5336 元 (同比-2009 元，假设 1 亿米电子纱销量=2.65 万吨电子布销量)，吨成本 3865 元 (同比-429 元)，吨毛利 1471 元 (同比-1580 元)。吨归母净利 1126 元 (同比-1752 元，全口径含镑粉)，**吨扣非净利 702 元 (同比-1204 元)**。我们预计公司 23Q4 单位净利环比继续回落，但预计下降幅度小于行业，主因系产品结构优势。

展望 2024 年，近期行业部分产品 (2400tex 板材纱) 涨价 200 元/吨，预计与产品结构调整有关。①**需求角度**，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 (组件厂盈利能力弱，有望加速推动降本措施)，②**供给角度**，2023 年供给偏轻、2024 年关注潜在产能落地节奏，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。综合考虑行业供需及亏损企业比例，判断短期粗纱价格或出现企稳蓄势，**底部阶段关注行业供给侧变化 (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)**。

➤ **电子布：行业长期处于大面积亏损状态，年内或存在价格弹性**

报告期内，公司玻纤及制品销售 8.36 亿米 (同比+19.1%)。根据卓创资讯数据，行业 7628 电子布全年价格约 3.68 元/米，同比-0.38 元/米 (-9.5%)。22Q1-Q2 以来行业长期处于较大面积亏损状态。**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进展**，例如泰玻邹城 5 线 5 万吨/年电子纱产能于今年 1 月 20 日前后放水冷修。展望 2024 年，**我们预计电子布价格弹性更大**，重点观测下游 PCB 厂商开工率改善 (消费电子出货改善、AI 拉动算力需求) + 其他企业停产进展。

➤ **埃及基地净利率高于公司整体：**①2022 年公司期间费用率合计 10.93%，同比+2.58pct。其中销售、管理、研发费用率同比分别+0.38、+1.33、+0.63pct，销售、管理、研发费用绝对金额保持平稳，费用率上升预计主因系收入规模同比降低。财务费用 2.32 亿元，同比-12.9%，公司资产负债率 42.39%，同比+1.6pct。②2023 年末存货 45.33 亿元 (2022 年末为 41.29 亿元)，存货/玻纤及制品业务收入为 0.31 (2022 年末为 0.24)。③2023 年埃及子公司收入 15.2 亿元，净利润 3.4 亿元，**净利率达 22.38%，高于公司整体净利率**。美国子公司收入 8.74 亿元，净利润 0.63 亿元。

➤ **投资建议：**①粗纱企稳趋势渐显，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进展，年内或存在价格弹性，③零碳基地领先全球，有望构成新一轮成本领先优势，④积极关注光伏从认证走向下游组件厂分布式项目进展。我们预计 2024-2026 年公司归母净利分别为 23.48、30.71 和 36.29 亿元，现价对应 PE 分别为 17x、13x、11x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济波动风险；行业产能投放节奏不及预期；燃料价格大幅波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	14,876	16,515	19,045	21,561
增长率 (%)	-26.3	11.0	15.3	13.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,044	2,348	3,071	3,629
增长率 (%)	-53.9	-22.9	30.8	18.2
每股收益 (元)	0.76	0.59	0.77	0.91
PE	13	17	13	11
PB	1.4	1.3	1.2	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 3 月 20 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

10.02 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyanyang_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 年年报点评：粗纱价格企稳趋势渐显，期待电子布价格弹性 -2024/03/20
- 中国巨石 (600176.SH) 2023 年业绩预告点评：玻纤价格继续探底，产品结构优势部分对冲 -2024/01/28
- 中国巨石 (600176.SH) 2023 年三季度报点评：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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	14,876	16,515	19,045	21,561
营业成本	10,710	12,621	13,993	15,222
营业税金及附加	222	231	238	323
销售费用	173	190	190	216
管理费用	703	743	819	927
研发费用	519	578	571	712
EBIT	2,849	2,522	3,491	4,453
财务费用	232	435	433	426
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	209	33	38	43
营业利润	3,776	2,920	3,796	4,471
营业外收支	-68	-80	-80	-80
利润总额	3,708	2,840	3,716	4,391
所得税	550	417	546	645
净利润	3,157	2,423	3,169	3,745
归属于母公司净利润	3,044	2,348	3,071	3,629
EBITDA	4,920	4,812	6,264	7,718

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,126	3,325	4,285	6,392
应收账款及票据	2,463	2,705	3,121	3,534
预付款项	72	88	98	107
存货	4,533	4,495	4,600	3,753
其他流动资产	3,194	3,048	3,430	3,806
流动资产合计	13,388	13,662	15,534	17,593
长期股权投资	1,652	1,685	1,723	1,766
固定资产	31,859	34,471	36,519	38,547
无形资产	1,065	1,064	1,061	1,058
非流动资产合计	38,686	40,299	41,354	42,406
资产合计	52,074	53,961	56,889	59,999
短期借款	6,246	6,246	6,246	6,246
应付账款及票据	3,381	3,450	4,066	4,464
其他流动负债	4,825	5,072	5,324	5,592
流动负债合计	14,453	14,768	15,637	16,302
长期借款	5,241	5,241	5,241	5,241
其他长期负债	2,382	2,381	2,381	2,393
非流动负债合计	7,623	7,621	7,621	7,633
负债合计	22,076	22,389	23,258	23,935
股本	4,003	4,003	4,003	4,003
少数股东权益	1,356	1,431	1,530	1,646
股东权益合计	29,998	31,572	33,631	36,063
负债和股东权益合计	52,074	53,961	56,889	59,999

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-26.33	11.02	15.32	13.21
EBIT 增长率	-51.44	-11.49	38.42	27.58
净利润增长率	-53.94	-22.89	30.82	18.17
盈利能力 (%)				
毛利率	28.00	23.58	26.53	29.40
净利润率	20.47	14.21	16.13	16.83
总资产收益率 ROA	5.85	4.35	5.40	6.05
净资产收益率 ROE	10.63	7.79	9.57	10.54
偿债能力				
流动比率	0.93	0.93	0.99	1.08
速动比率	0.58	0.59	0.67	0.82
现金比率	0.22	0.23	0.27	0.39
资产负债率 (%)	42.39	41.49	40.88	39.89
经营效率				
应收账款周转天数	36.23	36.00	36.00	36.00
存货周转天数	154.49	130.00	120.00	90.00
总资产周转率	0.30	0.31	0.34	0.37
每股指标 (元)				
每股收益	0.76	0.59	0.77	0.91
每股净资产	7.15	7.53	8.02	8.60
每股经营现金流	0.22	1.13	1.42	1.95
每股股利	0.28	0.21	0.28	0.33
估值分析				
PE	13	17	13	11
PB	1.4	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	10.43	10.66	8.19	6.65
股息收益率 (%)	2.74	2.12	2.77	3.27

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,157	2,423	3,169	3,745
折旧和摊销	2,070	2,290	2,773	3,265
营运资金变动	-3,644	104	-54	704
经营活动现金流	867	4,533	5,700	7,821
资本开支	83	-3,140	-3,158	-3,941
投资	-473	0	0	0
投资活动现金流	98	-3,140	-3,158	-3,941
股权募资	60	0	0	0
债务募资	-258	127	0	0
筹资活动现金流	-470	-1,194	-1,582	-1,772
现金净流量	496	199	960	2,107

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