



买入(维持)

所属行业: 建筑材料/玻璃纤维
当前价格(元): 10.02

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(%)	1.73	10.95	2.52
相对涨幅(%)	-3.61	1.30	-5.02

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《【德邦建材】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》, 2024.1.26
- 《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
- 《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
- 《中国巨石(600176.SH): 23Q2业绩改善兑现, 龙头逐季向上可期》, 2023.7.12
- 《中国巨石(600176.SH): 曙光初现, 蓄势待发》, 2023.4.20

中国巨石(600176.SH): 周期底部渐行渐近, 龙头优势穿越周期

投资要点

事件: 2024年3月19日, 公司发布2023年年度报告, 2023年公司实现营收约148.76亿元, 同比-26.33%, 实现归母净利润约30.44亿元, 同比-53.94%, 实现扣非归母净利润约18.98亿元, 同比-56.64%; 单季度来看, 23Q4公司实现营收约34.50亿元, 同比-15.64%, 环比-4.05%, 实现归母净利润约3.71亿元, 同比-66.09%, 环比-39.35%, 实现扣非归母净利润约2.74亿元, 同比-64.94%, 环比-22.72%。公司每10股拟派发现金红利2.75元(含税), 合计分红11.01亿元, 分红率36.2%。

价格探底拖累收入, 逆势实现量增。 2023年公司粗纱及制品销量248.14万吨, 实现电子布销量约8.36亿米, 需求放缓背景下分别实现销量逆势同比+17.6%/+19.0%。公司玻纤及制品业务23年实现收入约144.23亿元, 同比-14.49%, 毛利率约27.57%, 同比下降13.96pct, 主要系玻纤产品销售价格大幅下降所致。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%, 全国电子纱市场主流成交均价约为8253元/吨, 同比-14.4%, 电子布均价约3.62元/米, 同比-16.2%; 单四季度来看, 23Q4粗纱价格约3309元/吨, 同比-20.8%, 环比-10.5%, 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, 当前国内玻纤竞争格局仍待改善, 截至24年2月行业库存约90.64万吨, 环比+6.3%, 节后下游复工较慢叠加供应持续高位, 行业库存有所增加, 导致价格或仍底部盘整。

- 期间费用率小幅提升, 处置铈粉贡献非经常性损益。** 23年公司费用率为10.93%, 同比+2.6pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为1.2%/4.7%/3.5%/1.6%, 分别同比+0.4pct/+1.3pct/+0.6pct/+0.2pct, 管理费用率上升幅度较大或主要系租赁费用及停工损失增加所致。毛利率下降叠加费用率上升, 公司23年公司归母净利润同比-53.94%至30.44亿元, 归母净利率20.47%, 同比-12.27pct, 公司通过出售铈粉实现处置收益9.98亿元, 增厚公司业绩表现。

后市看电子纱拐点有望先行, 公司全球化布局平滑国内周期。 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, 电子纱有望较粗纱率先迎来价格拐点, 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。此外, 公司23年海外收入约55.59亿元, 占营收比例约38.18%, 同比-26.14%或主要系海外市场也受到降价影响, 但海外业务毛利率34.46%, 优于国内业务毛利率22.92%, 支撑公司盈利水平, 全球化布局有利于公司平滑单一市场波动影响。

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。在此阶段, 公司顺利完成管理层换届, 根据公司公告, 张毓强先生辞去公司总经理, 但仍继续担任公司副董事长及董事会专门委员会相关职务, 将在公司董事会的战略把控及重大事项决策方面继续发挥作用, 而新任总经理杨国明先生曾任巨石集团有限公司副总裁, 深度参与公司各阶段成长, 我们认为本轮管理层变更不会对公司经营产生负面影响。我们预计公司24-26年归母净利润分别为27.96、32.20和35.91亿元, 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		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	4,003.14		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	4,003.14	营业收入(百万元)	20,192	14,876	16,755	19,287	20,486
52 周内股价区间(元):	8.72-15.30	(+/-)YOY(%)	2.5%	-26.3%	12.6%	15.1%	6.2%
总市值(百万元):	40,111.43	净利润(百万元)	6,610	3,044	2,796	3,220	3,591
总资产(百万元):	52,073.96	(+/-)YOY(%)	9.6%	-53.9%	-8.2%	15.2%	11.5%
每股净资产(元):	7.15	全面摊薄 EPS(元)	1.65	0.76	0.70	0.80	0.90
资料来源：公司公告		毛利率(%)	35.6%	28.0%	28.6%	30.2%	32.0%
		净资产收益率(%)	24.0%	10.6%	9.2%	9.9%	10.3%

资料来源：公司年报 (2022-2023)，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	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.76	0.70	0.80	0.90
每股净资产	7.15	7.61	8.13	8.71
每股经营现金流	0.22	1.64	1.86	2.14
每股股利	0.28	0.24	0.28	0.31
价值评估(倍)				
P/E	12.93	14.35	12.46	11.17
P/B	1.37	1.32	1.23	1.15
P/S	2.70	2.39	2.08	1.96
EV/EBITDA	10.21	6.02	5.23	4.53
股息率%	2.8%	2.4%	2.8%	3.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	28.0%	28.6%	30.2%	32.0%
净利润率	20.5%	16.7%	16.7%	17.5%
净资产收益率	10.6%	9.2%	9.9%	10.3%
资产回报率	5.8%	5.2%	5.8%	6.1%
投资回报率	5.5%	7.2%	7.8%	8.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-26.3%	12.6%	15.1%	6.2%
EBIT 增长率	-51.4%	32.8%	12.0%	10.0%
净利润增长率	-53.9%	-8.2%	15.2%	11.5%
偿债能力指标				
资产负债率	42.4%	40.2%	38.7%	37.6%
流动比率	0.9	1.1	1.4	1.6
速动比率	0.6	0.7	1.0	1.2
现金比率	0.2	0.3	0.5	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	36.2	36.2	36.2	36.2
存货周转天数	154.5	154.5	154.5	154.5
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
固定资产周转率	0.5	0.5	0.7	0.8

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,044	2,796	3,220	3,591
少数股东损益	113	104	119	133
非现金支出	2,093	4,320	4,544	4,895
非经营收益	-738	-81	361	340
营运资金变动	-3,644	-582	-790	-381
经营活动现金流	867	6,556	7,454	8,578
资产	83	-2,800	-2,981	-4,167
投资	-473	-149	-191	-170
其他	488	84	96	102
投资活动现金流	98	-2,865	-3,076	-4,234
债权募资	-258	-1,244	-693	290
股权募资	60	0	0	0
其他	-272	-1,454	-1,555	-1,670
融资活动现金流	-470	-2,697	-2,248	-1,380
现金净流量	496	994	2,131	2,964

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 20 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	14,876	16,755	19,287	20,486
营业成本	10,710	11,967	13,459	13,927
毛利率%	28.0%	28.6%	30.2%	32.0%
营业税金及附加	222	250	287	305
营业税金率%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	173	194	224	238
营业费用率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	703	792	771	1,024
管理费用率%	4.7%	4.7%	4.0%	5.0%
研发费用	519	585	673	715
研发费用率%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
EBIT	2,849	3,783	4,238	4,661
财务费用	232	475	428	413
财务费用率%	1.6%	2.8%	2.2%	2.0%
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	209	84	96	102
营业利润	3,776	3,442	3,958	4,410
营业外收支	-68	-30	-29	-29
利润总额	3,708	3,411	3,929	4,381
EBITDA	4,920	8,103	8,782	9,556
所得税	550	512	589	657
有效所得税率%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	113	104	119	133
归属母公司所有者净利润	3,044	2,796	3,220	3,591

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,126	4,120	6,251	9,215
应收账款及应收票据	2,463	2,774	3,194	3,392
存货	4,533	5,065	5,697	5,895
其它流动资产	3,265	3,630	4,120	4,350
流动资产合计	13,388	15,589	19,261	22,852
长期股权投资	1,652	1,800	1,991	2,161
固定资产	31,859	30,614	28,279	27,031
在建工程	3,086	3,206	3,846	4,246
无形资产	1,065	1,139	1,236	1,322
非流动资产合计	38,686	37,788	36,387	35,799
资产总计	52,074	53,377	55,648	58,651
短期借款	6,246	5,403	3,910	4,050
应付票据及应付账款	3,381	3,778	4,249	4,397
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	4,825	5,054	5,334	5,432
流动负债合计	14,453	14,235	13,493	13,879
长期借款	5,241	4,841	5,641	5,791
其它长期负债	2,382	2,382	2,382	2,382
非流动负债合计	7,623	7,223	8,023	8,173
负债总计	22,076	21,458	21,516	22,052
实收资本	4,003	4,003	4,003	4,003
普通股股东权益	28,642	30,459	32,553	34,887
少数股东权益	1,356	1,460	1,579	1,712
负债和所有者权益合计	52,074	53,377	55,648	58,651

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

	类别	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；	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。
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。	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经营范围包括证券投资咨询业务。