

# 中国巨石 (600176)

## 2023 年年报点评: 行业底部明确, 盈利改善可期

买入 (维持)

2024 年 03 月 21 日

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

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	20,192	14,876	17,291	21,393	25,904
同比	2.46%	-26.33%	16.24%	23.72%	21.08%
归母净利润 (百万元)	6,610	3,044	2,098	3,072	4,084
同比	9.65%	-53.94%	-31.10%	46.44%	32.93%
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.65	0.76	0.52	0.77	1.02
P/E (现价&最新摊薄)	5.96	12.94	18.78	12.82	9.65

### 投资要点

- **事件:** 公司披露 2023 年年报, 全年分别实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润 148.8/30.4/19.0 亿元, 同比-26.3%/-53.9%/-56.6%, 基本符合我们的预期。
- **供强需弱下全年行业景气加速下行, 产品价格底部特征明显:** 2023 年全球经济环境不确定性加大, 增长动力不足, 玻纤行业内需未见明显修复, 海外需求不确定性进一步加强, 行业整体需求增速放缓; 与此同时, 供应端仍略有新增产能, 且面临外围产业资本新进入压力, 市场整体信心不足, 年内玻纤价格进一步探底, 全年国内无碱缠绕直接纱 2400tex 单吨均价同比 2022 年下跌 1505 元至 3761 元, 且 24Q1 未见明显改善。
- **公司粗纱及电子布销量逆势增长, 价格下降导致盈利水平承压, 海外盈利优于国内。** (1) 全年玻纤及制品实现营业收入 144.2 亿元, 同比-14.5%, 主要是受到产品价格承压影响; 公司在下行周期中稳步扩张产能、开拓高端市场、加速提升市场份额, 粗纱/电子布实现销量 248.1 万吨/8.36 亿米, 同比+17.6%/+19.1%; (2) 2023 年整体毛利率为 28.0%, 同比-7.6pct, 其中玻纤及制品实现毛利率 27.6%, 同比-13.9pct, 且 Q1-4 单季度毛利率逐季下滑; (3) 国内/外毛利率分别为 22.9%/34.5%, 海外利润表现优于国内。
- **期间费用率水平同比略增, 资产处置收益同比下滑。** 2023 年全年期间费用率为 10.9%, 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%, 同比+0.4/+1.3/+0.6/+0.2pct; 分母端收入下滑导致各项期间费用率均有提升, 其中管理费用率同比+1.3pct 主要是由于租赁费用及停工损失增加。此外, 公司 2023 年全年资产处置收益大幅下滑 63.7%至 9.4 亿元; 2023 年公司实现销售净利率 21.2%, 同比下滑 12.6pct。
- **资本开支速度受现金水平下降影响而放缓, 资产负债率水平同比小幅增加。** 公司 2023 年实现经营活动净现金流 8.7 亿元, 同比-79.0%, 主要受利润水平下降的影响; 全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产现金流为 14.6 亿元, 同比-73.7%; 截至 2023 年末公司带息债务余额为 145.1 亿元, 同比+20.0 亿元, 资产负债率为 42.4%, 同比+1.6pct。
- **2024 年行业供需格局有望改善, 景气有望筑底回暖。** 经历前期末明显下调后, 粗纱价格在二三线企业成本支撑下有望逐步趋稳, 中期新增供给在行业景气位于底部区间下有望进一步放缓, 随着在建产能逐步释放和消化, 行业供需格局有望出现改善信号。中长期来看, 落后产能出清有望加速, 行业容量在新应用落地催化下有望持续增长, 产品结构的调整有利于龙头构筑新的壁垒, 盈利稳定性也将提升。
- **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, 销量逆势增长, 盈利水平优于行业; 且公司积极推进光伏边框等增量需求, 有望带来新的增长点。但短期需求疲弱叠加行业新增产能尚未完全释放, 供需平衡修复有待时日, 因此我们下调公司 2024-2025 年归母净利润预测为 21.0/30.7 亿元 (原值为 32.9/55.0 亿元), 新增 2026 年归母净利润预测为 40.8 亿元, 3 月 22 日收盘价对应 2024-2026 年市盈率分别为 18.8/12.8/9.7 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风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	9.84
一年最低/最高价	8.50/16.50
市净率(倍)	1.38
流通 A 股市值(百万元)	39,390.87
总市值(百万元)	39,390.87

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.15
资产负债率(% ,LF)	42.39
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 年三季度报点评: 粗纱景气继续下探, 电子布盈利改善可期》

2023-10-24

《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

## 内容目录

1. 事件 .....	4
2. 点评 .....	4
3. 盈利预测与评级 .....	6
4. 风险提示 .....	6

## 图表目录

图 1: 国内样本厂商原纱库存 (截至 2024 年 2 月, 万吨) .....	4
图 2: 缠绕直接纱 2400tex 主流报价 (元/吨) .....	4
图 3: 公司粗纱及制品、电子布销量 .....	5
图 4: 公司单季度毛利率、销售净利率情况 .....	5
图 5: 公司资本开支情况 .....	5
图 6: 公司带息债务与资产负债率情况 .....	5

## 1. 事件

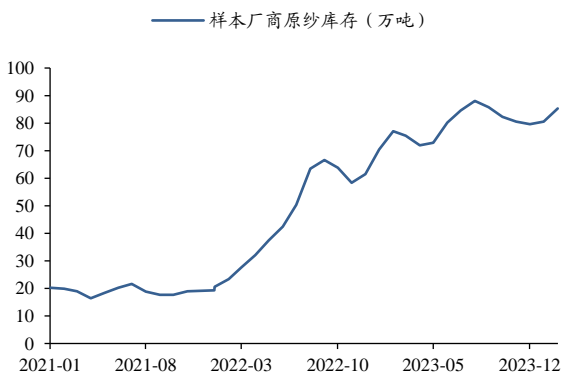
公司披露 2023 年年报，全年分别实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润 148.8/30.4/19.0 亿元，同比-26.3%/-53.9%/-56.6%；其中，单四季度分别实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润 34.5/3.7/2.7 亿元，同比-15.6%/-66.1%/-64.9%，基本符合我们的预期。

## 2. 点评

**供强需弱下全年行业景气加速下行，产品价格底部特征明显。**2023 年全年全球经济环境不确定性加大，增长动力不足，玻纤行业内需未见明显修复，海外需求不确定性进一步加强，行业整体需求增速放缓；与此同时，供应端仍略有新增产能，且面临外围产业资本新进入压力，导致市场整体信心不足。

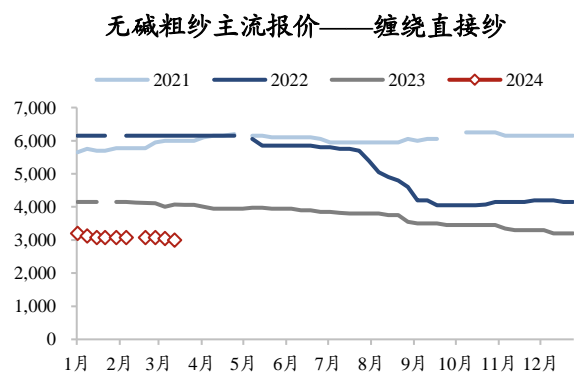
根据卓创资讯统计，行业库存水平自 2022 年起波动上行，并于 2023 年 8 月达到阶段性高点 88.1 万吨，供强需弱格局下年内玻纤价格进一步探底，全年国内无碱缠绕直接纱 2400tex 单吨均价同比 2022 年下跌 1505 元至 3761 元，23Q1-Q4 单吨均价分别为 4060/3910/3500/3240 元，且 24Q1 未见明显改善。

图1：国内样本厂商原纱库存(截至 2024 年 2 月,万吨)



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图2：缠绕直接纱 2400tex 主流报价 (元/吨)



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

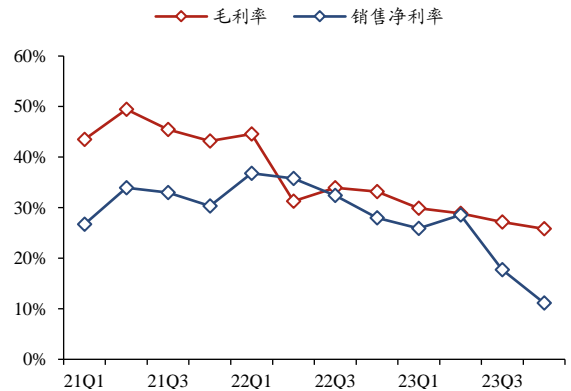
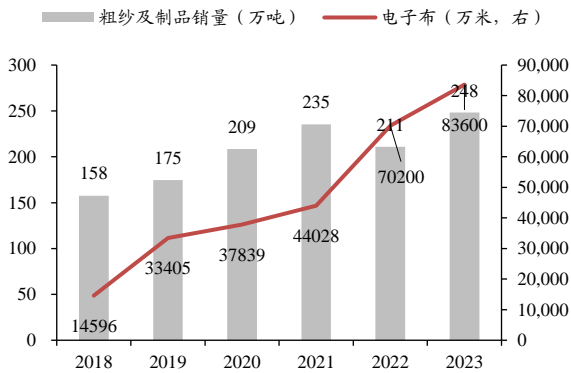
**公司粗纱及电子布销量逆势增长，价格下降导致盈利水平承压，海外盈利优于国内。**

(1) 全年玻纤及制品实现营业收入 144.2 亿元，同比-14.5%，同比下滑主要是受到行业整体景气加速下行产品价格承压影响；公司在下行周期中采取稳步扩张产能、开拓高端市场、加速提升市场份额等举措，2023 全年粗纱/电子布分别实现销量 248.1 万吨/8.36 亿米，同比分别+17.6%/+19.1%，且我们测算 23Q4 公司粗纱销量环比 Q3 继续提升；(2) 公司 2023 年整体毛利率为 28.0%，同比下滑 7.6pct，其中玻纤及制品实现毛利率为 27.6%，同比下滑 13.9pct；公司 23Q1-4 分别实现毛利率 29.9%/28.9%/27.1%/25.8%，单季度毛利率逐季下滑；(3) 分地区来看，公司全年国内/外分别实现主营业务收入 90.0/55.6 亿元，

同比分别-10.3%/-26.1%，毛利率分别为 22.9%/34.5%，海外利润表现优于国内。

图3: 公司粗纱及制品、电子布销量

图4: 公司单季度毛利率、销售净利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

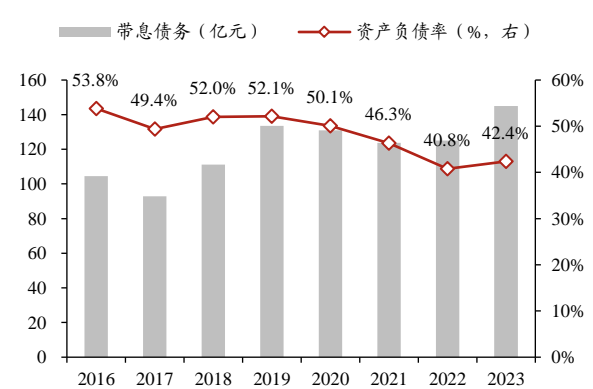
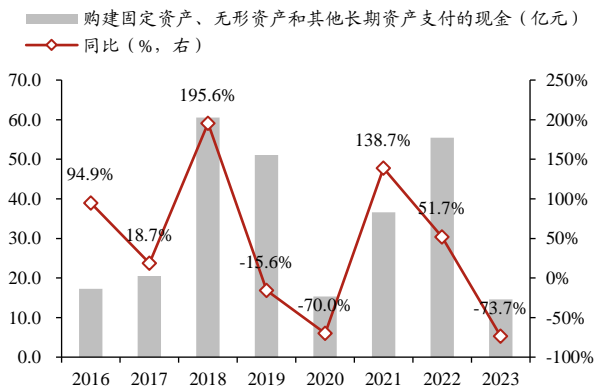
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**期间费用率水平略增, 资产处置收益同比下滑。**公司 2023 全年期间费用率为 10.9%，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%，同比分别+0.4/+1.3/+0.6/+0.2pct；分母端收入下滑导致各项期间费用率均有提升，其中管理费用率同比+1.3pct 主要是由于租赁费用及停工损失增加所致。此外，公司 2023 全年资产处置收益大幅下滑 63.7%至 9.4 亿元，或因铂铑合金处置减缓所致。2023 年公司实现销售净利率 21.2%，同比下滑 12.6pct。

**资本开支受现金水平下降影响而放缓, 资产负债率水平同比小幅增加。**公司 2023 年实现经营活动净现金流 8.7 亿元，同比-79.0%，主要受利润水平下降的影响；全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产现金流为 14.6 亿元，同比-73.7%；截至 2023 年末公司带息债务余额为 145.1 亿元，同比+20.0 亿元，资产负债率为 42.4%，同比+1.6pct。

图5: 公司资本开支情况

图6: 公司带息债务与资产负债率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**2024 年行业供需格局有望改善, 景气有望筑底回暖。**经历前期明显下调后，粗纱价格在二三线企业成本支撑下有望逐步趋稳，中期新增供给在行业景气位于底部区间下有望进一步放缓，随着在建产能逐步释放和消化，行业供需格局有望出现改善信号。中长

期来看，落后产能出清有望加速，玻纤成本的下降也为新应用的拓展和渗透率的提升提供催化剂，行业容量有望持续增长，产品结构的调整有利于龙头构筑新的壁垒，盈利稳定性也将提升。

### 3. 盈利预测与评级

公司在行业下行期把握高端市场机会，立足成本优势，销量逆势增长，且在盈利方面也取得优于行业的表现。随着淮安零碳基地与九江智能制造产线投产，公司生产效率有望进一步提升，进一步夯实成本优势，且公司积极推进光伏边框等下游增量需求，推进重点客户开展认证工作，有望带来新的业务增长点。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，因此我们下调公司 2024-2025 年归母净利润预测为 21.0/30.7 亿元（原值为 32.9/55.0 亿元），新增 2026 年归母净利润预测为 40.8 亿元，3 月 22 日收盘价对应 2024-2026 年市盈率分别为 18.8/12.8/9.7 倍，维持“买入”评级。

### 4. 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。

## 中国巨石三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>13,388</b>	<b>14,179</b>	<b>16,232</b>	<b>19,686</b>	<b>营业总收入</b>	<b>14,876</b>	<b>17,291</b>	<b>21,393</b>	<b>25,904</b>
货币资金及交易性金融资产	3,130	3,388	4,237	6,346	营业成本(含金融类)	10,710	13,484	15,766	18,455
经营性应收款项	3,943	4,111	4,706	5,317	税金及附加	222	258	319	386
存货	4,533	4,869	5,255	5,639	销售费用	173	201	248	300
合同资产	0	0	0	0	管理费用	703	744	920	1,114
其他流动资产	1,782	1,811	2,034	2,385	研发费用	519	657	813	984
<b>非流动资产</b>	<b>38,686</b>	<b>38,914</b>	<b>38,939</b>	<b>39,022</b>	财务费用	232	173	214	259
长期股权投资	1,652	1,552	1,452	1,402	加:其他收益	322	259	321	389
固定资产及使用权资产	31,883	32,696	33,007	32,828	投资净收益	209	30	40	40
在建工程	3,086	2,586	2,386	2,686	公允价值变动	14	0	0	0
无形资产	1,065	1,080	1,093	1,106	减值损失	(22)	(32)	(36)	(41)
商誉	470	470	470	470	资产处置收益	935	600	400	300
长期待摊费用	3	3	3	3	<b>营业利润</b>	<b>3,776</b>	<b>2,633</b>	<b>3,838</b>	<b>5,093</b>
其他非流动资产	528	528	528	528	营业外净收支	(68)	(79)	(98)	(119)
<b>资产总计</b>	<b>52,074</b>	<b>53,094</b>	<b>55,171</b>	<b>58,708</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,708</b>	<b>2,554</b>	<b>3,740</b>	<b>4,975</b>
<b>流动负债</b>	<b>14,453</b>	<b>14,115</b>	<b>14,067</b>	<b>14,284</b>	减:所得税	550	378	555	740
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,949	7,649	7,649	7,849	<b>净利润</b>	<b>3,157</b>	<b>2,175</b>	<b>3,186</b>	<b>4,235</b>
经营性应付款项	3,381	3,034	2,540	2,051	减:少数股东损益	113	78	114	151
合同负债	507	605	749	907	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,044</b>	<b>2,098</b>	<b>3,072</b>	<b>4,084</b>
其他流动负债	2,615	2,827	3,129	3,477	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.76	0.52	0.77	1.02
非流动负债	7,623	7,523	7,523	8,023	EBIT	2,849	2,727	3,954	5,234
长期借款	5,241	5,041	4,841	5,141	EBITDA	4,920	3,948	5,180	6,450
应付债券	800	900	1,100	1,300	毛利率(%)	28.00	22.02	26.30	28.76
租赁负债	14	14	14	14	归母净利率(%)	20.47	12.13	14.36	15.76
其他非流动负债	1,569	1,569	1,569	1,569	收入增长率(%)	(26.33)	16.24	23.72	21.08
<b>负债合计</b>	<b>22,076</b>	<b>21,638</b>	<b>21,590</b>	<b>22,307</b>	归母净利润增长率(%)	(53.94)	(31.10)	46.44	32.93
归属母公司股东权益	28,642	30,022	32,033	34,703					
少数股东权益	1,356	1,434	1,548	1,699					
<b>所有者权益合计</b>	<b>29,998</b>	<b>31,456</b>	<b>33,581</b>	<b>36,402</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>52,074</b>	<b>53,094</b>	<b>55,171</b>	<b>58,708</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	867	2,565	3,104	4,201	每股净资产(元)	7.15	7.50	8.00	8.67
投资活动现金流	98	(899)	(908)	(1,079)	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	(470)	(1,408)	(1,348)	(1,013)	ROIC(%)	5.72	5.22	7.30	9.10
现金净增加额	496	258	848	2,109	ROE-摊薄(%)	10.63	6.99	9.59	11.77
折旧和摊销	2,070	1,222	1,225	1,217	资产负债率(%)	42.39	40.75	39.13	38.00
资本开支	83	(1,029)	(1,048)	(1,169)	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.94	18.78	12.82	9.65
营运资本变动	(3,644)	(588)	(1,274)	(1,354)	P/B (现价)	1.38	1.31	1.23	1.14

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。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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>