

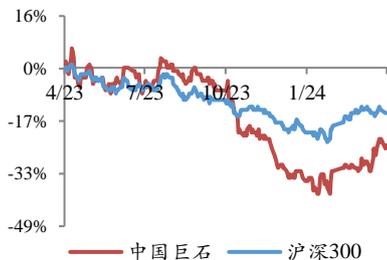
全年业绩短期承压，底部涨价盈利待修复

投资评级：增持（首次）

报告日期：2024-04-11

收盘价（元）	10.92
近 12 个月最高/最低（元）	16.50/8.50
总股本（百万股）	4,003
流通股本（百万股）	4,003
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	437
流通市值（亿元）	437

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：杨光

执业证书号：S0010523030001

电话：13003192992

邮箱：yangg@hazq.com

联系人：季雨夕

执业证书号：S0010123070055

电话：15362124429

邮箱：jiyuxi@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 2023 年业绩短期承压，底部涨价盈利待修复

中国巨石是全球玻纤行业领先企业，主营业务为玻璃纤维及制品的生产和销售，主要产品分 20 多个种类，近 500 个品种。2023 年公司实现营业收入 148.76 亿元，同比减少 26.33%；实现归母净利润 30.44 亿元，同比减少 53.94%。2023 年全球需求增长动力不足，供需失衡问题持续影响行业发展，玻纤产品销售价格大幅下降，导致公司营业收入和毛利率显著下降，影响公司短期业绩。扣除资产处置影响，公司 2023 年业绩回归至 2017-2020 年平台位置。近日巨石对产品价格进行恢复性调整，直接纱提价 200-400 元/吨，丝饼纱（合股纱）提价 300-600 元/吨（已签订的合同仍按原合同执行），公司粗纱毛利率有望企稳回升。

● 规模与成本优势显著，全球化布局显著提升产品竞争力

公司现拥有玻纤纱产能超过 270 万吨，规模优势显著，吨成本中枢约为 3200 元/吨，远低于同业平均水平，成本优势源于对生产环节的极致把控：（1）原材料：公司叶腊石采购价格平均在 440 元/吨，单吨玻纤在叶腊石采购环节可比行业内其他企业低 144 元；（2）能源：“纯氧燃烧技术”能耗可大幅度降低到 0.40 吨标煤/吨纱左右，废气排放量减少 80%，淮安工厂打造全球玻纤行业首个零碳智能制造基地；（3）人工：公司以智能制造为第四次创业的核心，产线不断升级优化带动人均生产效率不断提高，单吨玻纤生产人员从 2014 年 52 人下降至 2022 年的 43 人。此外，公司在全球 14 个国家和地区建立了生产基地和销售网络，现拥有桐乡、江西、成都、埃及、美国五大生产基地，采取“以内供内、以外供外”的经营模式，可有效减少关税成本，进一步提高产品竞争力。

● 高端产品性能不断提升，结构升级打开第二成长曲线

粗纱产品，E8 玻纤产品成功应用于海上最长 126 米风电叶片和陆上直径最长 216 米风电叶片，E9 玻纤模量超过 100GPa，处于全球领先水平，目前已实现池窑化量产，高端产品性能进一步迭代升级。同时公司积极推进光伏组件用复合材料边框的使用，按照未来五年全球光伏市场的发展趋势，理论上光伏边框领域将具备百万吨玻纤市场需求。细纱产品，2023 年桐乡总部年产 5 万吨电子纱配套 1.6 亿米电子布生产线冷修技改项目完成改造，现有电子布产能 9.6 亿米，目前下游电子布复苏迹象明显，企业库存处于低位，且今年无新增电子布产能，预计电子布有望触底反弹，公司有望集中受益。

● 投资建议

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 25.41、32.06、40.43 亿元，同比增速为-16.5%、26.2%、26.1%。对应 PE 分别为 17、13、11 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

- (1) 下游需求复苏不及预期风险;
- (2) 玻纤价格进一步下跌风险;
- (3) 原材料价格上涨风险;
- (4) 行业竞争加剧的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	14876	16409	18917	20468
收入同比 (%)	-26.3%	10.3%	15.3%	8.2%
归属母公司净利润	3044	2541	3206	4043
净利润同比 (%)	-53.9%	-16.5%	26.2%	26.1%
毛利率 (%)	28.0%	25.7%	27.5%	30.6%
ROE (%)	10.6%	8.1%	9.3%	10.5%
每股收益 (元)	0.76	0.63	0.80	1.01
P/E	12.93	16.93	13.42	10.64
P/B	1.37	1.38	1.25	1.12
EV/EBITDA	10.21	9.70	8.02	7.04

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 2023 年业绩短期承压，底部涨价盈利待修复.....	5
2 规模效应优势显著，产品升级拓展高端需求.....	8
2.1 规模与成本优势显著，全球化布局提升产品竞争力	8
2.2 高端产品性能不断提升，结构升级打开第二成长曲线	13
3 投资建议	14
风险提示:	16
财务报表与盈利预测	17

图表目录

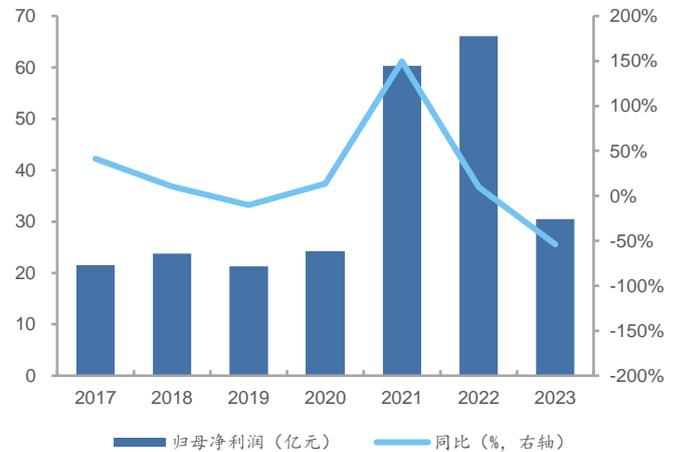
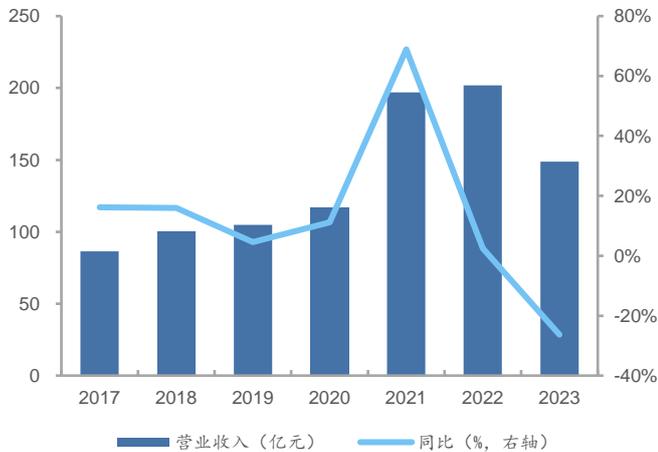
图表 1 公司营业收入及增速.....	5
图表 2 公司归母净利润及增速.....	5
图表 3 公司毛利率和净利率水平下滑.....	6
图表 4 公司期间费用率略有上升.....	6
图表 5 公司经营性现金流有所下滑.....	6
图表 6 公司资产负债率.....	6
图表 7 2021 年开始公司出售铈粉获得资产处置收益.....	7
图表 8 公司产能逐步提升, 规模效应明显.....	8
图表 9 公司单吨玻纤期间费用逐年减少.....	8
图表 10 各公司玻纤及制品单吨生产成本对比.....	9
图表 11 公司毛利率水平持续领先 (%).....	9
图表 12 公司扣非吨净利处于同业较高水平.....	9
图表 13 收购磊石微粉和金石公司, 降低原材料成本和制造费用, 保障原材料供应.....	10
图表 14 公司原材料成本约占整体成本 30%.....	10
图表 15 公司叶腊石采购价格显著低于同行.....	10
图表 16 公司单吨天然气耗用整体减少.....	11
图表 17 公司淮安零碳智能制造基地项目.....	11
图表 18 公司智能制造工厂.....	12
图表 19 公司单吨玻纤生产人员呈减少趋势.....	12
图表 20 公司现有基地及产能.....	12
图表 21 公司产品物理及电性能.....	13
图表 22 公司电子布营收占比呈增长趋势.....	14
图表 23 公司营业收入拆分.....	14

1 2023 年业绩短期承压，底部涨价盈利待修复

下游需求复苏缓慢，公司业绩短期承压。中国巨石是全球玻纤行业领先企业，主营业务为玻璃纤维及制品的生产和销售，主要产品分 20 多个种类，近 500 个品种。2023 年公司实现营业收入 148.76 亿元，同比减少 26.33%；实现归母净利润 30.44 亿元，同比减少 53.94%；实现扣非归母净利润 18.98 亿元，同比减少 56.64%。2023 年全球经济环境不确定性加大，需求增长动力不足，供需失衡问题持续影响行业发展，玻纤产品销售价格大幅下降，导致公司营业收入和毛利率下降；扣除资产处置影响，2023 年业绩回归至 2017-2020 年平台位置。

图表 1 公司营业收入及增速

图表 2 公司归母净利润及增速

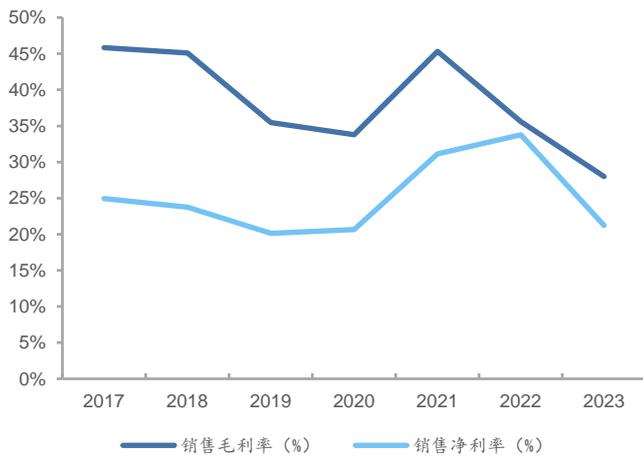


资料来源：iFinD，华安证券研究所

资料来源：iFinD，华安证券研究所

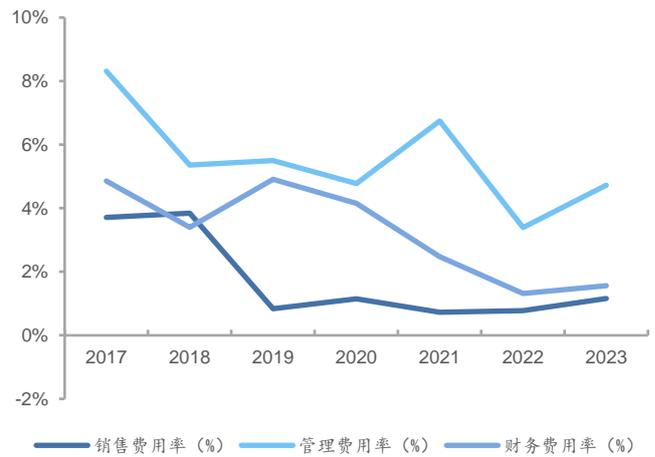
毛利率显著下滑，期间费用略有上升。公司 2023 年毛利率为 28%，同比减少 7.6 个百分点；净利率为 21.22%，同比减少 12.55 个百分点。2023 年下半年以来，下游需求整体较弱，且市场仍有新增供给产生，导致整体玻纤价格持续走低，毛利率水平快速下降。2023 年公司销售费率为 1.16%，同比上升 0.38 个百分点；管理费用率为 4.72%，同比上升 1.33 个百分点；财务费用率为 1.56%，同比上升 0.24 个百分点。期间费用整体略有增加，主要是由于公司积极拓展销售渠道所致，运费增加、租赁费用及停工损失有所增加。

图表 3 公司毛利率和净利率水平下滑



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

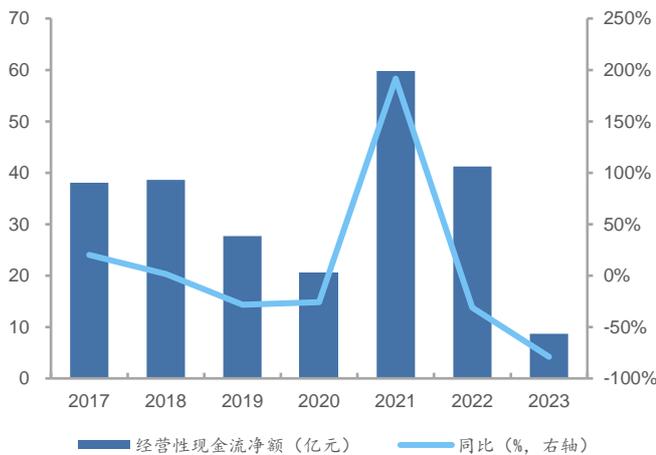
图表 4 公司期间费用率略有上升



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

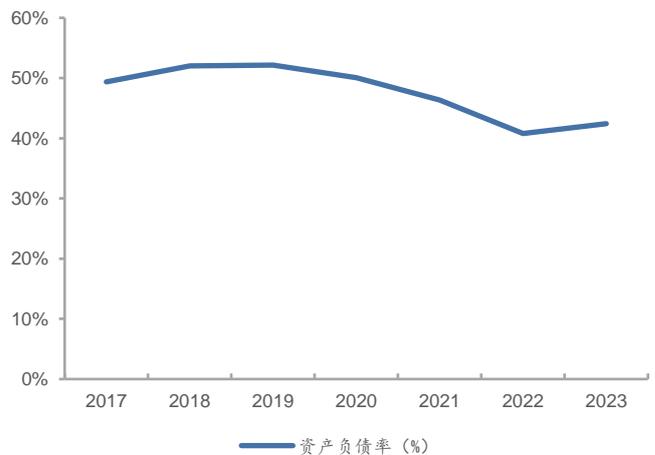
经营性现金流下滑明显, 资产负债率略有上升。公司 2023 年经营性现金流为 8.67 亿元, 同比下降 78.97%, 主要是由于公司销售商品收到的现金和银行承兑汇票到期托收减少所致; 资产负债率为 42.39%, 同比增长 3.94 个百分点。

图表 5 公司经营性现金流有所下滑



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

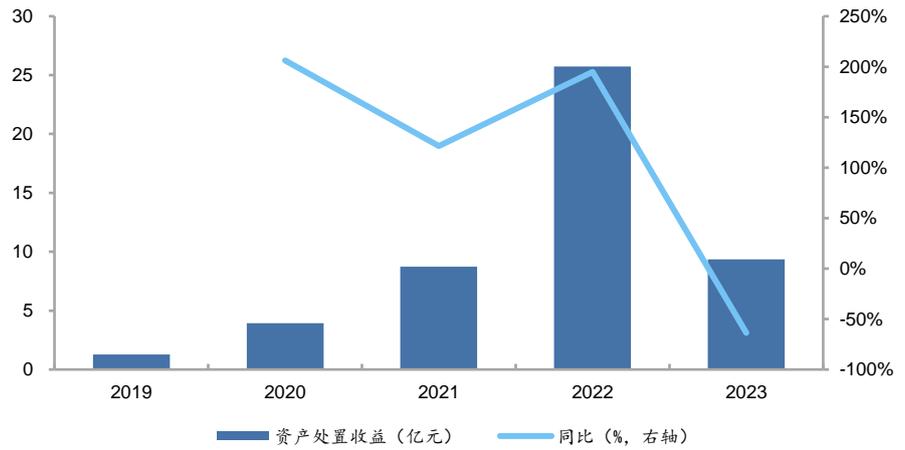
图表 6 公司资产负债率



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

技术创新铈粉使用量减少, 公司通过出售铈粉库存获得资产处置收益。2020 年公司成都 25 万吨玻纤智能制造生产基地全面投产, 分期确认搬迁补偿金额及损益确认处置收益 3.51 亿元; 2021 年起公司通过技术创新减少铈粉使用量, 并择时出售铈粉增厚利润, 2021 年通过出售铈粉实现处置收益 6.9 亿元, 2022 年实现 25.74 亿元。2023 年公司整体资产处置收益为 9.35 亿元, 我们认为仍有大部分来源于铈粉出售。

图表 7 2021 年开始公司出售铈粉获得资产处置收益



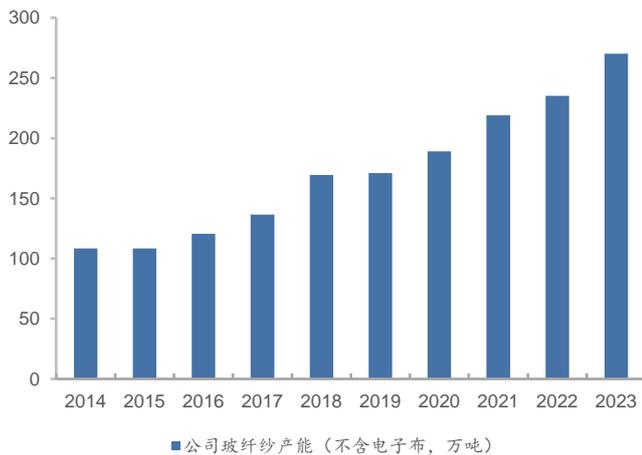
资料来源：各公司公告，华安证券研究所

2 规模效应优势显著，产品升级拓展高端需求

2.1 规模与成本优势显著，全球化布局提升产品竞争力

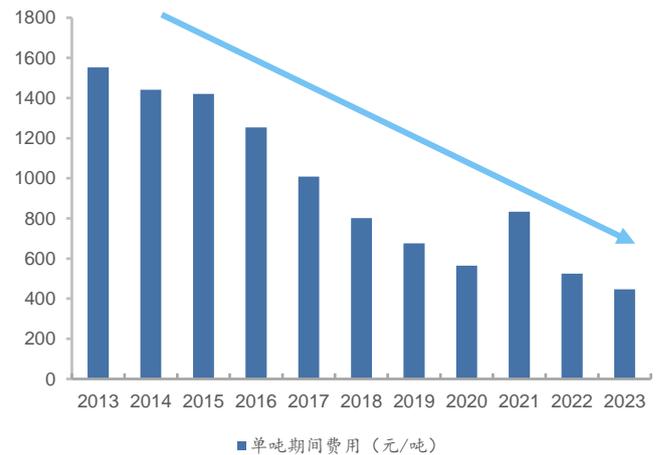
规模优势不断强化，吨费用逐年减少。玻纤行业具有重资产特征，根据巨石融资募集说明书，以粗纱为例，每万吨玻纤产能需要投资 1.5 亿元左右，因此每年的折旧摊销数额较大。公司现拥有玻纤纱产能超过 270 万吨（不含电子纱），国内市占率超 40%，全球市占率超 30%，规模优势遥遥领先；同时规模优势不断强化，2023 年上半年九江智能制造基地首条生产线点火投产，年产能 20 万吨玻纤粗纱，实现当前行业单体最大池窑达产达标新纪录。公司玻纤吨费用从 2013 年的 1552.75 元/吨下降至 2023 年的 446.08 元/吨，费用摊薄较为明显，其中仅 2021 年期间费用增加，主要因为计提超额利润分享使得职工薪酬增加所致。

图表 8 公司产能逐步提升，规模效应明显



资料来源：公司官网，华安证券研究所

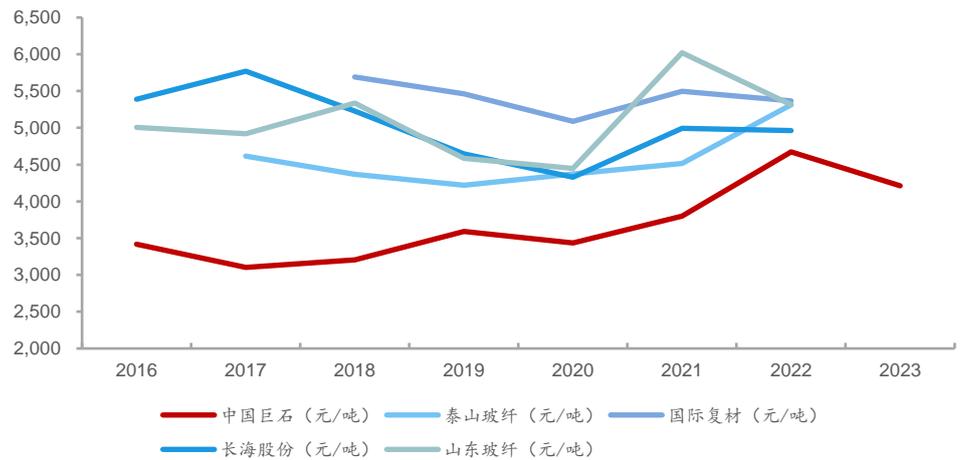
图表 9 公司单吨玻纤期间费用逐年减少



资料来源：公司跟踪评级报告，华安证券研究所

公司玻纤吨成本始终位于行业最低水平，但差距有所收窄。2016-2020 年，巨石吨成本中枢约为 3200 元/吨，较行业水平低 500-1000 元/吨，成本优势显著。2021 年-2022 年差距有所缩小，主要由于上游原材料和能源价格持续上涨，公司长协产品占比较大，且生产基地所在地区能源价格无优势。

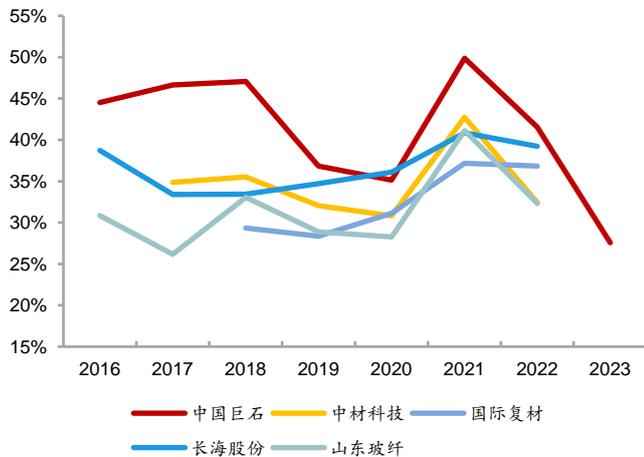
图表 10 各公司玻纤及制品单吨生产成本对比



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

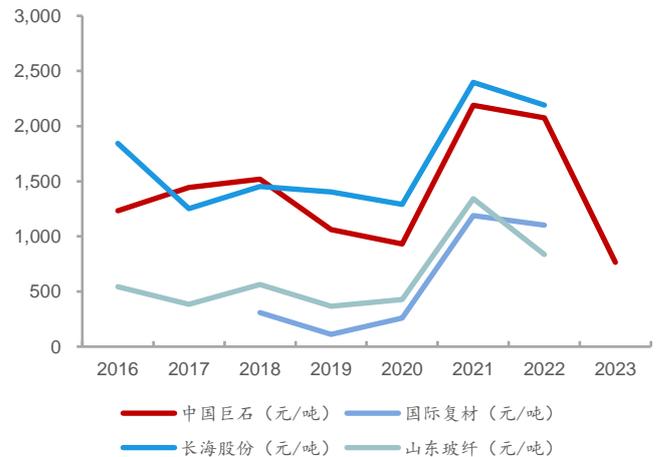
盈利能力显著高于行业平均。公司的毛利率和扣非吨净利始终位于行业较高水平，且 2020 年以前差距更大。2023 年受需求较弱影响，行业盈利情况均有所收窄；2023 年巨石玻纤及制品毛利率降至 27.57%，玻纤扣非吨净利为 764.86 元/吨。

图表 11 公司毛利率水平持续领先 (%)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 12 公司扣非吨净利处于同业较高水平



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

注：长海股份主要以销售玻纤制成品为主，中国巨石主要以销售玻纤纱为主，两者产品结构有差异。

公司始终保持领先的成本优势，源于对各个生产环节极致的成本把控：

(1) 收购磊石微粉和金石公司，降低原材料成本和制造费用，保障原材料供应：

公司分别于 2012 年 6 月和 2013 年 9 月，收购桐乡金石和桐乡磊石 75% 和 25% 的股权，在提高盈利能力和漏板使用效率的同时，保障了自身原材料的稳定供应。

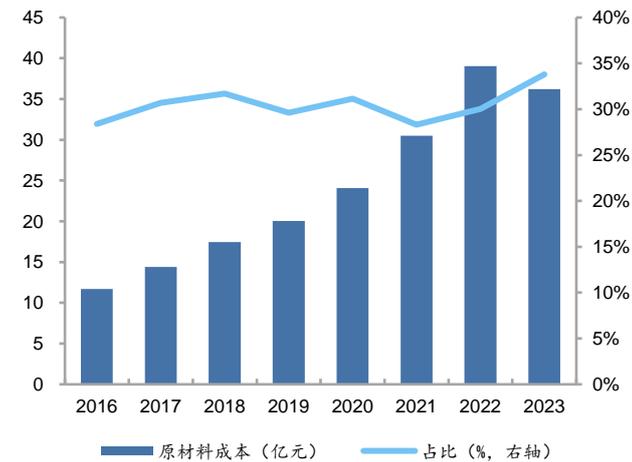
图表 13 收购磊石微粉和金石公司，降低原材料成本和制造费用，保障原材料供应

时间	交易标的	交易金额 (亿元)	收购方式
2012 年	桐乡金石贵金属有限公司 (桐乡金石) 75%股权	3.28	现金收购
	桐乡磊石微粉有限公司 (桐乡磊石) 75%股权	4.19	
2013 年	桐乡金石贵金属有限公司 (桐乡金石) 25%股权	1.20	现金收购
	桐乡磊石微粉有限公司 (桐乡磊石) 25%股权	1.31	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

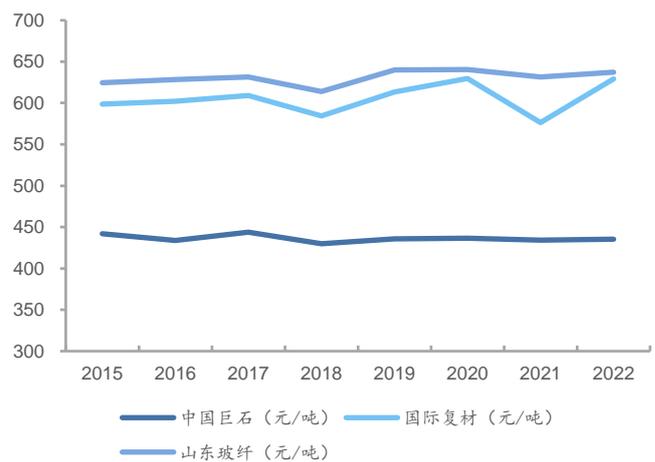
叶腊石采购价格显著低于同行。公司的原材料成本约占整体生产成本的 30%，其中主要以叶腊石、石灰石等为主。目前叶腊石部分由全资子公司桐乡磊石提供，其现有叶腊石微粉产能 130 万吨/年，可较大程度满足巨石叶腊石采购需求。巨石的叶腊石采购价格平均在 440 元/吨，而行业内其他企业采购价格平均在 620 元/吨，若按照 1 吨玻纤需要 0.8 吨叶腊石计算，公司单吨玻纤在叶腊石部分可比行业内其他企业低 144 元。此外，巨石实现浸润剂的自研国产替代，根据公司跟踪评级报告，自研浸润剂成功使得玻纤单吨成本降低 400-500 元。

图表 14 公司原材料成本约占整体成本 30%



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 15 公司叶腊石采购价格显著低于同行



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

注：鉴于叶腊石价格整体比较稳定，为方便比较，中国巨石 2019-2022 年数据、国际复材 2015-2017 年数据、山东玻纤 2015-2017 和 2021-2022 年数据均为根据现有可获得数据的 3 年移动平均数计算得出。

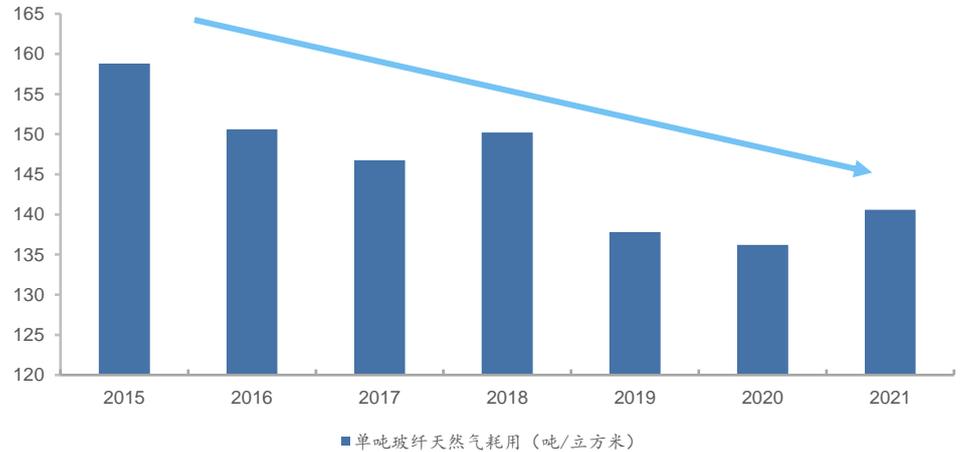
(2) 纯氧燃烧降低能耗，淮安基地打造玻纤行业零碳智造标杆

天然气和电力是玻璃纤维生产的重要能源，约占其生产成本的 30%。一方面，公司的玻纤制造全部采用最先进的全氧燃烧技术，根据中国玻璃纤维信息网资料，传统的陶土坩埚法玻纤的平均能耗为 5 吨标煤/吨纱；铂金坩埚法玻纤的平均能耗为 2-4 吨标煤/吨纱；而池窑法玻纤的平均能耗则下降到 1 吨标煤/吨纱；采用“纯氧燃烧技术”能耗可大幅度降低到 0.40 吨标煤/吨纱左右，废气排放量减少 80%，有效降低了 NO₂ 的排放。

另一方面，为保障供气的稳定性，公司建立了多样化的应急能源储备：(1) 公司建有天然气气源站以及大型液化气储气罐，所储存燃料可以保障公司 7 天左右的

正常生产；(2) 2022 年上半年开工建设一座桐乡生产基地燃气站及配套管线，配备 LNG、管输天然气双气源，以进一步提升燃气供应的稳定性和连续性；(3) 配有车载压缩天然气，作为进一步的临时用气储备与补充。同时，公司还与相关机构签订紧急购买协议，该协议保证公司可以在 2~12 小时内获得可使用的应急天然气。

图表 16 公司单吨天然气耗用整体减少



资料来源：公司跟踪评级报告，华安证券研究所

积极响应“双碳”目标，打造全球玻纤行业首个零碳智能制造基地。公司积极践行绿色发展，截至目前共推进绿色创新 136 项；实现单位产品综合能耗优于行业规范值 36%、单位产品碳排放量优于行业水平 21%，远远领先行业平均水平；水资源循环利用率达 97.7%；推广分布式光伏项目建设，提高绿色能源使用比例，已完成装机容量 104 兆瓦，年发电量可达 1 亿千瓦时。公司淮安玻璃纤维零碳智能制造基地一期项目于 2023 年 2 月正式开工，项目配套建设风力发电，目前已进入全面安装阶段，配套风力发电项目同步推进，预计今年一季度陆续点火投产。

图表 17 公司淮安零碳智能制造基地项目

项目名称	建设内容	投资金额 (亿元)	建设进度
年产 40 万吨增强型高性能玻璃纤维生产线	一次规划，分期建设 4 条 10 万吨增强型玻璃纤维生产线。	46.73	已进入全面安装阶段，配套风力发电项目同步推进，预计明年一季度点火投产
配套风力发电工程项目	建设 110kV 升压变电站 1 座，安装 36 台单机容量为 5.56MW 的风力发电机组，装机总容量为 200MW，年上网电量为 5 亿 kWh。	9.86	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

(3) “制造数智化”战略引领产线升级，单位成本进一步降低

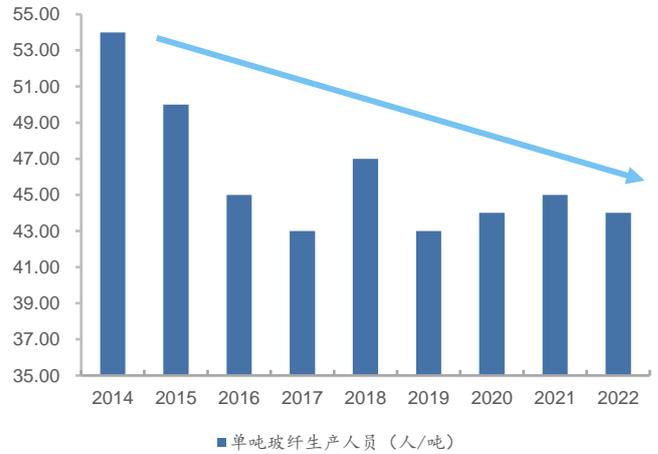
近年来，中国巨石以智能制造为第四次创业的核心，实施制造数智化战略，推动“数字技术+制造技术”融合发展，深化“产业大脑+未来工厂”建设，实施“1 个平台、2 个统一、N 个集成”的数字化战略。产线升级带动人均生产效率不断提高，单吨玻纤对应生产人员从 2014 年 54 人下降至 2022 年的 44 人，其中根据《新工业时代》中的数据，公司 15 万吨智能化生产线仅需 417 人（约 28 人/吨）。公司的智能制造先进技术已从桐乡总部逐渐推广至成都、九江、埃及苏伊士、美国南卡，

随着未来所有基地智能化产线全面落成，单位人工成本有望进一步降低。

图表 18 公司智能制造工厂



图表 19 公司单吨玻纤生产人员呈减少趋势

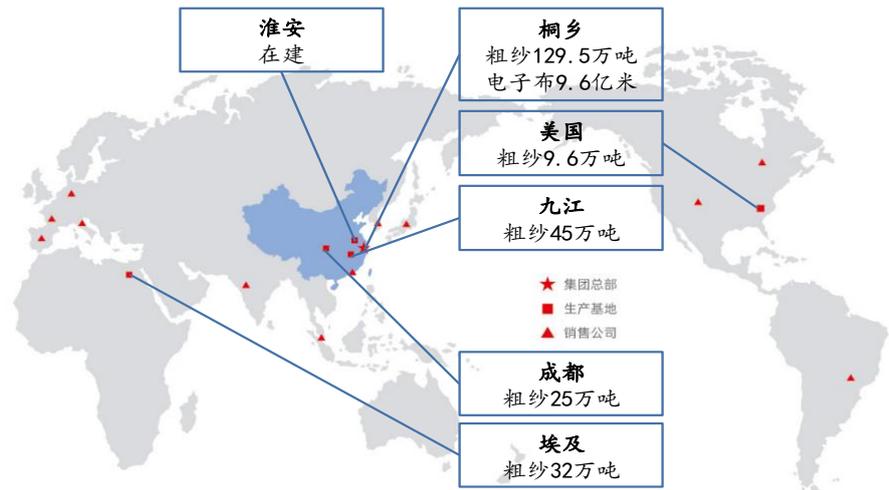


资料来源：《数“石”融合 与时俱进 中国巨石的玻纤数字之路》，华安证券研究所

资料来源：公司跟踪评级报告、公司公告，华安证券研究所
注：该数值为四舍五入取整后的值

坚持“先建市场，后建工厂”的理念，“以内供内、以外供外”跨国经营模式，实现“国内国外双循环”的模式。目前公司在全球 14 个国家和地区建立了生产基地和销售网络，具有较为完善的销售网络布局。拥有桐乡、江西、成都、埃及、美国五大生产基地，埃及基地主要供应本地及欧洲，美国基地主要供应本地，“三地五洲”战略稳步实施。2023 年巨石埃及年产 12 万吨产线全面达产达标，年产 8 万吨产线启动冷修改造，将进一步增强埃及基地的规模优势和竞争力。

图表 20 公司现有基地及产能



资料来源：公司官网，华安证券研究所

2.2 高端产品性能不断提升，结构升级打开第二成长曲线

高端产品性能不断提升，E9 产品性能全球领先。公司分别于 2010、2016、2020 自主开发 E7、E8、E9 高性能玻纤，相较于传统的 E 玻璃，在物理性能、电性能、机械性能、耐腐蚀性、节能环保等方面均有大幅提升。E8 玻纤产品成功应用于海上最长 126 米风电叶片和陆上直径最长 216 米风电叶片，E9 玻纤模量超过 100GPa，处于全球领先水平，目前已实现池窑化量产。

图表 21 公司产品物理及电性能

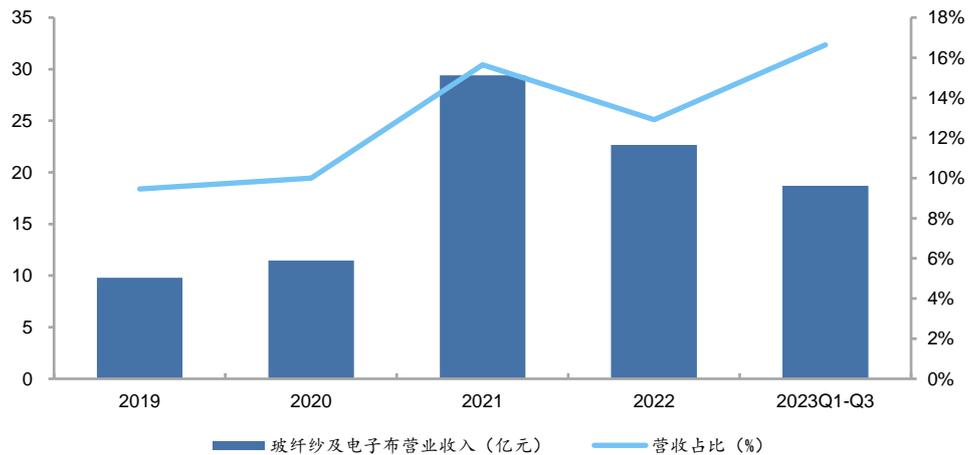
性能	测试方法	单位	E	E7	E8	E9
密度	ASTM C693	g/cm ³	2.6	2.6-2.61	2.62-2.63	/
折射率	ASTM C1648	/	1.566	1.562	1.568	/
膨胀系数	ASTM D696	10 ⁻⁶ K ⁻¹	6.1	5.5	5.2	4.7
软化温度	ASTM D338	°C	838	921	930	970
弹性模量	ASTM E1876	Gpa	72	89	95	101
介电常数 (23°C, 1MHz)	ASTM D150	/	6.7	7	6.9	6.8

资料来源：公司产品手册，华安证券研究所

积极拓展光伏边框等新应用场景，有望为公司提供新增量。复合材料边框具有相对传统金属边框和一般复材边框更为优异的抗盐雾性和绝缘性能，同时具有更低、更稳定的成本优势。静态来看单套光伏边框由铝替换为玻纤复材，预计降本约 10-15%。根据中国巨石公告，按照目前主流的工艺技术，1GW 光伏边框的玻纤使用量接近 4000 吨，按照未来五年全球光伏市场的发展趋势，光伏边框领域将具备百万吨理论市场需求。随着玻纤复合材料边框的渗透率逐步提升，预计将有效拉动玻纤新需求。目前公司已有客户获得了光伏组件用复合材料边框的相关认证证书，并已有组件厂商在批量采购，未来光伏边框领域有望为公司提供显著增量。

扩产电子布，升级产品结构，打造第二成长曲线。近年来公司电子布营收占比逐步提升，2023 前三季度公司电子纱及电子布营收为 18.69 亿元，占比营业收入 16.64%。目前公司电子布产品型号主要为 7628，属于电子布中的厚布；根据官网显示，公司电子布产品还包括 1080、2116、1078 等薄布以及 106、1067 等极薄布。2022 年桐乡总部智能制造基地第三条电子布生产线顺利点火投产，标志着巨石实现了“热固粗纱、热塑增强、电子基布”三个全球第一目标；2023 年桐乡总部年产 5 万吨电子纱配套 1.6 亿米电子布生产线冷修技改项目完成改造，公司现有电子布产能 9.6 亿米。根据长期规划，“十四五”期间巨石电子布还将视市场情况继续扩产，市占率有望进一步提升。目前下游电子布复苏迹象明显，企业库存处于低位，且行业无新增产能，预计今年电子布价格有望触底反弹。

图表 22 公司电子布营收占比呈增长趋势



资料来源：公司超短期融资募集说明书，华安证券研究所

3 投资建议

中国巨石作为全球玻纤领先企业，具有显著的成本优势和规模优势，虽然当前下游需求疲软，公司业绩短期承压，但是当前盈利环境也有助于引导行业新增产能有序扩张。一方面公司积极调整产品结构加快产业转型升级，另一方面将各个环节的生产成本控制到极致。此外公司在全球范围内具有较为完善的销售网络布局，采取“以内供内、以外供外”的跨国经营模式，可有效降低关税成本，提高产品竞争力。

核心假设：(1) 无碱玻纤纱及制品：价格方面，近日公司发布涨价函，对产品价格进行恢复性调整，直接纱提价 200-400 元/吨，丝饼纱（合股纱）提价 300-600 元/吨（已签订的合同仍按原合同执行），后其他玻纤企业跟涨，涨幅与公司大致相同。短期看，当前时点公司提价属于战略性调整，目前下游需求仍然疲软，粗纱价格大幅上涨的可能性不大，预计此次提价后全年价格维稳；销量方面，2023 年公司玻纤及制品销量为 248.14 万吨，同比增长 17.59%，目前公司积极拓展包括光伏边框在内的玻纤新应用场景，预计销量有望继续实现双位数增长；毛利率方面，公司始终将降本作为工作重点，长期看，随着下游需求复苏，公司粗纱毛利率有望企稳回升。

(2) 电子纱及电子布：价格方面，目前下游电子布复苏迹象明显，企业库存处于低位，且今年无新增电子布产能，预计电子布价格有望触底反弹，毛利率水平有望持续回升；销量方面，2023 年公司电子布销量 8.36 亿米，现有电子布产能 9.6 亿米，“十四五”期间仍存电子布扩产计划，预计产能释放后电子布销量将显著增长。

图表 23 公司营业收入拆分

	2023	2024E	2025E	2026E
1、无碱玻纤纱及制品				

营收 (亿元)	119.54	131.80	153.95	157.37
同比 (%)	-18.1%	10.3%	16.8%	2.2%
毛利 (%)	30.5%	27.8%	28.1%	31.7%
2、电子纱及电子布				
营收 (亿元)	24.69	26.78	28.22	39.31
同比 (%)	8.9%	8.5%	5.4%	39.3%
毛利 (%)	18.0%	22.0%	30.7%	31.7%
3 其他				
营收 (亿元)	4.53	5.50	7.00	8.00
同比 (%)	-86.4%	21.3%	27.3%	14.3%
毛利 (%)	-2.0%	-5.5%	2.9%	2.5%
合计				
营收 (亿元)	148.76	164.09	189.17	204.68
同比 (%)	-26.3%	10.3%	15.3%	8.2%
毛利 (%)	28.0%	25.7%	27.5%	30.6%

资料来源：iFinD，华安证券研究所

注：2023 年无碱玻纤纱以及电子纱两部分数据为推测数据，作为 2024-2026 年测算基础。

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 164.09、189.17、204.68 亿元，同比增长 10.3%、15.3%、8.2%；归母净利润分别为 25.41、32.06、40.43 亿元，同比增速为-16.5%、26.2%、26.1%。对应 PE 分别为 17、13、11 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示:

- (1) 下游需求复苏不及预期风险;
- (2) 玻纤价格进一步下跌风险;
- (3) 原材料价格上涨风险;
- (4) 行业竞争加剧的风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	13388	14210	16428	19200	营业收入	14876	16409	18917	20468
现金	3126	5056	6797	8838	营业成本	10710	12185	13710	14207
应收账款	1477	1367	1471	1535	营业税金及附加	222	246	284	306
其他应收款	1412	1048	1366	1933	销售费用	173	180	227	246
预付账款	72	73	79	128	管理费用	703	738	851	921
存货	4533	3713	3793	3534	财务费用	232	340	316	308
其他流动资产	2768	2952	2921	3233	资产减值损失	-5	-10	-5	-3
非流动资产	38686	40880	43101	45685	公允价值变动收益	14	7	3	5
长期投资	1652	1746	1895	2127	投资净收益	209	41	47	130
固定资产	31859	35442	38833	37506	营业利润	3776	3151	4009	5001
无形资产	1065	1075	1146	1225	营业外收入	27	20	20	20
其他非流动资产	4111	2618	1228	4826	营业外支出	95	95	95	95
资产总计	52074	55090	59529	64885	利润总额	3708	3076	3934	4926
流动负债	14453	15353	16493	17603	所得税	550	461	624	750
短期借款	6246	6928	7699	8327	净利润	3157	2615	3310	4176
应付账款	2828	2877	2856	3157	少数股东损益	113	74	105	133
其他流动负债	5378	5548	5938	6118	归属母公司净利润	3044	2541	3206	4043
非流动负债	7623	7123	7112	7182	EBITDA	4920	5376	6385	7082
长期借款	5241	4741	4729	4799	EPS (元)	0.76	0.63	0.80	1.01
其他非流动负债	2382	2382	2382	2382					
负债合计	22076	22476	23605	24784					
少数股东权益	1356	1430	1534	1667					
股本	4003	4003	4003	4003					
资本公积	3195	3195	3195	3195					
留存收益	21444	23986	27192	31235					
归属母公司股东权益	28642	31184	34390	38433					
负债和股东权益	52074	55090	59529	64885					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	867	5571	4942	5323
净利润	3157	2615	3310	4176
折旧摊销	2070	1961	2135	1848
财务费用	326	374	372	382
投资损失	-209	-41	-47	-130
营运资金变动	-3644	1323	-110	-248
其他经营现金流	5969	632	2703	3719
投资活动现金流	98	-3450	-3589	-3598
资本支出	83	-3397	-3488	-3496
长期投资	-473	-94	-149	-233
其他投资现金流	488	41	47	130
筹资活动现金流	-470	-192	388	316
短期借款	1887	682	771	629
长期借款	932	-500	-11	70
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-3288	-374	-372	-382
现金净增加额	496	1930	1741	2041

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-26.3%	10.3%	15.3%	8.2%
营业利润	-53.5%	-16.5%	27.2%	24.7%
归属于母公司净利	-53.9%	-16.5%	26.2%	26.1%
获利能力				
毛利率 (%)	28.0%	25.7%	27.5%	30.6%
净利率 (%)	20.5%	15.5%	16.9%	19.8%
ROE (%)	10.6%	8.1%	9.3%	10.5%
ROIC (%)	5.5%	6.2%	7.0%	8.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	42.4%	40.8%	39.7%	38.2%
净负债比率 (%)	73.6%	68.9%	65.7%	61.8%
流动比率	0.93	0.93	1.00	1.09
速动比率	0.58	0.65	0.72	0.84
营运能力				
总资产周转率	0.30	0.31	0.33	0.33
应收账款周转率	9.70	11.54	13.33	13.62
应付账款周转率	3.80	4.27	4.78	4.73
每股指标 (元)				
每股收益	0.76	0.63	0.80	1.01
每股经营现金流(薄)	0.22	1.39	1.23	1.33
每股净资产	7.15	7.79	8.59	9.60
估值比率				
P/E	12.93	16.93	13.42	10.64
P/B	1.37	1.38	1.25	1.12
EV/EBITDA	10.21	9.70	8.02	7.04

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。