

## Q1 底部拐点明确，期待盈利能力逐季修复

2024 年 04 月 26 日

➤ **公司披露 2024 年一季报：**24Q1 实现营收 33.82 亿元，同比-7.86%，归母净利润 3.50 亿元，同比-61.97%，扣非净利 1.68 亿元，同比-65.95%。毛利率 20.13%，同比-9.78pct、环比-5.68pct，净利率 10.78%，同比-15.10pct。

➤ **粗纱：单位净利见底，销量实现逆势增长**

(1) **单价方面**，根据卓创资讯数据，24Q1 全国缠绕直接纱 2400tex 均价为 3060 元/吨，同比-24.1%、环比-5.3%。Q1 玻纤价格环比仍有下降，预计主因系季节性因素影响、Q1 为全年淡季+厂商去库诉求加大、竞争加剧（3 月中旬前）；

(2) **销量方面**，根据卓创资讯数据，24Q1 期末行业库存为 79.4 万吨，环比 23Q4 末降低 4.86 万吨、降库幅度达 5.8%，主因系 3 月中下旬起粗纱部分产品发布涨价函，下游处于补库阶段。巨石 24Q1 期末库存 43.53 亿元，环比-4%。考虑到行业、巨石均处于去库阶段，我们预计 24Q1 公司产销率环比回升；

(3) **盈利方面**，24Q1 扣非归母净利 1.68 亿元，考虑到 24Q1 扣非净利环比 23Q4 下降 38.5%。

➤ **电子布：Q1 价格承压，4 月以来复价、主因系供给被动出清**

单价方面，24Q1 行业 7628 电子布均价约 3.38 元/米，同比-16.6%、环比-6.7%，价格处于历史低位。22Q1-Q2 至今，电子布行业长期大面积亏损，需求疲软的前提下，**供给主导供需关系变动**，单位窑炉规模较小、成本较高的企业开始出现停产减产。2023 年无新增、无停产，**2024 年初已停产至少 2 条（泰玻 5 万吨+川玻 3 万吨），目前边际冷修产能占比约 10.2%**。后续催化剂将来自下游 PCB 厂商开工率改善（消费电子出货改善、AI 拉动算力需求）、其他计划外停产放水。

➤ **粗纱第一轮复价充分落地，后续复价有望逐步落地，行业盈利能力修复**

3 月下旬玻纤龙头巨石宣布提价，直接纱涨价 200-400 元/吨、合股纱涨价 300-600 元/吨。截至 4 月 26 日，全国缠绕直接纱 2400tex 均价 3506 元/吨，**较 3 月中旬已提涨 14%**。提价前二三线企业大面积处于亏现金流状态，但产能出清节奏慢，因此，头部企业审时调整价格策略。**本轮涨价节奏及落地情况较快**，主因系涨价前下游库存偏低，存在明显补库需求，涨价、去库体现为库存转移过程。

**当前粗纱价格涨幅实际已超过 3 月下旬涨价函公示涨幅、且各家真实成交价存在小幅差异**，因此后续涨价预计更多由行业内供需决定。**后续潜在预期差包括：**①需求端重点关注海外，例如东南亚、南亚市场需求景气有望超预期（复合材料在中国大规模渗透发生在 2000-2010 年），以及美国地产市场景气带动去库加快、有望在价格端体现弹性；②供给端新增放缓可能性，实际冲击比预期低：近 1 年头部企业普遍采取投产 1 条、冷修 1 条的节奏，新增供给有序。

➤ **投资建议：**继续推荐中国巨石①龙头价格竞争策略变化，行业拐点明确，后续粗纱复价有望逐步落地，②电子布复价、中游制造环节稀缺的供给减少品种，③行业需求端关注出口+风电、供给端实际冲击可能比预期低，④公司零碳基地领先全球，有望构成新一轮成本领先优势。考虑到粗纱+电子布复价已逐步落地、且后续存继续复价预期，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 28.34、38.9 和 46.36 亿元，现价对应动态 PE 分别为 17x、12x、10x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济下行；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	19,508	21,646
增长率 (%)	-26.3	11.0	18.1	11.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,044	2,834	3,890	4,636
增长率 (%)	-53.9	-6.9	37.3	19.2
每股收益 (元)	0.76	0.71	0.97	1.16
PE	16	17	12	10
PB	1.7	1.6	1.5	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

11.98 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyong\_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	19,508	21,646
营业成本	10,710	12,248	13,416	14,264
营业税金及附加	222	231	244	325
销售费用	173	190	195	216
管理费用	703	743	839	931
研发费用	519	578	585	714
EBIT	2,849	2,894	4,491	5,489
财务费用	232	239	244	244
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	209	33	39	43
营业利润	3,776	3,509	4,786	5,688
营业外收支	-68	-80	-80	-80
利润总额	3,708	3,429	4,706	5,608
所得税	550	504	692	824
净利润	3,157	2,925	4,014	4,784
归属于母公司净利润	3,044	2,834	3,890	4,636
EBITDA	4,920	5,184	7,265	8,753

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,126	3,679	5,016	7,795
应收账款及票据	2,463	2,705	3,197	3,548
预付款项	72	86	94	100
存货	4,533	4,362	4,411	3,517
其他流动资产	3,194	3,048	3,504	3,820
流动资产合计	13,388	13,880	16,222	18,780
长期股权投资	1,652	1,685	1,724	1,767
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	40,267	41,323	42,375
资产合计	52,074	54,147	57,544	61,155
短期借款	6,246	6,246	6,246	6,246
应付账款及票据	3,381	3,349	3,899	4,183
其他流动负债	4,825	5,025	5,265	5,472
流动负债合计	14,453	14,620	15,410	15,900
长期借款	5,241	5,241	5,241	5,241
其他长期负债	2,382	2,386	2,386	2,398
非流动负债合计	7,623	7,627	7,627	7,639
负债合计	22,076	22,246	23,036	23,539
股本	4,003	4,003	4,003	4,003
少数股东权益	1,356	1,447	1,571	1,720
股东权益合计	29,998	31,901	34,508	37,616
负债和股东权益合计	52,074	54,147	57,544	61,155

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-26.33	11.02	18.12	10.96
EBIT 增长率	-51.44	1.58	55.18	22.20
净利润增长率	-53.94	-6.91	37.26	19.17
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	28.00	25.84	31.23	34.10
净利润率	20.47	17.16	19.94	21.42
总资产收益率 ROA	5.85	5.23	6.76	7.58
净资产收益率 ROE	10.63	9.31	11.81	12.91
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.93	0.95	1.05	1.18
速动比率	0.58	0.62	0.74	0.93
现金比率	0.22	0.25	0.33	0.49
资产负债率 (%)	42.39	41.09	40.03	38.49
<b>经营效率</b>				
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	0.35	0.36
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.76	0.71	0.97	1.16
每股净资产	7.15	7.61	8.23	8.97
每股经营现金流	0.22	1.22	1.61	2.18
每股股利	0.28	0.26	0.35	0.42
<b>估值分析</b>				
PE	16	17	12	10
PB	1.7	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	11.78	11.18	7.98	6.62
股息收益率 (%)	2.30	2.14	2.93	3.50

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,157	2,925	4,014	4,784
折旧和摊销	2,070	2,290	2,773	3,265
营运资金变动	-3,644	91	-225	702
经营活动现金流	867	4,879	6,447	8,731
资本开支	83	-3,120	-3,358	-3,941
投资	-473	0	0	0
投资活动现金流	98	-3,089	-3,358	-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	-1,237	-1,752	-2,010
现金净流量	496	553	1,337	2,779

## 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