

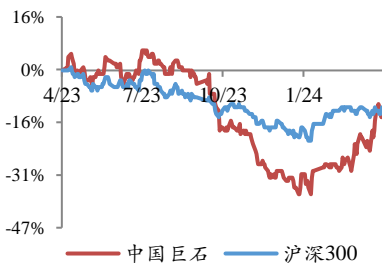
一季报点评：周期底部明确，涨价落地情况超预期

投资评级：买入（上调）

报告日期：2024-04-29

收盘价（元）	11.92
近12个月最高/最低（元）	15.47/8.50
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）	477
流通市值（亿元）	477

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：

● 事件描述：

2024年4月25日，公司发布2024年一季报，实现营业收入33.82亿元，同比减少7.86%；实现归母净利润3.50亿元，同比减少61.97%；实现扣非归母净利润1.68亿元，同比减少65.95%。

● 粗纱销量同比逆势增长，吨利润十年新低

由于2024年一季度玻纤行业竞争进一步加剧，传统需求处于淡季，公司玻纤及粗纱电子布产品售价持续下滑，影响短期业绩。2024Q1公司实现毛利率20.13%，十年新低，同比下降9.78pct，环比下降5.67pct；实现净利率10.78%，同比下降15.10pct，环比下降0.35%。四项期间费用率合计12.08%，同比上升0.28个百分点；其中销售费用率和管理费用率同比有所上升，而研发费用率和财务费用率小幅下降。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，2024Q1公司资产处置收益为1.65亿元，同比减少62.67%；根据董事会决议，公司在保证生产经营需要的前提下，根据贵金属市场情况，继续出售铈粉或铂铈合金，出售价格以现货交易市场公开报价为参考，我们预计全年仍有一定规模的铈粉处置收益。

分产品来看，粗纱方面，参考卓创资讯，2023年公司成都生产基地粗纱报价全年均价为5466元/吨，而根据2023年巨石实际粗纱销量，可大致推算出整体粗纱产品销售均价为4817元/吨，与成都报价相差区间在640-650元/吨；若以此作为测算依据，2024Q1卓创报价巨石成都生产基地均价在4768元/吨，预计实际粗纱产品价格约为4130元/吨；预计一季度粗纱销量为69万吨，同比增长22.00%，单吨扣非净利区间在230-240元/吨。电子布方面，预计销量为1.7亿米，同比24.00%，参考卓创资讯，2024Q1电子布价格在2.92元/米（税后），预计公司电子布售价也在3元/米左右，盈亏平衡。

● 周期底部信号明确，价格迎来企稳回升

考虑到行业自身的高质量发展和下游需求逐步恢复，公司于3月底4月初分别对粗纱部分产品和电子布进行了不同程度的复价：粗纱方面，直接纱复价200-400元/吨，丝饼纱（合股纱）复价300-600元/吨（已签订的合同仍按原合同执行）；电子布方面，对新增订单需求，按照G75纱复价400-600元/吨，7628电子布复价0.2-0.3元/米。目前来看复价效果显著，下游接纳情况良好；考虑到Q2为玻纤传统旺季，我们认为玻纤涨价或仍具备一定持续性。

从行业基本面上看，玻纤行业库存从2月份高点90.64万吨下降至3月79.40万吨，4月份随着下游积极补库，生产端库存处于快速降库阶段。

2024 年新增产能或将低于预期，天皓集团于 3 月底点火一条 12 万吨产线，其余存在明确点火计划的包括中国巨石淮安一期 20 万吨、长海 15 万吨、冀中能源 12 万吨、天皓 12 万吨，还有部分产线有望延迟到年底投产，对全年产能无影响；因此我们预计后续玻纤投产节奏将与整体需求相匹配，玻纤行业周期底部信号已经明确。巨石玻纤吨成本中枢约为 3200 元/吨，远低于同业平均水平，同时通过不断升级产品结构保障自身盈利水平，成本优势和产品结构有望持续巩固公司头部地位。

● 投资建议

由于公司产品提价效果显著，预计全年粗纱及电子布价格企稳回升，盈利水平有望得到修复，因此上调盈利预测。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 28.03、33.97、41.92 亿元（前次预测值 2024-2026 年归母净利润分别为 25.41、32.06、40.43 亿元），同比增速为-7.9%、21.2%、23.4%，对应 PE 分别为 17、14、11 倍，上调至“买入”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	17008	19601	21152
收入同比 (%)	-26.3%	14.3%	15.2%	7.9%
归属母公司净利润	3044	2803	3397	4192
净利润同比 (%)	-53.9%	-7.9%	21.2%	23.4%
毛利率 (%)	28.0%	28.4%	30.1%	32.8%
ROE (%)	10.6%	8.9%	9.8%	10.7%
每股收益 (元)	0.76	0.70	0.85	1.05
P/E	12.93	17.02	14.05	11.38
P/B	1.37	1.52	1.37	1.22
EV/EBITDA	10.21	9.96	8.41	7.46

资料来源：wind，华安证券研究所

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	15456	17803	20653	营业收入	14876	17008	19601	21152
现金	3126	6124	7986	10092	营业成本	10710	12185	13710	14207
应收账款	1477	1417	1525	1586	营业税金及附加	222	255	294	317
其他应收款	1412	1087	1416	1998	销售费用	173	187	235	254
预付账款	72	73	79	128	管理费用	703	765	882	952
存货	4533	3713	3793	3534	财务费用	232	340	303	291
其他流动资产	2768	3042	3004	3316	资产减值损失	-5	-10	-5	-3
非流动资产	38686	40848	43069	45652	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	43	49	134
固定资产	31859	35442	38833	37506	营业利润	3776	3469	4243	5183
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	2585	1195	4793	营业外支出	95	95	95	95
资产总计	52074	56303	60872	66305	利润总额	3708	3394	4168	5108
流动负债	14453	16323	17430	18504	所得税	550	509	661	778
短期借款	6246	6928	7661	8251	净利润	3157	2885	3507	4330
应付账款	2828	2877	2856	3157	少数股东损益	113	81	111	138
其他流动负债	5378	6518	6913	7095	归属母公司净利润	3044	2803	3397	4192
非流动负债	7623	7128	7082	7112	EBITDA	4920	5694	6606	7247
长期借款	5241	4741	4695	4725	EPS (元)	0.76	0.70	0.85	1.05
其他非流动负债	2382	2388	2388	2388					
负债合计	22076	23451	24513	25616					
少数股东权益	1356	1437	1548	1686					
股本	4003	4003	4003	4003					
资本公积	3195	3195	3195	3195					
留存收益	21444	24217	27613	31805					
归属母公司股东权益	28642	31415	34811	39004					
负债和股东权益	52074	56303	60872	66305					

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	5922	5536	5918
净利润	3157	2885	3507	4330
折旧摊销	2070	1961	2135	1848
财务费用	326	374	371	379
投资损失	-209	-43	-49	-134
营运资金变动	-3644	1175	-113	-260
其他经营现金流	5969	1279	3305	4346
投资活动现金流	98	-3646	-3990	-4054
资本支出	83	-3625	-3890	-3956
长期投资	-473	-94	-149	-233
其他投资现金流	488	73	49	134
筹资活动现金流	-470	754	316	242
短期借款	1887	682	733	591
长期借款	932	-500	-46	30
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	573	-371	-379
现金净增加额	496	2997	1862	2106

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-26.3%	14.3%	15.2%	7.9%
营业利润	-53.5%	-8.1%	22.3%	22.2%
归属于母公司净利润	-53.9%	-7.9%	21.2%	23.4%
获利能力				
毛利率 (%)	28.0%	28.4%	30.1%	32.8%
净利率 (%)	20.5%	16.5%	17.3%	19.8%
ROE (%)	10.6%	8.9%	9.8%	10.7%
ROIC (%)	5.5%	6.6%	7.2%	8.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	42.4%	41.7%	40.3%	38.6%
净负债比率 (%)	73.6%	71.4%	67.4%	63.0%
流动比率	0.93	0.95	1.02	1.12
速动比率	0.58	0.69	0.76	0.88
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	11.75	13.33	13.60
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	0.70	0.85	1.05
每股经营现金流	0.22	1.48	1.38	1.48
每股净资产	7.15	7.85	8.70	9.74
估值比率				
P/E	12.93	17.02	14.05	11.38
P/B	1.37	1.52	1.37	1.22
EV/EBITDA	10.21	9.96	8.41	7.46

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。