



## 玻纤行业底部已现，行业龙头弹性可期

### ——中国巨石动态点评报告

## 买入(首次)

行业： 建筑材料  
日期： 2024年06月04日

分析师： 黄骥  
E-mail: huangji@yongxingsec.com  
SAC 编号: S1760523090002

分析师： 李瑶芝  
E-mail: liyaozhi@yongxingsec.com  
SAC 编号: S1760524020001

### 基本数据

06月03日收盘价(元)	11.44
12mthA股价格区间(元)	8.50-15.18
总股本(百万股)	4,003.14
无限售A股/总股本	100.00%
流通市值(亿元)	457.96

### 最近一年股票与沪深300比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

### 相关报告:

《玻纤粗砂价格继续上涨，关注玻纤龙头企业》

——2024年04月30日

《电子纱需求边际修复，价格或延续上涨趋势》

——2024年04月24日

《玻纤恢复性调价，需求边际改善》

——2024年04月02日

### 核心观点

公司是全球最大的玻纤生产企业，产能规模持续扩张。据中诚信24年度跟踪评级报告，截止23年底，公司拥有19条在产玻纤生产线和4条电子布产线，在产的玻纤和电子布产能分别为241.6万吨和9.6亿米/年。淮安基地一期10万吨玻纤产线于5月下旬投产，埃及8转12万吨的冷修产线已于5月初投运，上述产能完全释放后，在产产能将增至263.6万吨。由于高技术和高资本壁垒，玻纤行业保持明显的寡头竞争格局，23年国内前3大玻纤企业产能占比70%以上。在双碳目标推动下，风电、光伏和新能源汽车等领域需求长期向好的态势不变，玻纤行业领军企业竞争优势突出，行业集中度或将进一步提升。

行业供给增长放缓，自3月中下旬粗纱价格出现普涨，行业反转可期：据公司23年年报，大部分玻纤纱产品已处于历史最低价。我们以主流的产品缠绕直接纱2400tex华东报价为例，根据卓创资讯，其平均价格从2023年1月的4050元/吨不断下降至2024年3月的3012元/吨。成本端，根据卓创资讯，2400tex无碱缠绕直接纱综合成本约在4000元/吨，多数厂家的生产成本在3200元/吨，行业处于普遍亏损状态。据中国玻璃纤维及制品行业2023年度发展报告，21/22/23年我国玻纤总产量增速分别为15.2%/10.2%/5.2%，呈现增速递减态势。在产产能方面，根据卓创资讯，玻纤行业22年底/23年底/24年4月底的国内在产产能分别为658/680.5/691.8万吨，23年/24年前4个月同比增速分别为3.4%/1.7%。在行业下行周期，供给增速也明显放缓。24年3月25日，中国巨石、长海股份等玻纤头部企业相继发布了涨价函，将缠绕直接纱价格上调200-400元/吨，将合股纱价格上调300-600元/吨。此次价格上调，一方面来自于业内价格的理性回归，另一方面行业成本的压力支撑加之业内盈利持续亏损状态持续较长时间，存在一定盈利修复的需要。我们判断后续价格有望继续温和上涨，4月或将成为本轮周期的价格低点。

电子纱价格亦出现反转走势，提供额外业绩弹性：同玻纤粗砂价格走势类似，电子纱价格自2023年以后一直处于下行趋势，我们认为这一情况在2024年4月初或得以终结。根据卓创资讯，重庆国际无碱电子纱(G75)价格已从4月初的7250元/吨上涨至5月下旬的8800元/吨。根据公司投资者互动平台公告，公司现有27万吨电子纱产能，配套9.6亿米电子布产能，绝大部分电子纱以自用为主，少量电子纱对外销售。根据财联社报道，公司自4月15日起，对新增订单及需求，按照G75纱复价400-600元/吨，7628电子布复价0.2-0.3元/米。根据卓创资讯数据，电子纱行业供给24年暂未观察到新增，供给格局相较玻纤粗纱更优。作为覆铜板的主要原材料之一，不排除电子纱/布继续涨价的可能性。

### 投资建议

我们认为行业拐点刚刚出现，看好公司在行业上行周期的弹性。具体逻辑如下：首先，公司在产产能持续扩张，竞争优势不断增强，且产品下游中风电/光伏/新能源汽车长期需求向好；其次，在历经过去3年的行业下行期后，粗纱和电子纱/布价格有望迎来趋势性上涨，公司盈利弹性可期；最后，作为出海制造的龙头企业，海外产能不断增加，全球化布局将日趋完善，全球竞争力不断增强。我们预计公司24-26年

归母净利润分别为 26.14/33.45/40.54 亿元，按 6 月 3 日收盘价，对应 EPS 分别为 0.65/0.84/1.01 元，对应 PE17.52/13.69/11.30，首次覆盖给予“买入”评级。

### ■ 风险提示

玻纤新增产能释放速度超市场预期，原材料价格上涨超市场预期，下游需求增速低于市场预期

### ■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	14,876	15,717	18,320	20,612
年增长率 (%)	-26.3%	5.7%	16.6%	12.5%
归属于母公司的净利润	3,044	2,614	3,345	4,054
年增长率 (%)	-53.9%	-14.1%	28.0%	21.2%
每股收益 (元)	0.76	0.65	0.84	1.01
市盈率 (X)	12.93	17.52	13.69	11.30
净资产收益率 (%)	10.6%	8.6%	10.3%	11.6%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2024 年 06 月 03 日收盘价）

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	<b>11,917</b>	<b>13,388</b>	<b>16,638</b>	<b>19,237</b>	<b>22,562</b>	
货币资金	2,636	3,126	4,434	4,878	6,122	
应收及预付	1,936	2,535	2,922	3,048	3,142	
存货	4,129	4,533	6,006	7,654	9,346	
其他流动资产	3,216	3,194	3,276	3,656	3,953	
<b>非流动资产</b>	<b>36,717</b>	<b>38,686</b>	<b>38,457</b>	<b>39,190</b>	<b>39,833</b>	
长期股权投资	1,419	1,652	1,902	2,152	2,402	
固定资产	28,903	31,859	32,652	33,516	34,082	
在建工程	4,514	3,086	1,669	1,095	716	
无形资产	945	1,065	1,211	1,374	1,557	
其他长期资产	936	1,025	1,023	1,053	1,076	
<b>资产总计</b>	<b>48,634</b>	<b>52,074</b>	<b>55,095</b>	<b>58,427</b>	<b>62,396</b>	
<b>流动负债</b>	<b>12,767</b>	<b>14,453</b>	<b>15,659</b>	<b>16,694</b>	<b>17,944</b>	
短期借款	4,360	6,246	7,146	7,746	8,546	
应付及预收	3,676	3,381	2,571	2,683	2,852	
其他流动负债	4,731	4,825	5,941	6,265	6,546	
<b>非流动负债</b>	<b>7,069</b>	<b>7,623</b>	<b>7,731</b>	<b>7,834</b>	<b>7,938</b>	
长期借款	4,309	5,241	5,341	5,441	5,541	
应付债券	1,499	800	800	800	800	
其他非流动负债	1,260	1,582	1,591	1,594	1,597	
<b>负债合计</b>	<b>19,836</b>	<b>22,076</b>	<b>23,390</b>	<b>24,528</b>	<b>25,882</b>	
股本	4,003	4,003	4,003	4,003	4,003	
资本公积	3,195	3,195	3,195	3,195	3,195	
留存收益	20,255	21,214	22,827	24,901	27,374	
归属母公司股东权益	27,598	28,642	30,258	32,333	34,806	
少数股东权益	1,200	1,356	1,446	1,566	1,708	
<b>负债和股东权益</b>	<b>48,634</b>	<b>52,074</b>	<b>55,095</b>	<b>58,427</b>	<b>62,396</b>	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业收入</b>	<b>20,192</b>	<b>14,876</b>	<b>15,717</b>	<b>18,320</b>	<b>20,612</b>	
营业成本	13,004	10,710	12,022	13,798	15,323	
营业税金及附加	170	222	236	275	309	
销售费用	158	173	182	212	237	
管理费用	685	703	676	751	763	
研发费用	577	519	534	605	618	
财务费用	266	232	288	285	297	
资产减值损失	-35	-5	-5	-6	-7	
公允价值变动收益	-19	14	10	7	4	
投资净收益	-32	209	220	257	289	
<b>营业利润</b>	<b>8,124</b>	<b>3,776</b>	<b>3,261</b>	<b>4,159</b>	<b>5,023</b>	
营业外收支	-85	-68	-85	-90	-95	
<b>利润总额</b>	<b>8,039</b>	<b>3,708</b>	<b>3,176</b>	<b>4,069</b>	<b>4,928</b>	
所得税	1,219	550	471	604	732	
<b>净利润</b>	<b>6,820</b>	<b>3,157</b>	<b>2,704</b>	<b>3,465</b>	<b>4,196</b>	
少数股东损益	210	113	90	120	142	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>6,610</b>	<b>3,044</b>	<b>2,614</b>	<b>3,345</b>	<b>4,054</b>	
EBITDA	7,602	4,920	5,125	6,006	7,281	
EPS (元)	1.65	0.76	0.65	0.84	1.01	

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,124</b>	<b>867</b>	<b>1,058</b>	<b>2,470</b>	<b>3,560</b>	
净利润	6,820	3,157	2,704	3,465	4,196	
折旧摊销	1,734	2,070	1,661	1,652	2,056	
营运资金变动	-2,322	-3,644	-2,571	-1,719	-1,635	
其它	-2,108	-716	-737	-928	-1,057	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,247</b>	<b>98</b>	<b>-355</b>	<b>-1,092</b>	<b>-1,254</b>	
资本支出	-2,301	83	-356	-1,099	-1,293	
投资变动	1,132	-473	-250	-250	-250	
其他	-78	488	251	257	289	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2,467</b>	<b>-470</b>	<b>638</b>	<b>-933</b>	<b>-1,063</b>	
银行借款	12,114	7,731	1,000	700	900	
股权融资	10	60	0	0	0	
其他	-14,591	-8,261	-362	-1,633	-1,963	
<b>现金净增加额</b>	<b>403</b>	<b>496</b>	<b>1,308</b>	<b>444</b>	<b>1,243</b>	
<b>期初现金余额</b>	<b>2,227</b>	<b>2,630</b>	<b>3,126</b>	<b>4,434</b>	<b>4,878</b>	
<b>期末现金余额</b>	<b>2,630</b>	<b>3,126</b>	<b>4,434</b>	<b>4,878</b>	<b>6,122</b>	

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	2.5%	-26.3%	5.7%	16.6%	12.5%
营业利润增长	11.1%	-53.5%	-13.6%	27.6%	20.8%
归母净利润增长	9.6%	-53.9%	-14.1%	28.0%	21.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	35.6%	28.0%	23.5%	24.7%	25.7%
净利率	33.8%	21.2%	17.2%	18.9%	20.4%
ROE	24.0%	10.6%	8.6%	10.3%	11.6%
ROIC	12.2%	5.5%	6.2%	7.3%	8.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.8%	42.4%	42.5%	42.0%	41.5%
净负债比率	32.5%	36.3%	36.3%	34.7%	31.3%
流动比率	0.93	0.93	1.06	1.15	1.26
速动比率	0.59	0.58	0.65	0.67	0.71
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.44	0.30	0.29	0.32	0.34
应收账款周转率	12.08	9.70	10.46	11.07	11.78
存货周转率	4.11	2.47	2.28	2.02	1.80
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.65	0.76	0.65	0.84	1.01
每股经营现金流	1.03	0.22	0.26	0.62	0.89
每股净资产	6.89	7.15	7.56	8.08	8.69
<b>估值比率</b>					
P/E	8.30	12.93	17.52	13.69	11.30
P/B	1.99	1.37	1.51	1.42	1.32
EV/EBITDA	8.45	10.21	11.18	9.58	7.86

## 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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。