



周期底部基本确立，静待需求回暖

——中国巨石 2024 年中报点评

买入(维持)

行业： 建筑材料
日期： 2024年09月28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

09月19日收盘价(元)	9.33
12mthA 股价格区间(元)	8.50-14.13
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)	373.49

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:

《玻纤行业底部已现，行业龙头弹性可期》

——2024 年 06 月 05 日

事件

公司发布 2024 年半年报，24H1 实现收入 77.4 亿元，YoY-1.16%，实现归母净利润 9.6 亿元，YoY-53.41%，扣非后归母净利润 6.3 亿元，YoY-50.54%。报告期，非经常性损益为 3.3 亿元，其中非流动性资产处置损益为 2.5 亿元。

核心观点

行业底部震荡，公司苦练内功。根据中国玻璃纤维工业协会，在经历了长时间的市场低迷之后，24H1 全行业在复苏行业、恢复行业整体利润水平方面基本达成共识。企业主动实施产能调控措施，延迟新建生产线投产计划、缩减投产规模、关停到期冷修产线等，从而使玻纤产线增速逐步回落。24H1，行业玻纤产量增速降至 2.3%，行业利润总额同比下滑 59.7%，相比一季度收窄超过 10pct。据中国巨石官网，24 年上半年，公司应对充满挑战的市场竞争环境，全力以赴提质增效，通过对公司产品的有序复价，以及调整产品结构、加大技术转型升级力度等措施改善盈利能力，加快国内外市场开拓，产品销量同比实现大幅提升，实现并保持“热固粗纱全球第一、热塑增强全球第一、电子基布全球第一”。

粗纱销量增加，单价下滑，周期底部基本确立。24H1，公司销售粗纱及制品约 152.2 万吨，YoY+23%。我们认为，销量的增加主要与在产产能的增加有关。据卓创资讯，2023 年 5 月，九江基地 20 万吨粗纱点火投产，24 年 4 月埃及 1 线 12 万吨粗纱复产。我们认为，公司在行业下行期，继续按计划扩张产能，且新投产产线智能化程度提高，竞争优势显著。玻纤行业龙头的扩产更有计划性。据卓创资讯，2024 年 5/7 月公司淮安一/二线相继点火投产，新增粗纱产能 20 万吨。价格方面，据财联社，4 月底开始玻纤公司集体复价，我们认为本轮玻纤行业周期的价格底部或基本确定，对公司而言，复价执行需较长周期，我们预计涨价将在 Q3 继续有所体现。

电子布销量增加，单价小幅回升。24H1，公司电子布销量 4.58 亿米，YoY+13%。据嘉兴人民政府官网，公司目前拥有 9.5 亿米的电子布产能，市占率 23%，全球第一。受整体需求低迷影响，电子布价格长期在低位徘徊近 3 年，公司在细纱薄布方面具备较强的市场竞争力。从 24 年 4 月份开始，电子布价格出现恢复性上涨。现阶段，电子布行业整体库存不高。展望未来，随着智能手机、家电等消费品的提升以及在新兴领域方面的渗透应用加快，电子布价格提升具备一定的空间。

投资建议

我们认为 24Q2 已基本确立行业周期底部，继续看好公司在行业上行期的业绩弹性。公司的行业竞争力持续增强，海外产能布局完善，能充分享受全球经济复苏红利。由于上半年玻纤价格持续下跌，下调 24-26 年归母净利润至 21.7/28.7/35.8 亿元，按 9 月 20 日收盘价，对应 EPS 0.54/0.72/0.90 元，对应 PE17.1/13.0/10.4，维持“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	16,331	19,158	20,930
年增长率 (%)	-26.3%	9.8%	17.3%	9.2%
归属于母公司的净利润	3,044	2,174	2,869	3,583
年增长率 (%)	-53.9%	-28.6%	32.0%	24.9%
每股收益 (元)	0.76	0.54	0.72	0.90
市盈率 (X)	12.93	17.09	12.95	10.37
净资产收益率 (%)	10.6%	7.2%	9.0%	10.5%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所 (2024 年 09 月 20 日收盘价)

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	11,917	13,388	16,401	18,730	21,550	
货币资金	2,636	3,126	3,641	3,638	4,869	
应收及预付	1,936	2,535	3,037	3,189	3,190	
存货	4,129	4,533	6,333	8,097	9,484	
其他流动资产	3,216	3,194	3,389	3,806	4,008	
非流动资产	36,717	38,686	38,596	39,328	39,972	
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	1,162	1,192	1,215	
资产总计	48,634	52,074	54,996	58,059	61,523	
流动负债	12,767	14,453	15,586	16,664	17,715	
短期借款	4,360	6,246	7,146	7,746	8,546	
应付及预收	3,676	3,381	2,711	2,838	2,894	
其他流动负债	4,731	4,825	5,729	6,080	6,275	
非流动负债	7,069	7,623	7,972	8,075	8,177	
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	1,831	1,835	1,836	
负债合计	19,836	22,076	23,559	24,739	25,892	
股本	4,003	4,003	4,003	4,003	4,003	
资本公积	3,195	3,195	3,196	3,196	3,196	
留存收益	20,255	21,214	22,557	24,336	26,522	
归属母公司股东权益	27,598	28,642	30,007	31,785	33,971	
少数股东权益	1,200	1,356	1,431	1,534	1,659	
负债和股东权益	48,634	52,074	54,996	58,059	61,523	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	20,192	14,876	16,331	19,158	20,930	
营业成本	13,004	10,710	12,676	14,595	15,548	
营业税金及附加	170	222	245	287	314	
销售费用	158	173	189	222	241	
管理费用	685	703	702	785	774	
研发费用	577	519	555	632	628	
财务费用	266	232	288	300	320	
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	229	269	293	
营业利润	8,124	3,776	2,726	3,580	4,451	
营业外收支	-85	-68	-85	-90	-95	
利润总额	8,039	3,708	2,641	3,490	4,356	
所得税	1,219	550	392	518	647	
净利润	6,820	3,157	2,249	2,972	3,709	
少数股东损益	210	113	75	103	126	
归属母公司净利润	6,610	3,044	2,174	2,869	3,583	
EBITDA	7,602	4,920	4,590	5,441	6,731	
EPS (元)	1.65	0.76	0.54	0.72	0.90	

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	
经营活动现金流	4,124	867	730	2,380	3,985	
净利润	6,820	3,157	2,249	2,972	3,709	
折旧摊销	1,734	2,070	1,661	1,652	2,056	
营运资金变动	-2,322	-3,644	-2,887	-1,854	-1,342	
其它	-2,108	-716	-293	-389	-438	
投资活动现金流	-1,247	98	-890	-1,631	-1,873	
资本支出	-2,301	83	-809	-1,650	-1,917	
投资变动	1,132	-473	-250	-250	-250	
其他	-78	488	169	269	293	
筹资活动现金流	-2,467	-470	701	-752	-881	
银行借款	-74	2,818	1,000	700	900	
股权融资	10	60	1	0	0	
其他	-2,402	-3,348	-300	-1,452	-1,781	
现金净增加额	403	496	515	-4	1,231	
期初现金余额	2,227	2,630	3,126	3,641	3,638	
期末现金余额	2,630	3,126	3,641	3,638	4,869	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	2.5%	-26.3%	9.8%	17.3%	9.2%
营业利润增长	11.1%	-53.5%	-27.8%	31.3%	24.3%
归母净利润增长	9.6%	-53.9%	-28.6%	32.0%	24.9%
获利能力					
毛利率	35.6%	28.0%	22.4%	23.8%	25.7%
净利率	33.8%	21.2%	13.8%	15.5%	17.7%
ROE	24.0%	10.6%	7.2%	9.0%	10.5%
ROIC	12.2%	5.5%	5.3%	6.5%	7.5%
偿债能力					
资产负债率	40.8%	42.4%	42.8%	42.6%	42.1%
净负债比率	32.5%	36.3%	38.1%	38.1%	34.7%
流动比率	0.93	0.93	1.05	1.12	1.22
速动比率	0.59	0.58	0.62	0.61	0.65
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.30	0.31	0.34	0.35
应收账款周转率	12.08	9.70	10.66	11.11	11.61
存货周转率	4.11	2.47	2.33	2.02	1.77
每股指标 (元)					
每股收益	1.65	0.76	0.54	0.72	0.90
每股经营现金流	1.03	0.22	0.18	0.59	1.00
每股净资产	6.89	7.15	7.50	7.94	8.49
估值比率					
P/E	8.30	12.93	17.09	12.95	10.37
P/B	1.99	1.37	1.24	1.17	1.09
EV/EBITDA	8.45	10.21	10.71	9.16	7.36

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

股票投资评级：	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
行业投资评级：	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。