

中国巨石 (600176.SH)

优于大市

2024年三季度报点评：复价落地叠加降本增效，Q3业绩继续改善

核心观点

单季度收入增速逐季提升，扣非净利同比大幅改善。2024年1-9月公司实现营业收入116.32亿元，同比+1.81%，归母净利润15.33亿元，同比-42.66%，扣非归母净利润11.56亿元，同比-28.81%，EPS为0.383元/股；其中Q3单季度实现营业收入38.93亿元，同比+8.27%，Q1、Q2单季同比-7.86%/+4.77%，归母净利润5.72亿元，同比-6.38%，Q1、Q2单季同比-61.97%/-46.5%，扣非归母净利润5.28亿元，同比+49.18%，Q1、Q2单季同比-65.95%/-40.73%，单季度收入增速逐季提升，扣非净利同比大幅改善，其中资产处置收益继续下降，Q3单季2279万元，上年同期1.85亿。

复价落地叠加降本增效，盈利能力环比继续修复。2024年1-9月公司实现综合毛利率23.7%，同比-4.93pp，Q1、Q2、Q3单季度毛利率分别为20.1%/22.6%/28.2%，同比-9.8pp/-6.3pp/+1.0pp，Q3环比+5.6pp，受益于有序稳价复价持续落地带动产品均价提升和成本管控持续加强，Q3毛利率同比修复、环比大幅提升。费用端小幅提升，1-9月期间费用率10.5%，同比+0.67pp，其中销售/管理/财务/研发费用率同比+0.05pp/-0.03pp/+0.94pp/-0.29pp，财务费用率提升主要受汇兑损失拖累，Q3单季期间费用率10.9%，同比-1.34pp，环比+2.11pp。1-9月净利率13.6%，同比-10.6pp，Q1、Q2、Q3单季度净利率分别为10.8%/14.3%/15.4%，同比-15.1pp/-14.2pp/-2.3pp，Q3环比+1.1pp，盈利能力继续改善。

经营性现金流同比改善，产能扩张有序推进。2024年1-9月公司实现经营活动现金流净额10.7亿元，同比+121%，现金流同比大幅改善，主要受兑付到期应付银行承兑汇票减少的影响，1-9月构建固定资产等支付现金11.2亿元，同比-5.8%，资本开支总体稳健，目前淮安一期两条线合计20万吨年内均已点火，埃及8改12万吨产线也已复产，九江20万吨产线年底存点火预期，此外仍有淮安二期两条线合计20万吨在建，产能扩张有序推进，并持续优化结构。

风险提示：经济复苏不及预期；产能投放超预期；原燃料价格上涨超预期

投资建议：结构优势凸显，持续看好龙头优势扩大，维持“优于大市”评级

公司作为玻纤龙头，持续优化结构并稳步推动复价增量，风电、短切等高端产品占比高，同时积极布局海外市场，产品、产能结构优势明显。今年以来玻纤价格低位回升，公司盈利率先修复，短期结构性复价依旧可期，后续有望进一步充分受益，持续看好公司作为玻纤龙头的竞争优势。预计24-26年EPS分别为0.57/0.73/0.85元/股，对应PE为19.8/15.5/13.3x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,192	14,876	15,880	17,961	19,616
(+/-%)	2.5%	-26.3%	6.7%	13.1%	9.2%
净利润(百万元)	6610	3044	2285	2913	3403
(+/-%)	9.6%	-53.9%	-24.9%	27.5%	16.8%
每股收益(元)	1.65	0.76	0.57	0.73	0.85
EBIT Margin	27.7%	17.1%	15.4%	18.6%	20.3%
净资产收益率 (ROE)	24.0%	10.6%	7.5%	8.9%	9.6%
市盈率 (PE)	6.8	14.9	19.8	15.5	13.3
EV/EBITDA	8.9	14.6	11.5	9.9	9.0
市净率 (PB)	1.64	1.58	1.48	1.38	1.27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·玻璃玻纤

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：陈颖

0755-81981825

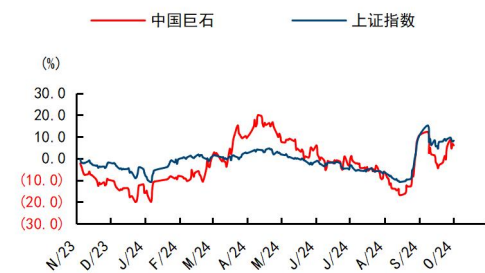
chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	11.30元
总市值/流通市值	45235/45235百万元
52周最高价/最低价	13.12/8.50元
近3个月日均成交额	286.24百万元

市场走势



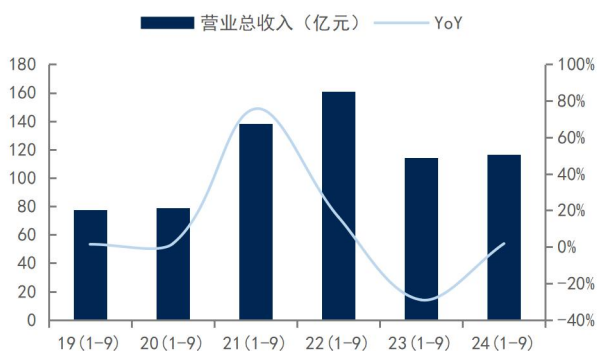
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国巨石 (600176.SH) -2024年中报点评：复价增量，Q2盈利能力环比修复》——2024-08-26
- 《中国巨石 (600176.SH) -行业景气持续探底，销量逆势增长巩固龙头优势》——2024-03-22
- 《中国巨石 (600176.SH) ——2023年中报点评-销量逆势增长巩固龙头优势，业绩略超此前预告》——2023-08-21
- 《中国巨石 (600176.SH) -2023年一季度报点评：底部基本确认，静待景气回升》——2023-04-21
- 《中国巨石 (600176.SH) -2022年年报点评：周期底部蓄势，看好玻纤龙头竞争优势》——2023-03-21

单季度收入增速逐季提升，扣非净利同比大幅改善。2024年1-9月公司实现营收116.32亿元，同比+1.81%，归母净利润15.33亿元，同比-42.66%，扣非归母净利润11.56亿元，同比-28.81%，EPS为0.383元/股；其中Q3单季度实现营收38.93亿元，同比+8.27%，Q1、Q2单季同比-7.86%/+4.77%，归母净利润5.72亿元，同比-6.38%，Q1、Q2单季同比-61.97%/-46.5%，扣非归母净利润5.28亿元，同比+49.18%，Q1、Q2单季同比-65.95%/-40.73%，单季度收入增速逐季提升，扣非净利同比大幅改善，其中资产处置收益继续下降，Q3单季2279万元，上年同期1.85亿。

图1：中国巨石营业收入及增速（单位：亿元、%）



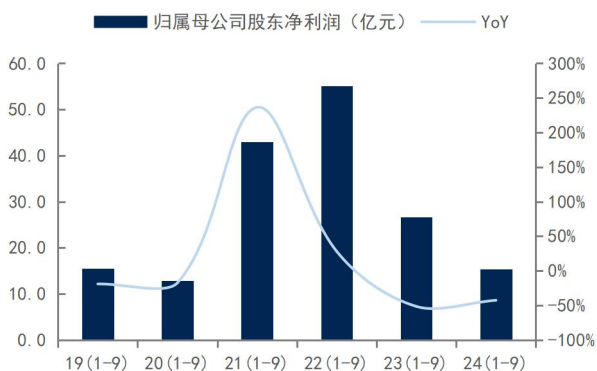
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国巨石单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中国巨石归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

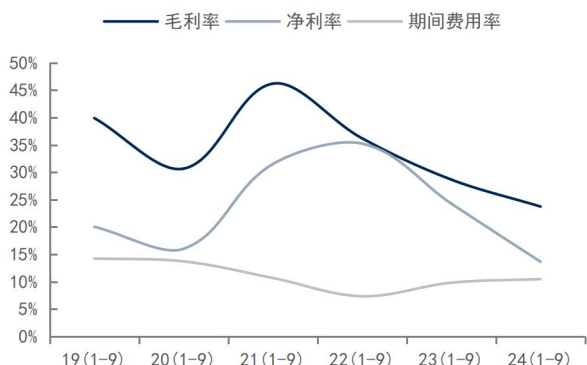
图4：中国巨石单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

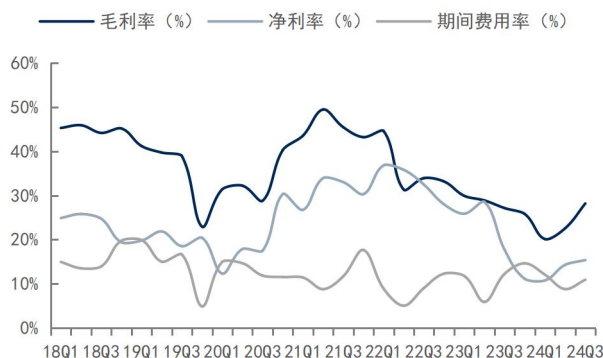
复价落地叠加降本增效，盈利能力环比继续修复。2024年1-9月公司实现综合毛利率23.7%，同比-4.93pp，Q1、Q2、Q3单季度毛利率分别为20.1%/22.6%/28.2%，同比-9.8pp/-6.3pp/+1.0pp，Q3环比+5.6pp，受益于有序稳价复价持续落地带动产品均价提升和成本管控持续加强，Q3毛利率同比修复、环比大幅提升。费用端小幅提升，1-9月期间费用率10.5%，同比+0.67pp，其中销售/管理/财务/研发费用率同比+0.05pp/-0.03pp/+0.94pp/-0.29pp，财务费用率提升主要受汇兑损失拖累，Q3单季期间费用率10.9%，同比-1.34pp，环比+2.11pp。1-9月净利率13.6%，同比-10.6pp，Q1、Q2、Q3单季度净利率分别为10.8%/14.3%/15.4%，同比-15.1pp/-14.2pp/-2.3pp，Q3环比+1.1pp，盈利能力继续改善。

图5: 中国巨石毛利率和净利率及期间费用率 (单位: %)



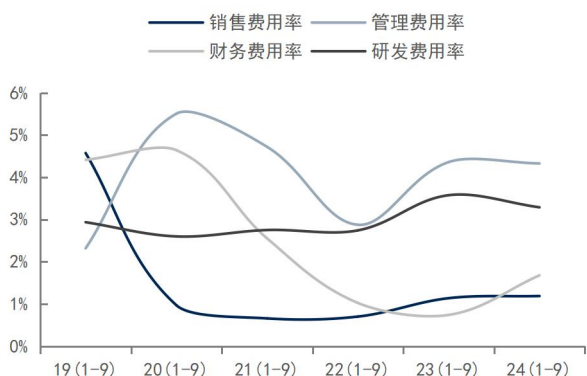
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 中国巨石单季度毛利率和净利率及期间费用率(单位:%)



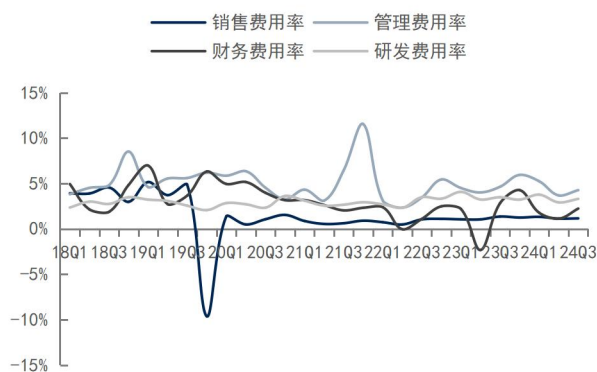
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 中国巨石期间费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 中国巨石单季度期间费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

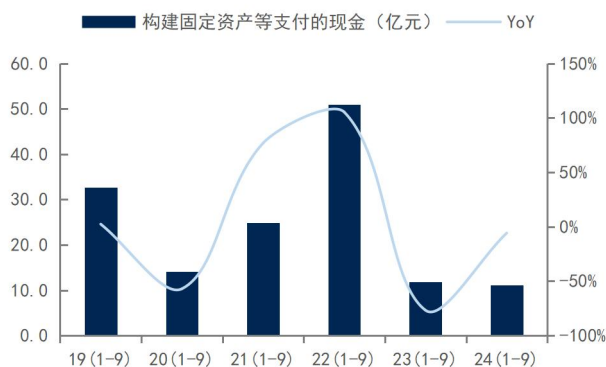
经营性现金流同比改善，产能扩张有序推进。2024年1-9月公司实现经营活动现金流净额10.7亿元，同比+121%，现金流同比大幅改善，主要受兑付到期应付银行承兑汇票减少的影响，1-9月构建固定资产等支付现金11.2亿元，同比-5.8%，资本开支总体稳健，目前淮安一期两条线合计20万吨年内均已点火，埃及8改12万吨产线也已复产，九江20万吨产线年底存点火预期，此外仍有淮安二期两条线合计20万吨在建，产能扩张有序推进，并持续优化结构。

图9：中国巨石经营活动现金流净额及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：中国巨石构建固定资产等支付现金及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

结构优势凸显，持续看好龙头优势扩大，维持“优于大市”评级。公司作为玻纤龙头，持续优化结构并稳步推动复价增量，风电、短切等高端产品占比高，同时积极布局海外市场，产品、产能结构优势明显。今年以来玻纤价格低位回升，公司盈利率先修复，短期结构性复价依旧可期，后续有望进一步充分受益，持续看好公司作为玻纤龙头的竞争优势。预计 24-26 年 EPS 分别为 0.57/0.73/0.85 元/股，对应 PE 为 19.8/15.5/13.3x，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2636	3126	6857	10690	14166	营业收入	20192	14876	15880	17961	19616
应收款项	3300	3875	3723	4338	4785	营业成本	13004	10710	11805	12783	13638
存货净额	4129	4533	3969	3887	4214	营业税金及附加	170	222	206	233	255
其他流动资产	1848	1849	1714	2086	2197	销售费用	158	173	191	216	235
流动资产合计	11917	13388	16266	21005	25366	管理费用	685	703	725	815	886
固定资产	33417	34945	33606	32529	31891	研发费用	577	519	508	575	628
无形资产及其他	945	1065	1172	1302	1458	财务费用	266	232	405	335	272
投资性房地产	936	1025	1025	1025	1025	投资收益	(32)	209	200	200	200
长期股权投资	1419	1652	1800	1991	2161	资产减值及公允价值变动	(53)	9	0	0	0
资产总计	48634	52074	53870	57852	61900	其他收入	2301	721	92	(175)	(328)
短期借款及交易性金融负债	6190	7949	8000	8400	8820	营业利润	8124	3776	2839	3605	4202
应付款项	3676	3381	3355	3724	4077	营业外净收支	(85)	(68)	(50)	(50)	(50)
其他流动负债	2901	3122	2656	3120	3237	利润总额	8039	3708	2789	3555	4152
流动负债合计	12767	14453	14012	15245	16134	所得税费用	1219	550	418	533	623
长期借款及应付债券	5809	6041	6041	6041	6041	少数股东损益	210	113	85	108	126
其他长期负债	1260	1582	1923	2254	2590	归属于母公司净利润	6610	3044	2285	2913	3403
长期负债合计	7069	7623	7964	8295	8631	现金流量表 (百万元)					
负债合计	19836	22076	21976	23540	24765	净利润	6610	3044	2285	2913	3403
少数股东权益	1200	1356	1424	1511	1612	资产减值准备	29	(30)	0	(0)	(0)
股东权益	27598	28642	30470	32801	35523	折旧摊销	1733	2060	3381	3620	3806
负债和股东权益总计	48634	52074	53870	57852	61900	公允价值变动损失	53	(9)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	266	232	405	335	272
每股收益	1.65	0.76	0.57	0.73	0.85	营运资本变动	719	(853)	701	260	(80)
每股红利	0.59	0.63	0.11	0.15	0.17	其它	106	50	68	87	101
每股净资产	6.89	7.15	7.61	8.19	8.87	经营活动现金流	9251	4263	6435	6880	7229
ROIC	13%	5%	4%	7%	8%	资本开支	0	(3523)	(2150)	(2672)	(3323)
ROE	24%	11%	8%	9%	10%	其它投资现金流	1062	0	0	0	0
毛利率	36%	28%	26%	29%	30%	投资活动现金流	998	(3755)	(2299)	(2863)	(3493)
EBIT Margin	28%	17%	15%	19%	20%	权益性融资	(8)	60	0	0	0
EBITDA Margin	36%	31%	37%	39%	40%	负债净变化	(500)	932	0	0	0
收入增长	2%	-26%	7%	13%	9%	支付股利、利息	(2364)	(2503)	(457)	(583)	(681)
净利润增长率	10%	-54%	-25%	27%	17%	其它融资现金流	(4128)	3067	51	400	420
资产负债率	43%	45%	43%	43%	43%	融资活动现金流	(9865)	(17)	(406)	(183)	(261)
股息率	5.2%	5.5%	1.0%	1.3%	1.5%	现金净变动	384	490	3730	3834	3476
P/E	6.8	14.9	19.8	15.5	13.3	货币资金的期初余额	2252	2636	3126	6857	10690
P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3	货币资金的期末余额	2636	3126	6857	10690	14166
EV/EBITDA	8.9	14.6	11.5	9.9	9.0	企业自由现金流	0	(145)	4009	4046	3780
						权益自由现金流	0	3853	3715	4161	3969

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032