

建筑材料

2026 年 01 月 06 日

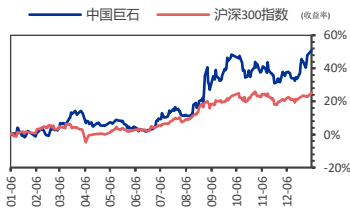
有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据: 2026 年 01 月 05 日	
收盘价 (元)	17.50
一年内最高/最低 (元)	17.85/10.70
市净率	2.2
股息率% (分红/股价)	2.34
流通 A 股市值 (百万元)	70,055
上证指数/深证成指	4,023.42/13,828.63
注: “股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据: 2025 年 09 月 30 日	
每股净资产 (元)	7.90
资产负债率%	39.40
总股本/流通 A 股 (百万)	4,003/4,003
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

任杰 A0230522070003
renjie@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com
郝子禹 A0230524060003
haozy2@swsresearch.com

研究支持

郝子禹 A0230524060003
haozy2@swsresearch.com

联系人

郝子禹 A0230524060003
haozy2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

中国巨石 (600176)

——股权激励草案出台，看好 2026 年价格弹性

投资要点:

- **事件: 2025 年限制性股票激励计划 (草案), 目标 2026-2028 年扣非归母 34.3、36.6、39.6 亿元。**公司拟授予限制性股票总量不超过 3,452.82 万股, 占总股本 0.86%, 其中首次授予 90%, 预留 10%。本激励计划的首次授予激励对象不超过 618 人, 占 2024 年报员工总人数的 4.6%, 首次授予价格为每股 10.19 元, 约为 2025 年 12 月 31 日收盘价的 60%。解禁目标为: 1、2026-2028 年扣非归母净利润较 2024 年分别复合增长 38.5%、27.0%、22.0%, 计算分别为 34.3、36.6、39.6 亿元, 且复合增速不低于同行业平均 75 分位值; 2、2026-2028 年扣除非经后的加权平均 ROE 分别不低于 10.25%、10.28%、10.45%; 3、2026-2028 年经济增加值改善值 Δ EVA > 0。2025 年前三季度公司已实现扣非归母净利润 26.1 亿元, 考虑未来扩产与提价机会, 公司股权激励实现概率较大。
- **行业资本开支周期基本结束, 看好 2026 年粗纱与 7628 布价格弹性。**我们梳理发现 2026 年行业潜在新增产能较少, 仅 40 万吨左右, 考虑冷修后, 2026 年行业实际净新增或仅 27 万吨左右, 较 2024-2025 年大幅减少, 这或意味着玻纤行业 2021 年来的资本开支大周期或将结束。近期行业库存天数基本走平, 表明过去新增产能消化状态良好。月频产能变化看, 当前处于产能增速较高的阶段, 2026 年-2027 年行业新增产能增速将逐步降低。考虑 2026 年需求或存韧性, 风电纱长协价格稳中有增, 风电装机或有韧性; 汽车、家电等领域需求仍有望平稳增长。供给驱动下, 看好公司 2026 年价格弹性。我们测算 330 万吨销量假设下, 粗纱价格每上涨 300 元, 公司净利润增加约 7.4 亿元; 11 亿米销量假设下, 电子布每上涨 3 毛钱, 净利润增加约 2.5 亿元。
- **特种布加速布局, 看好公司实现突破。**PCB 高景气带动玻璃纤维特种布供不应求, 中国巨石作为粗纱和 7628 布的头部企业, 有望在特种布领域实现后发超车。公司在近年加速了对特种布的布局, 已持续向下游送样。预计公司采用池窑法技术路线推进特种布研发生产。相较于当前主流的坩埚法, 池窑法生产规模更大、单位成本更低, 但技术难度更大, 资本开支更高; 而坩埚法成本高、能耗高、规模小, 但良品率更好控制。行业普遍扩产背景下, 池窑法的成本和规模优势或更突出。公司此前粗纱与电子布的池窑与织布的技术积累, 有望在特种布领域实现复利效果。
- **投资分析意见:**考虑 2026 年行业新增产能减少, 需求有韧性, 公司在规模、成本、产品结构上均有自身优势, 有望充分受益。我们上调公司盈利预测, 预计 2025-2027 年分别实现归母净利润 36.8、47.3、52.4 亿元 (前次预测 33.5、38.6、44.2 亿元, 分别上调 9.8%、22.7%、18.5%), 对应市盈率 19、15、13 倍, 维持公司“**买入**”评级。
- **风险提示:**行业产能投放节奏超预期, 特种布突破进展不及预期, 外贸扰动因素扩大。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	15,856	13,904	18,577	20,317	23,155
同比增长率 (%)	6.6	19.5	17.2	9.4	14.0
归母净利润 (百万元)	2,445	2,568	3,676	4,733	5,241
同比增长率 (%)	-19.7	67.5	50.4	28.7	10.8
每股收益 (元/股)	0.61	0.64	0.92	1.18	1.31
毛利率 (%)	25.0	32.4	31.3	35.4	35.6
ROE (%)	8.1	8.1	10.9	12.7	12.8
市盈率	29	19	15	13	13

注: “净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

表 1: 公司 2026-2028 年激励目标梳理

	2024 年	2026E	2027E	2028E
扣非归母净利润复合增速	-	38.5%	27.0%	22.0%
扣非归母净利润 (亿元)	17.9	34.3	36.6	39.6
扣非加权平均净资产收益率	8.4%	10.3%	10.3%	10.5%

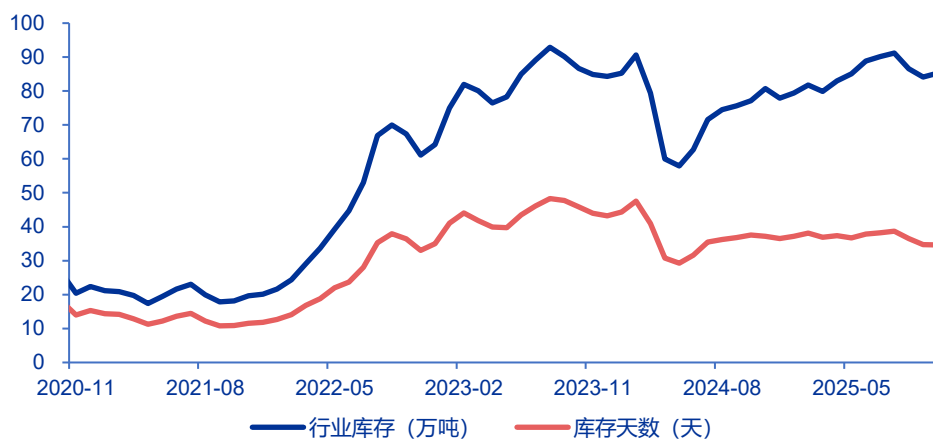
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

 注: 另需完成经济增加值改善值 $\Delta > 0$, 复合增速和加权 ROE 不低于可比公司 75 分位值。

表 2: 玻纤行业资本开支大周期或基本结束 (万吨)

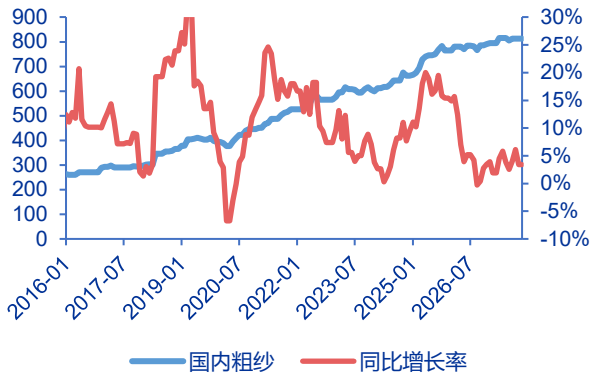
国内合计	新点火	冷修	复产	停产	净新增
2021 年	93	14	14	9	85
2022 年	96	35	0	0	61
2023 年	33	46	18	11	-6
2024 年	64	27	42	5	74
2025 年	74	38	55	0	91
2026 年 E	40.0	28.9	23.5	7.6	27.0
2027 年 E	35	47	42	0	30

资料来源: 卓创资讯, 申万宏源研究

图 1: 玻纤行业库存天数总体平稳


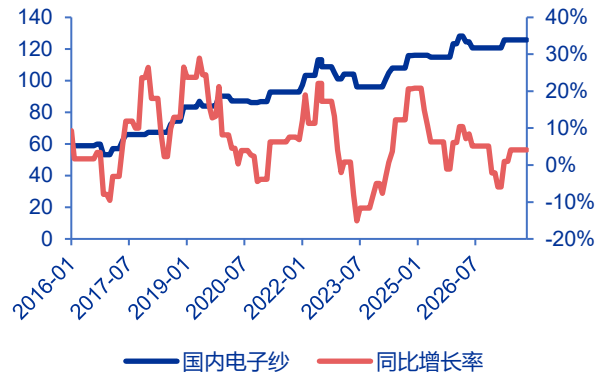
资料来源: 卓创资讯, 申万宏源研究

图 2: 国内粗纱总产能及变化 (万吨)



资料来源: 万得, 申万宏源研究

图 3: 国内电子纱总产能及变化 (万吨)



资料来源: 万得, 申万宏源研究

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14,876	15,856	18,577	20,317	23,155
其中：营业收入	14,876	15,856	18,577	20,317	23,155
减：营业成本	10,710	11,888	12,764	13,117	14,906
减：税金及附加	222	229	268	293	334
主营业务利润	3,944	3,739	5,545	6,907	7,915
减：销售费用	173	199	212	217	231
减：管理费用	703	344	646	695	772
减：研发费用	519	528	549	596	667
减：财务费用	232	218	181	107	254
经营性利润	2,317	2,450	3,957	5,292	5,991
加：信用减值损失 (损失以“-”填列)	-17	21	-36	-13	-21
加：资产减值损失 (损失以“-”填列)	-5	-25	0	0	0
加：投资收益及其他	531	297	400	361	340
营业利润	3,776	3,005	4,421	5,741	6,361
加：营业外净收入	-68	-2	0	-13	-20
利润总额	3,708	3,003	4,421	5,728	6,341
减：所得税	550	474	631	849	938
净利润	3,157	2,529	3,790	4,879	5,403
少数股东损益	113	85	114	146	162
归属于母公司所有者的净利润	3,044	2,445	3,676	4,733	5,241

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。