

# 中国巨石（600176）

## 2022 年年报点评：景气筑底，蓄势向上

买入（维持）

2023 年 03 月 23 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书：S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值          | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元）       | 20,192 | 19,972 | 24,016 | 29,069 |
| 同比               | 2%     | -1%    | 20%    | 21%    |
| 归属母公司净利润（百万元）    | 6,610  | 5,433  | 6,809  | 8,503  |
| 同比               | 10%    | -18%   | 25%    | 25%    |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 1.65   | 1.36   | 1.70   | 2.12   |
| P/E（现价&最新股本摊薄）   | 8.69   | 10.57  | 8.44   | 6.76   |

关键词：#产品结构变动带来利润率上升

### 投资要点

- **事件：**公司披露 2022 年年报，全年实现营业总收入 201.92 亿元、归母净利润 66.10 亿元、扣非后归母净利润 43.77 亿元，分别同比+2.5%、+9.6%、-15.0%，基本符合我们的预期。
- **盈利底部抬升显示粗纱高端化成效和盈利波动性减小，第二曲线电子布销量延续高增长。**（1）行业低端产品价格大幅下跌，根据卓创统计，全国无碱缠绕直接纱 Q4 均价环比 Q3 下跌 871 元/吨，但公司 Q4 收入环比 Q3 仅小幅下降 2.5%，虽然受粗纱价格下行的拖累，但产销得益于内需回暖和下游补库出现明显改善，预计细纱销量继续维持同比高增长，价格受益于供给收缩和下游集中补库出现反弹。（2）公司 Q4 单季毛利率环比仅小幅下降 0.7pct，一方面得益于电子布价格反弹、盈利回升以及分母端的下降，另一方面也反映中高端产品占比提升使得公司粗纱盈利降幅明显小于市场低端产品价格跌幅。（4）公司 Q4 单季净利率为 28.0%，环比-4.5pct，扣非后归母净利润/收入为 19.0%，环比+0.8pct，高于上一轮 2020Q2-2020Q3 底部盈利，也反映高端化的成果和成本的持续优势。
- **Q4 费用端控制良好，资金处置收益继续贡献非经常性损益。**公司 Q4 期间费用率 12.3%，同比-5.4pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.1%/5.4%/3.3%/2.5%，同比分别+0.2pct/-6.1pct/+0.4pct/+0.2pct，管理费用的压缩主要因上年计提超额利润分享使得职工薪酬较大，财务费用总额同比减少 25.5%，主要得益于利息收入增加及平均融资利息支出减少。此外，公司 Q4 单季度实现资产处置收益 3.81 亿元，同比-1.44 亿元，实现投资收益-0.59 亿元，同比-0.70 亿元。
- **资本开支速度有所放缓，负债率明显压降。**公司 Q4 实现经营活动现金流量净额 5.10 亿元，同比-74.9%，预计受扣非后利润下降和库存小幅上升的影响。公司 Q4 购建固定资产、无形资产和其他长期资产现金流 4.46 亿元，同比-61.9%，公司 2022 年年报资产负债率 40.8%，同比下降 5.5pct，负债率的明显下降利好财务费用率压缩。
- **2023 年行业有望重归供需平衡，景气筑底回暖。**我们认为 2023 年粗纱有望重归供需平衡，行业累库放缓或开始去化，景气筑底回暖，若风电需求弹性超预期，行业盈利弹性更大。此外电子布供给过剩已在 2022 年明显化解，随着需求复苏，价格中枢有望上移。
- **盈利预测与投资评级：**公司成本领先构筑先发优势，产品升级持续深化护城河，2023 年扣非后利润有望筑底回升，推动估值修复。我们调整公司 2023-2025 年归母净利润至 54.3（-4%）/68.1（-8%）、85.0（新增）亿元，3 月 22 日收盘价对应市盈率 10.6、8.4、6.8 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**内需回升幅度不及预期的风险，海外经济进一步衰退的风险，原燃料价格上升超预期的风险。

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 14.35       |
| 一年最低/最高价      | 11.44/17.78 |
| 市净率(倍)        | 2.08        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 57,445.01   |
| 总市值(百万元)      | 57,445.01   |

### 基础数据

|             |          |
|-------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 6.89     |
| 资产负债率(%，LF) | 40.79    |
| 总股本(百万股)    | 4,003.14 |
| 流通 A 股(百万股) | 4,003.14 |

### 相关研究

《中国巨石(600176)：成本优势筑基石，技术升级拓市场》

2023-03-08

## 内容目录

|                  |   |
|------------------|---|
| 1. 事件 .....      | 4 |
| 2. 点评 .....      | 4 |
| 3. 盈利预测与评级 ..... | 5 |
| 4. 风险提示 .....    | 5 |

## 图表目录

|                         |   |
|-------------------------|---|
| 图 1: 公司粗纱及制品、电子布销量..... | 4 |
| 图 2: 公司单季度毛利率、净利率.....  | 4 |

## 1. 事件

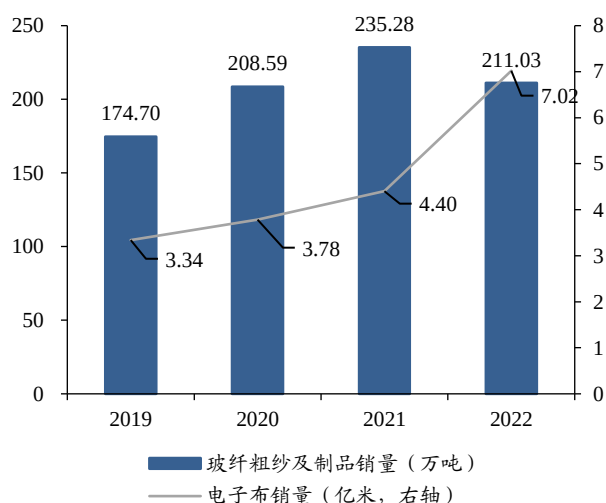
公司披露 2022 年年报，全年实现营业总收入 201.92 亿元、归母净利润 66.10 亿元、扣非后归母净利润 43.77 亿元，分别同比+2.5%、+9.6%、-15.0%，基本符合我们的预期。

## 2. 点评

**2022 年全年盈利创历史新高，但下半年行业景气快速回落。**公司全年归母净利润在高基数上实现同比 9.6% 的增长，除了主营业务外，得益于漏板技术的创新和进步，公司利用市场机会出售闲置铈粉，实现资产处置收益 25.73 亿元。2022 年下半年由于外需下行和内需低迷，粗纱销量降幅扩大，同比减少 16.9% 至 104.01 万吨，对应单吨综合毛利较 2022 年上半年下降 1449 元至 2671 元，对应单吨扣非后归母净利润较 2022 年上半年下降 1157 元至 1487 元。下半年电子布销量则得益于产能释放维持高增长，同比增长 71.4% 至 3.74 亿米。

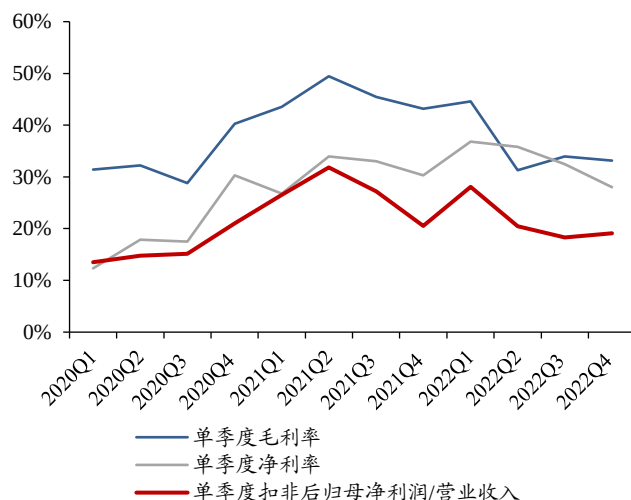
**盈利底部抬升显示粗纱高端化成效和盈利波动性减小，第二曲线电子布销量延续高速增长。**（1）行业低端产品价格大幅下跌，根据卓创统计，全国无碱缠绕直接纱 Q4 均价环比 Q3 下跌 871 元/吨，但公司 Q4 收入环比 Q3 仅小幅下降 2.5%，虽然受粗纱价格下行的拖累，但产销得益于内需回暖和下游补库出现明显改善，预计细纱销量继续维持同比高增长，价格受益于供给收缩和下游集中补库出现反弹。（2）公司 Q4 单季毛利率环比仅小幅下降 0.7pct，一方面得益于电子布价格反弹、盈利回升以及分母端的下降，另一方面也反映中高端产品占比提升使得公司粗纱盈利降幅明显小于市场低端产品价格跌幅。（4）公司 Q4 单季净利率为 28.0%，环比 Q3-4.5pct，扣非后归母净利润/收入为 19.1%，环比+0.8pct，高于上一轮 2020Q2-2020Q3 底部盈利，也反映高端化的成果和成本的持续优势。

图1：公司粗纱及制品、电子布销量



数据来源：公司定期报告、东吴证券研究所

图2：公司单季度毛利率、净利率



数据来源：公司定期报告、东吴证券研究所

**Q4 费用端控制良好，资金处置收益继续贡献非经常性损益。**公司 Q4 期间费用率 12.3%，同比-5.4pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.1%/5.4%/3.3%/2.5%，同比分别+0.2pct/-6.1pct/+0.4pct/+0.2pct，管理费用的压缩主要因上年计提超额利润分享使得职工薪酬较大，财务费用总额同比减少 25.5%，主要得益于利息收入增加及平均融资利息支出减少。此外，公司 Q4 单季度实现资产处置收益 3.81 亿元，同比减少 1.44 亿元，实现投资收益-0.59 亿元，同比减少 0.70 亿元。

**资本开支速度有所放缓，负债率明显压降。**公司 Q4 实现经营活动现金流量净额 5.10 亿元，同比-74.9%，预计受扣非后利润下降和库存小幅上升的影响。公司 Q4 购建固定资产、无形资产和其他长期资产现金流 4.46 亿元，同比-61.9%，公司 2022 年年报资产负债率 40.8%，同比下降 5.5pct，负债率的明显下降利好财务费用率压缩。

**2023 年行业有望重归供需平衡，景气筑底回暖，公司 ROE 回升有望推动市净率回升至历史中枢。**我们认为 2023 年粗纱有望重归供需平衡，行业累库放缓或开始去化，景气筑底回暖，若风电需求弹性超预期，行业盈利弹性更大。此外电子布供给过剩已在 2022 年明显化解，随着需求复苏，价格中枢有望上移。

### 3. 盈利预测与评级

公司成本领先构筑先发优势，产品升级持续深化护城河，2023 年扣非后利润有望筑底回升，推动估值修复。我们调整公司 2023-2025 年归母净利润至 54.3（-4%）/68.1（-8%）、85.0（新增）亿元，3 月 22 日收盘价对应市盈率 10.6、8.4、6.8 倍，维持“买入”评级。

### 4. 风险提示

内需回升幅度不及预期的风险，海外经济进一步衰退的风险，原燃料价格上升超预期的风险。

## 中国巨石三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)       |               |               |               |               | 利润表(百万元)        |               |               |               |               |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |                 | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
| <b>流动资产</b>      | <b>11,917</b> | <b>11,752</b> | <b>12,937</b> | <b>15,211</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>20,192</b> | <b>19,972</b> | <b>24,016</b> | <b>29,069</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 2,640         | 3,205         | 3,221         | 4,707         | 营业成本(含金融类)      | 13,004        | 12,554        | 14,226        | 16,515        |
| 经营性应收款项          | 3,493         | 3,366         | 4,245         | 5,109         | 税金及附加           | 170           | 168           | 202           | 245           |
| 存货               | 4,129         | 3,543         | 3,411         | 3,011         | 销售费用            | 158           | 156           | 187           | 227           |
| 合同资产             | 0             | 0             | 0             | 0             | 管理费用            | 685           | 839           | 985           | 1,250         |
| 其他流动资产           | 1,655         | 1,638         | 2,059         | 2,384         | 研发费用            | 577           | 599           | 696           | 843           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>36,717</b> | <b>40,712</b> | <b>46,690</b> | <b>53,161</b> | 财务费用            | 266           | 210           | 216           | 291           |
| 长期股权投资           | 1,419         | 1,469         | 1,569         | 1,689         | 加:其他收益          | 276           | 280           | 288           | 349           |
| 固定资产及使用权资产       | 28,907        | 33,890        | 39,729        | 45,903        | 投资净收益           | -32           | 90            | 120           | 150           |
| 在建工程             | 4,514         | 3,457         | 3,478         | 3,639         | 公允价值变动          | -19           | 0             | 0             | 0             |
| 无形资产             | 945           | 964           | 982           | 998           | 减值损失            | -6            | -30           | -39           | -44           |
| 商誉               | 470           | 470           | 470           | 470           | 资产处置收益          | 2,573         | 900           | 500           | 300           |
| 长期待摊费用           | 3             | 3             | 3             | 3             | <b>营业利润</b>     | <b>8,124</b>  | <b>6,685</b>  | <b>8,373</b>  | <b>10,452</b> |
| 其他非流动资产          | 459           | 459           | 459           | 459           | 营业外净收支          | -85           | -84           | -101          | -122          |
| <b>资产总计</b>      | <b>48,634</b> | <b>52,465</b> | <b>59,627</b> | <b>68,373</b> | <b>利润总额</b>     | <b>8,039</b>  | <b>6,601</b>  | <b>8,271</b>  | <b>10,330</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>12,767</b> | <b>10,932</b> | <b>12,184</b> | <b>13,384</b> | 减:所得税           | 1,219         | 995           | 1,246         | 1,556         |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 6,190         | 5,190         | 5,190         | 5,690         | <b>净利润</b>      | <b>6,820</b>  | <b>5,606</b>  | <b>7,025</b>  | <b>8,774</b>  |
| 经营性应付款项          | 3,676         | 2,880         | 3,838         | 4,145         | 减:少数股东损益        | 210           | 173           | 217           | 271           |
| 合同负债             | 502           | 502           | 569           | 661           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>6,610</b>  | <b>5,433</b>  | <b>6,809</b>  | <b>8,503</b>  |
| 其他流动负债           | 2,400         | 2,361         | 2,588         | 2,889         | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 1.65          | 1.36          | 1.70          | 2.12          |
| 非流动负债            | 7,069         | 7,119         | 7,619         | 8,419         | EBIT            | 5,868         | 5,955         | 8,032         | 10,366        |
| 长期借款             | 4,309         | 4,309         | 4,509         | 5,009         | EBITDA          | 7,602         | 6,960         | 9,204         | 11,665        |
| 应付债券             | 1,499         | 1,549         | 1,849         | 2,149         | 毛利率(%)          | 35.60         | 37.14         | 40.77         | 43.18         |
| 租赁负债             | 3             | 3             | 3             | 3             | 归母净利率(%)        | 32.74         | 27.20         | 28.35         | 29.25         |
| 其他非流动负债          | 1,257         | 1,257         | 1,257         | 1,257         | 收入增长率(%)        | 2.46          | -1.09         | 20.25         | 21.04         |
| <b>负债合计</b>      | <b>19,836</b> | <b>18,051</b> | <b>19,803</b> | <b>21,803</b> | 归母净利润增长率(%)     | 9.65          | -17.81        | 25.32         | 24.89         |
| 归属母公司股东权益        | 27,598        | 33,041        | 38,235        | 44,710        |                 |               |               |               |               |
| 少数股东权益           | 1,200         | 1,373         | 1,589         | 1,860         |                 |               |               |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>28,797</b> | <b>34,413</b> | <b>39,824</b> | <b>46,570</b> |                 |               |               |               |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>48,634</b> | <b>52,465</b> | <b>59,627</b> | <b>68,373</b> |                 |               |               |               |               |

| 现金流量表(百万元) |        |        |        |        | 重要财务与估值指标      |       |       |       |       |
|------------|--------|--------|--------|--------|----------------|-------|-------|-------|-------|
|            | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |                | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流    | 4,124  | 5,750  | 7,900  | 9,803  | 每股净资产(元)       | 6.89  | 8.25  | 9.55  | 11.17 |
| 投资活动现金流    | -1,247 | -4,094 | -6,631 | -7,442 | 最新发行在外股份(百万股)  | 4,003 | 4,003 | 4,003 | 4,003 |
| 筹资活动现金流    | -2,467 | -1,091 | -1,253 | -874   | ROIC(%)        | 13.07 | 11.72 | 14.09 | 15.89 |
| 现金净增加额     | 403    | 565    | 17     | 1,486  | ROE-摊薄(%)      | 23.95 | 16.44 | 17.81 | 19.02 |
| 折旧和摊销      | 1,734  | 1,005  | 1,172  | 1,298  | 资产负债率(%)       | 40.79 | 34.41 | 33.21 | 31.89 |
| 资本开支       | -2,301 | -4,134 | -6,651 | -7,472 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 8.69  | 10.57 | 8.44  | 6.76  |
| 营运资本变动     | -2,322 | -126   | 60     | -118   | P/B(现价)        | 2.08  | 1.74  | 1.50  | 1.28  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>

