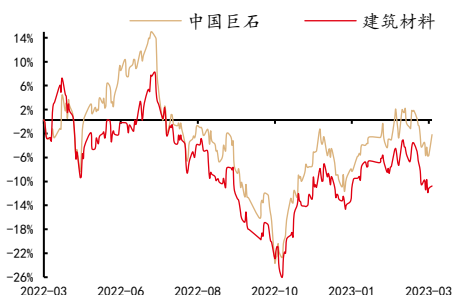


股票投资评级

增持|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	14.99
总股本/流通股本(亿股)	40.03 / 40.03
总市值/流通市值(亿元)	600 / 600
52周内最高/最低价	17.42 / 11.56
资产负债率(%)	40.8%
市盈率	9.08
第一大股东	北新建材(集团)有限公司
持股比例(%)	37.8%

研究所

分析师:丁士涛
SAC 登记编号:S1340522090005
Email:dingshitao@cnpsec.com
研究助理:刘依然
SAC 登记编号:S1340122090020
Email:liuyiran@cnpsec.com

中国巨石(600176)

玻纤周期底部，龙头韧性凸显

● 事件：

公司发布 2022 年度报告，2022 年实现营业收入 201.92 亿元，同比增长 2.46%，实现归母净利润 66.10 亿元，同比增长 9.65%；扣非归母净利润 43.77 亿元，同比下降 15.01%。2022 Q4 单季度实现营业收入 40.90 亿元，同比下降 30.33%；实现归母净利润 10.93 亿元，同比下降 36.61%；扣非归母净利润 7.80 亿元，同比下降 35.18%。

● 2022 玻纤景气下行，粗纱量价齐跌

公司 2022 年粗纱及制品销量 211.03 万吨，同比下降 10.31%。2022 年玻纤行业景气度走弱，从需求端来看，玻纤主要应用领域中占比较大的建筑、风电等市场需求下滑；2022 年，房地产新开工/竣工面积分别同比下降 39.4%/15%、风电装机量同比下降 20.7%。从供给端来看，2022 年，玻纤池窑产能新增 86 万吨/年，截至 2022 年底，在产池窑产能同比增长 7.73%。需求疲软与在产产能增加导致玻纤企业累库，截至 2022 年底，玻纤企业库存 64.25 万吨，同比增长 219.49%。价格方面，根据卓创资讯数据，主流产品无碱 2400 tex 缠绕直接纱全年均价为 5310.08 元/吨，同比下降 12.18%。

● 周期底部韧性凸显，静待量价拐点显现

2022 年，公司销售毛利率/净利率分别为 35.60%/33.78%，分别同比-9.71/+2.63 pct；其中，Q4 单季销售毛利率/净利率分别为 33.92%/32.45%，分别同比-10.04/+2.72 pct；环比下降 0.77/4.46 pct。公司毛利率下降主要由于粗纱及其制品的销售价格下降叠加天然气等能源价格涨幅较大导致成本端承压。2023 年开春，基建及建筑工程开复工提速，基建投资维持高增速以及房地产基本面预期筑底修复推动粗纱需求回暖；叠加行业处于盈利底部，新增产能的投放节奏将会放缓，供需格局有望呈现边际改善。风电和热塑等高端玻纤纱方面，根据风芒能源统计，2022 年风电纱招标量为 88.74 GW，同比增长约 49.7%；奠定 23 年风电新增装机量高增基础，风电纱市场需求有望显著改善。

● 高端产品占比持续提升，费用率下行显著

2022 年，公司桐乡基地细纱三期项目投产、成都年产 15 万吨短切原丝生产线点火；公司电子纱及电子布、热塑纱等高端产能增加，公司高端产品占比达到 85%。2022 年，公司电子布实现销量 7.02 亿米，同比增长 59.45%。另外，公司桐乡总部智能制造基地已于 2022 年全面落地，九江项目一期预计于 2023H1 落地，智能

化水平升级将使得公司规模效应更加显著。2022 年，公司期间费用率为 8.35%，同比下降 4.41 pct；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.78%/3.39%/2.86%/1.32%，分别同比+0.05/-3.36/+0.06/-1.16 pct。同时，公司对贵金属漏板加工技术升级创新，镑粉使用量下降；在周期底部、盈利承压情况下，公司通过出售部分贵金属以补充盈利、平滑周期。2022 年，公司资产处置收益为 25.73 亿元，同比增长 194.75%。

● 盈利预测与投资建议

公司是世界玻纤巨头，产能优势与智能制造带来的规模效应显著；且公司产品结构持续优化、短切线等高端产品占比提升增强盈利韧性。考虑到玻纤行业处于周期底部，尚需关注下游风电、新能源汽车等行业的需求回暖消化新增产能；我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 55.91/66.15/77.82 亿元（前值为 67.57/72.29/-亿元），分别同比-15.41%/+18.31%/+17.65%；EPS 分别为 1.40/1.65/1.94 元。维持“增持”评级。

● 风险提示：

下游需求不及预期；玻纤产能投放进度过快风险；原材料及燃料价格大幅上涨风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	20192	21333	24316	26709
增长率(%)	2.46	5.65	13.98	9.84
EBITDA（百万元）	7601.88	7739.55	8224.79	10367.05
归属母公司净利润（百万元）	6610.02	5591.23	6614.98	7782.38
增长率(%)	9.65	-15.41	18.31	17.65
EPS(元/股)	1.65	1.40	1.65	1.94
市盈率（P/E）	8.69	10.27	8.68	7.38
市净率（P/B）	2.08	1.83	1.60	1.40
EV/EBITDA	8.45	8.46	7.64	5.69

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	20192	21333	24316	26709	营业收入	2.5%	5.7%	14.0%	9.8%
营业成本	13004	14270	15662	16593	营业利润	11.1%	-15.7%	18.3%	17.5%
税金及附加	170	179	204	225	归属于母公司净利润	9.6%	-15.4%	18.3%	17.6%
销售费用	158	171	190	208	获利能力				
管理费用	685	724	822	903	毛利率	35.6%	33.1%	35.6%	37.9%
研发费用	577	533	547	561	净利率	32.7%	26.2%	27.2%	29.1%
财务费用	266	343	299	238	ROE	24.0%	17.8%	18.4%	18.9%
资产减值损失	-35	-5	-5	-5	ROIC	12.2%	11.0%	12.8%	13.8%
营业利润	8124	6850	8105	9520	偿债能力				
营业外收入	17	15	20	25	资产负债率	40.8%	36.5%	32.5%	28.7%
营业外支出	102	65	80	80	流动比率	0.93	1.08	1.21	1.57
利润总额	8039	6800	8045	9465	营运能力				
所得税	1219	1031	1220	1435	应收账款周转率	12.08	13.05	14.25	13.67
净利润	6820	5769	6825	8030	存货周转率	6.38	4.90	5.23	5.47
归母净利润	6610	5591	6615	7782	总资产周转率	0.44	0.43	0.45	0.46
每股收益(元)	1.65	1.40	1.65	1.94	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.65	1.40	1.65	1.94
货币资金	2636	3293	4896	7923	每股净资产	6.89	7.84	8.96	10.27
交易性金融资产	4	4	4	4	估值比率				
应收票据及应收账款	1875	1986	2102	2621	PE	8.69	10.27	8.68	7.38
预付款项	61	143	157	166	PB	2.08	1.83	1.60	1.40
存货	4129	4587	4713	5049	现金流量表				
流动资产合计	11917	13426	15372	19949	净利润	6820	5769	6825	8030
固定资产	28903	29659	30931	30447	折旧和摊销	1734	2020	1040	1831
在建工程	4514	5238	5926	6580	营运资本变动	-2322	-1181	-180	-1568
无形资产	945	945	945	945	其他	-2108	-1091	-861	-905
非流动资产合计	36717	38197	40157	40327	经营活动现金流净额	4124	5517	6824	7387
资产总计	48634	51623	55530	60276	资本开支	-2301	-1950	-1760	-755
短期借款	4360	4360	4360	4360	其他	1054	-21	24	27
应付票据及应付账款	3676	2745	3780	3687	投资活动现金流净额	-1247	-1972	-1736	-729
其他流动负债	4731	5382	4565	4695	股权融资	10	0	0	0
流动负债合计	12767	12487	12705	12741	债务融资	-1462	-700	-1000	-800
其他	7069	6369	5369	4569	其他	-1015	-2172	-2465	-2802
非流动负债合计	7069	6369	5369	4569	筹资活动现金流净额	-2467	-2872	-3465	-3602
负债合计	19836	18856	18074	17310	现金及现金等价物净增加额	403	663	1603	3026
股本	4003	4003	4003	4003					
资本公积金	3195	3195	3195	3195					
未分配利润	19176	22130	25616	29710					
少数股东权益	1200	1378	1588	1836					
其他	1223	2062	3054	4221					
所有者权益合计	28797	32767	37456	42966					
负债和所有者权益总计	48634	51623	55530	60276					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000