

Q4 业绩符合预期，23 年粗纱基本面逐季好转

2023 年 03 月 21 日

► **公司披露 2022 年报：**2022 年实现营收 201.92 亿元，同比+2.46%，归母净利润 66.1 亿元，同比+9.65%，扣非净利 43.77 亿元，同比-15.01%。其中，22Q4 实现营收 40.9 亿元，同比-30.33%，归母净利润 10.93 亿元，同比-36.61%，扣非净利 7.8 亿元，同比-35.18%。全年毛利率 35.6%，同比-9.71pct，净利率 33.78%，同比+2.63pct，其中，22Q4 毛利率 33.16%，同比-10.04pct、环比-0.77pct，净利率 27.99%，同比-2.32pct。

► **粗纱：22 年单吨利润保持较强韧性，23 年需求端复苏趋势确定、供给端存预期差**

报告期内，公司玻纤及制品销售 211.03 万吨（同比-10.3%），实现营收 168.69 亿元。我们推算，全年公司玻纤及制品吨价 7345 元（同比+119 元，假设 1 亿米电子纱销量=2.65 万吨电子布销量），吨成本 4294 元（同比+672 元），吨毛利 3051 元（同比-553 元）。吨归母净利润 2879 元（同比+437 元，全口径含瓷粉），**吨扣非净利 1906 元（同比-179 元）**。2022 年玻纤行业起伏较大，22H2 受行业新增产能释放+需求下滑等因素影响，玻纤价格下降幅度较大，**公司单吨利润仍保持较强韧性，预计主因高端产品产销比例再创新高**，高强高模、热塑、电子布产品占比持续提升。我们测算，22Q4 公司粗纱及制品销售约 55 万吨，环比明显提升，Q4 粗纱单吨扣非净利约 1100-1200 元/吨上下，环比有所回落。

展望 2023 年，粗纱顺周期共振向上。①需求端：23 年风电纱需求增长预期较强，除风电外，其他应用领域与宏观经济均有较强关联性，粗纱需求跟随经济复苏趋势确定。节奏方面，23H1 以内需回暖对冲外需为主，23H2 重点关注风电+国内宏观经济复苏。②供给端：粗纱供给存在较大预期差，头部 3 家企业提前关停产能、推迟新建产能投放进度，调节供需关系，二三线企业投产不确定性大，盈利安全垫较薄情况下，实际投放大概率延后。判断最近 3 年中（22-24 年），23 年供给释放最少，且 23H2 供给压力小于 23H1。**综合供需格局判断，23 年粗纱基本面逐季好转**，23Q4 受风电需求拉动有望出现供不应求情况，23Q1 玻纤公司业绩因高基数普遍有同比压力。

► **电子布：价格弹性关注需求侧改善**

报告期内，公司玻纤及制品销售 7.02 亿米（同比+59.5%）。根据卓创资讯数据，行业 7628 电子布全年价格约 4.06 元/米，同比-3.8 元/米（-48.4%）。2022 年电子布价格同比降幅较大，22Q1-Q3 价格底部徘徊，22Q4 略有回升，22Q4 行业 7628 电子布均价 4.08 元/米，环比+0.24 元/米。

展望 2023 年，**头部企业均无大产能释放**，其他企业实际产能投放欲望及能力低，**整体供给格局较粗纱更优**。23Q1 春节后电子布价格再度回落，主因需求恢复节奏较慢，当前需求端 CCL、PCB 开工率尚处低位，23 年宏观经济回暖带动消费电子等需求复苏，电子布涨价弹性预计强于粗纱。

► **管理、财务费用率下降明显：**2022 年公司期间费用率合计 8.35%，同比-4.41pct。其中管理、财务费用率分别为 3.39%、1.32%，同比分别-3.36%、-1.16pct。22 年管理费用 6.85 亿元（21 年 13.3 亿元），其中职工薪酬下降明显（22 年 4.08 亿元，21 年 10.95 亿元），判断主因 21 年计提超额分享利润较多；财务费用 2.66 亿元，同比-45.6%，公司资产负债率 40.79%，同比-5.54pct。2022 年现金分红率 31.55%。

► **投资建议：**重点关注①粗纱需求端顺周期共振向上，供给端存预期差，看好上半年提价动力，②电子纱涨价弹性预计强于粗纱，③公司产品结构优化，“三驾马车”接力成长，④零碳基地领先全球，有望构成新一轮成本领先优势。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 60.91、71.22 和 80.3 亿元，现价对应动态 PE 分别为 10x、8x、7x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**宏观经济下行；行业产能投放节奏不及预期；燃料价格大幅波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	20192	21895	24704	27738
增长率（%）	2.5	8.4	12.8	12.3
归属母公司股东净利润（百万元）	6610	6091	7122	8030
增长率（%）	9.6	-7.8	16.9	12.7
每股收益（元）	1.65	1.52	1.78	2.01
PE	9	10	8	7
PB	2.2	1.9	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 20 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

14.99 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

研究助理 赵铭

执业证书：S0100122070043

邮箱：zhaoming_yj@mszq.com

相关研究

- 1.中国巨石 (600176.SH) 公告点评：建设全球首个零碳基地，拟新投 40 万吨吨玻纤产能-2022/12/29
- 2.中国巨石 (600176.SH) 2022 年三季报点评：Q3 价格回落影响单位盈利，玻纤基本面继续筑底-2022/10/23
- 3.中国巨石 (600176.SH) 2022 年半年报点评：业绩如期高增，Q3 关注结构性需求回暖-2022/08/23
- 4.中国巨石 (600176.SH) 2022 年一季报点评：超预期开门红，受益量价同比齐升+海外高景气-2022/04/25
- 5.中国巨石 (600176.SH) 深度报告：全球玻纤王者，中国制造典范-2022/03/25

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20192	21895	24704	27738
营业成本	13004	14225	15442	17004
营业税金及附加	170	153	173	194
销售费用	158	175	198	194
管理费用	685	777	914	1082
研发费用	577	613	692	749
EBIT	5868	6257	7632	8903
财务费用	266	371	374	364
资产减值损失	-35	0	0	0
投资收益	-32	22	25	28
营业利润	8124	7493	8747	9852
营业外收支	-85	-80	-80	-80
利润总额	8039	7413	8667	9772
所得税	1219	1127	1317	1485
净利润	6820	6286	7350	8287
归属于母公司净利润	6610	6091	7122	8030
EBITDA	7602	8354	10465	12533

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2636	2255	3519	5260
应收账款及票据	1875	1860	2301	2584
预付款项	61	172	178	160
存货	4129	3443	3930	4614
其他流动资产	3216	3666	3979	4449
流动资产合计	11917	11396	13907	17067
长期股权投资	1419	1441	1466	1493
固定资产	28903	34043	38809	43520
无形资产	945	839	840	838
非流动资产合计	36717	40268	43556	46788
资产合计	48634	51664	57463	63855
短期借款	4360	4360	4360	4360
应付账款及票据	3676	3727	3945	4535
其他流动负债	4731	3346	3825	3873
流动负债合计	12767	11433	12129	12768
长期借款	4309	4309	4309	4309
其他长期负债	2760	2760	2760	2760
非流动负债合计	7069	7069	7069	7069
负债合计	19836	18502	19198	19837
股本	4003	4003	4003	4003
少数股东权益	1200	1395	1623	1879
股东权益合计	28797	33162	38265	44018
负债和股东权益合计	48634	51664	57463	63855

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	2.46	8.43	12.83	12.28
EBIT 增长率	-14.61	6.64	21.96	16.66
净利润增长率	9.65	-7.84	16.92	12.75
盈利能力 (%)				
毛利率	35.60	35.03	37.49	38.70
净利率	32.74	27.82	28.83	28.95
总资产收益率 ROA	13.59	11.79	12.39	12.58
净资产收益率 ROE	23.95	19.18	19.44	19.06
偿债能力				
流动比率	0.93	1.00	1.15	1.34
速动比率	0.59	0.66	0.79	0.94
现金比率	0.21	0.20	0.29	0.41
资产负债率 (%)	40.79	35.81	33.41	31.07
经营效率				
应收账款周转天数	28.74	26.00	29.00	29.00
存货周转天数	115.88	88.34	92.90	99.04
总资产周转率	0.44	0.44	0.45	0.46
每股指标 (元)				
每股收益	1.65	1.52	1.78	2.01
每股净资产	6.89	7.94	9.15	10.53
每股经营现金流	1.03	1.97	2.15	2.57
每股股利	0.52	0.48	0.56	0.63
估值分析				
PE	9	10	8	7
PB	2.2	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	9.13	8.13	6.37	5.18
股息收益率 (%)	3.48	3.20	3.74	4.22

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	6820	6286	7350	8287
折旧和摊销	1734	2096	2833	3629
营运资金变动	-2322	636	-551	-780
经营活动现金流	4124	7884	8615	10295
资本开支	-2301	-4120	-4711	-5628
投资	1132	0	0	0
投资活动现金流	-1247	-4120	-4711	-5628
股权募资	10	0	0	0
债务募资	-1462	-1830	0	0
筹资活动现金流	-2467	-4145	-2640	-2926
现金净流量	403	-381	1264	1741

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026