

评级变动报告

中国巨石 600176. SH



AI行业高景气持续带动电子布需求扩容、行业景气度上行。基于此我们上调公司传统电子布中短期业绩，同时考虑特种电子布逐渐放量，推动公司远期估值中枢上移。本次估值调整核心逻辑如下：

传统电子布中短期业绩上修：当前电子布行业景气度快速攀升，供需格局持续改善，将显著提振公司近两年业绩。基于行业基本面向好趋势，叠加公司新增产能规划进度略超预期，我们上调传统电子布销售量价与毛利率，短期业绩增量明确，支撑公司基础估值抬升。

电子布业务产品结构优化打开长期成长空间：公司目前电子布出货以普通、超薄及极薄等常规高端品类为主，低介电、高频高速特种电子布仍处于布局初期。结合公司特种电子布的技术研发与认证推进节奏，我们将其商业化预期纳入估值模型：预计2028年特种电子布实现落地突破，出货占比达1%，2030年快速提升至8%。特种电子布售价与毛利率高于传统产品，明显贡献增量业绩，驱动估值上行。

中国巨石作为全球玻纤龙头，在粗纱、传统电子布领域具备领先市占率及深厚的技术、产能壁垒，依托现有优势有望快速切入特种电子布赛道、抢占市场份额。综合行业景气、短期业绩弹性及长期产品升级逻辑，我们上调公司DDM估值24%，当前估值处于严重高估区间。

公司基本信息



中国巨石是中国建材旗下、全球玻纤绝对龙头。

按工艺及应用场景区分，玻纤可分为粗纱和细纱。粗纱主要用于风电叶片、管道、储罐、光伏边框等结构件，以及基建用格栅、汽车底盘等，核心作用是“承重增强”；细纱用于电子布、电路板基材、高端复合材料（如航空航天部件）、精密模具等，核心价值是“精密适配”与“功能强化”。

公司深度评级

所属行业	工业	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值	991.52亿(较上期+23.80%)
当前股价	67.82元	盈利趋势	★★★★☆	状态	严重高估(上行空间-63%)
总市值	2714.93亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	71.03	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	1010亿(较上期+37.45%)
PB-MRQ	8.41			状态	严重高估(上行空间-63%)

公司盈利预测

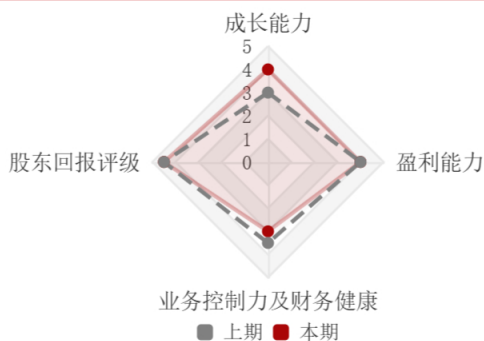
中国巨石	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	148.8	158.6	189.2	252.7	274.1	302.6	352.1	374.6
归母净利润(亿)	30.4	24.4	32.9	59.6	61.7	67.4	74.9	76.6
归母净利润增速(%)	-53.9	-19.7	34.6	81.1	3.5	9.4	11.1	2.2
经营性净利润(亿)	29.2	24.5	33.7	60.7	62.8	68.8	76.6	78.4
经营性净利润增速(%)	-57.0	-16.0	37.4	80.0	3.5	9.6	11.3	2.3
经营性归母净利润(亿)	28.2	23.7	32.4	58.4	60.4	66.2	73.7	75.4
经营性归母净利润增速(%)	-57.2	-15.8	36.7	80.0	3.5	9.6	11.3	2.3

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

成长能力提升1.0星级：上期星级3.0星，本期星级4.0星。

受特种电子布挤占效应和下游CCL需求景气向好趋势，普通电子布报价自2025Q4以来加速上涨，量价齐升下公司直接受益，叠加玻纤粗纱基本面稳健向好，盈利平稳回升，最终2026Q1公司业绩同环比均明显增长，带动成长能力明显提升。

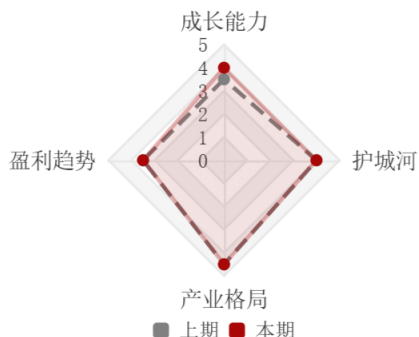
业务控制力及财务健康下降0.5星级：上期星级3.5星，本期星级3.0星。

最新一期公司业务控制力星级略有下滑，主要系经营性现金流净额表现较差所致，但我们推测或是一季度备货的季节性影响，后续需关注持续性。总体来看，公司通过并购控制核心原材料和关键设备，收购中复连众部分股权，实现上下游产业链的延伸，上下游话语权较好，业务控制力星级中等。

深度评级变动分析

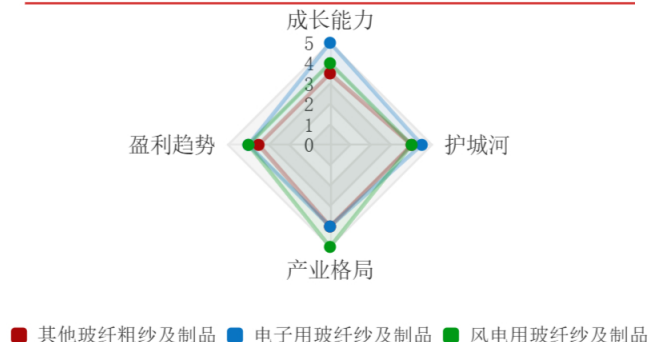
四维深度评级

四维深度评级变动趋势图



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-07-02

分业务四维深度评级情况



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-07-02

成长空间提升0.5星级：上期星级3.5星，本期星级4.0星。

电子布量价高增，叠加高价高毛利的特种电子布有望逐步放量，共同推动显性期收入与业绩增长天花板显著上移，因此成长空间星级略有上调。

估值评级

DDM估值上升+23.80%：上期 800.88亿，本期 991.52亿。动态估值上升+37.45%：上期 734.54亿，本期 1009.61亿。

公司DDM估值上调24%，动态估值上调37%，主要是我们对传统电子布量价、及特种电子布的出货占比、及电子布业务的综合毛利率假设进行了上修。具体来看：

传统电子布景气高企，上调量价假设：AI需求旺盛，挤占传统电子布产线，进一步推动传统电子布供需紧张，价格景气持续上行。我们判断近两年应该为玻纤传统电子布此轮景气高点，后逐步回落至合理盈利中枢水平，因此此次调整显性期传统电子布价格假设。此外，公司5月公告新建年产5万吨电子纱暨3.2亿米电子布生产线，新增产能进度略超预期，因此我们将显性期公司电子布出货量目标适当上修。

特种电子布积极推进，纳入估值模型：目前公司电子布出货以普通电子布、超薄及极薄高端电子布等常规品类为主，低介电、高频高速等高端特种电子布仍处于前期布局阶段，现已完成样品研发与下游客户送样验证，暂未实现规模化订单落地。结合公司持续深耕特种电子布领域、加速技术迭代与客户认证突破的经营节奏，我们将特种电子布商业化落地预期纳入估值模型：预计2027年公司特种电子布实现技术与市场突破，出货量占整体电子布销量的1%，2030年该占比提升至10%。

电子布业务的综合毛利率假设上修：一方面，基于近两年的传统电子布高景气，上修近两年公司电子布业务毛利率，另一方面，考虑到特种电子布产品附加值与销售价格显著高于传统常规电子布，公司长期电子布业务毛利率水平也略有上修。

盈利预测

核心假设及逻辑

我们试图将公司的玻纤及制品业务拆分成风电用玻纤纱及制品、其他玻纤粗纱及制品、电子用玻纤纱及制品、其他业务，并对其进行盈利预测及估值，预测的核心假设及逻辑如下：

业务1：风电用玻纤纱及制品

收入假设：

量：结合我们对风电纱需求中高速增长及公司保持合理新增产能的假设，我们预测风电用玻纤纱及制品显性期（2026~2030年，下同）销量分别为83、87、91、96、100万吨；

价：考虑到中高端产品风电纱盈利趋势较好，龙头协同复价延续，我们预测风电用玻纤纱及制品显性期单价分别为5583、6030、6331、6521、6600元/吨，对应的同比增速分别为11%/8%/5%/3%/2%；

盈利能力假设：

毛利率：基于该业务供需格局改善、景气上行，公司盈利向合理中枢回归的假设，我们预测风电用玻纤纱及制品显性期毛利率分别为34%/35%/36%/38%/38%。

销售期间费用率：公司业务模式已较为成熟，因此我们预测未来每年的销售期间费用率与过去5年均值相当，窄幅波动。

业务2：其他玻纤粗纱及制品

收入假设：

量：结合我们对其他粗纱需求呈中等增速增长及公司保持合理新增产能的假设，我们预测其他玻纤粗纱及制品显性期销量分别为252、263、269、269、270万吨；

价：考虑到供需格局改善、龙头协同复价延续，我们预测其他玻纤粗纱及制品显性期单价分别为4840、5082、5235、5340、5400元/吨，对应的同比增速分别为13%/5%/3%/2%/1%；

盈利能力假设：

毛利率：基于该业务供需格局改善、景气上行，公司盈利向合理中枢回归的假设，我们预测其他玻纤粗纱及制品显性期毛利率分别为28%/29%/30%/32%/32%。

销售期间费用率：公司业务模式已较为成熟，因此我们预测未来每年的销售期间费用率与过去5年均值相当，窄幅波动。

业务3：电子用玻纤纱及制品

量：结合我们对电子纱/电子布需求呈中高增速增长，也考虑到公司的产能扩张计划，我们预测电子用玻纤纱及制品显性期销量分别为13、14.5、16、17、17.7亿米；

价：考虑到AI驱动玻纤电子布景气上行，叠加公司未来可能的产品结构升级，我们预测传统电子用玻纤纱及制品显性期单价分别为6、5.4、5.13、5.03、5元/米，特种电子布2028-2030年单价分别为80、64、50元/米；

盈利能力假设：

毛利率：基于该业务供需格局改善、景气上行，随后公司盈利向合理中枢回归的假设，我们预测电子用玻纤纱及制品显性期毛利率分别为60%/55%/50%/40%/35%。

销售期间费用率：公司业务模式已较为成熟，因此我们预测未来每年的销售期间费用率与过去5年均值相当，窄幅波动。

业务4：其他业务

收入假设：

结合公司披露的风力发电项目投产计划，我们预测电力显性期销量分别为10.0、18.5、18.5、18.5、18.5亿千瓦时，基于电价分别为0.34、0.36、0.38、0.39、0.40元/千瓦时的假设得到发电收入。

此外，其他副产物相关的业务，我们保守估计显性期每年收入为3亿元。

盈利能力假设：

显性期发电业务毛利率我们简化预测为40%，其他产品毛利率我们保守估计为20%。

公司整体业绩预测

中国巨石	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	148.8	158.6	189.2	252.7	274.1	302.6	352.1	374.6
归母净利润(亿)	30.4	24.4	32.9	59.6	61.7	67.4	74.9	76.6
归母净利润增速(%)	-53.9	-19.7	34.6	81.1	3.5	9.4	11.1	2.2
经营性净利润(亿)	29.2	24.5	33.7	60.7	62.8	68.8	76.6	78.4
经营性净利润增速(%)	-57.0	-16.0	37.4	80.0	3.5	9.6	11.3	2.3
经营性归母净利润(亿)	28.2	23.7	32.4	58.4	60.4	66.2	73.7	75.4
经营性归母净利润增速(%)	-57.2	-15.8	36.7	80.0	3.5	9.6	11.3	2.3

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

其他玻纤粗纱及制品	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	92.5	98.6	104.7	122.2	133.8	140.8	143.8	145.8
收入增速(%)	-20.9	6.6	6.1	16.7	9.5	5.2	2.2	1.4
经营性净利润(亿)	16.7	13.1	14.6	16.4	19.1	21.3	24.2	27.0
经营性净利率(%)	18.0	13.3	14.0	13.4	14.3	15.1	16.8	18.5
经营性净利润增速(%)	-63.5	-21.2	11.1	12.5	16.3	11.5	13.7	11.5
电子用玻纤纱及制品	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	24.3	29.5	41.2	78.0	78.3	94.1	135.6	152.4
收入增速(%)	7.4	21.2	39.6	89.4	0.4	20.1	44.2	12.4
经营性净利润(亿)	2.8	4.2	8.3	33.0	29.8	31.9	34.6	32.5
经营性净利率(%)	11.7	14.2	20.2	42.3	38.1	33.9	25.5	21.3
经营性净利润增速(%)	-56.6	47.2	98.3	297.7	-9.6	6.9	8.5	-6.1
风电用玻纤纱及制品	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	27.4	26.7	38.0	46.1	52.3	57.6	62.3	66.0
收入增速(%)	-5.8	-2.5	42.3	21.4	13.4	10.3	8.1	5.9
经营性净利润(亿)	7.9	5.7	8.7	10.1	11.8	13.4	15.5	16.9
经营性净利率(%)	28.7	21.4	22.9	21.8	22.5	23.3	24.9	25.7
经营性净利润增速(%)	-42.7	-27.2	51.9	15.8	17.2	14.0	15.7	9.1
其他业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	4.5	3.8	5.4	6.4	9.7	10.1	10.3	10.4
收入增速(%)	-86.4	-17.0	42.4	18.9	52.8	3.5	2.1	1.2
经营性净利润(亿)	1.8	1.5	2.1	1.2	2.1	2.2	2.2	1.9
经营性净利率(%)	40.4	40.0	39.9	19.1	21.7	21.8	21.9	18.3
经营性净利润增速(%)	-3.0	-17.9	42.0	-43.0	73.9	3.9	2.3	-15.4

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
其他玻纤粗纱及制品	4.3%	中低	较好	较强	7.5%	15	26.5
电子用玻纤纱及制品	8.0%	中等	较好	强	8.0%	17.88	32.9
风电用玻纤纱及制品	5.6%	中等-	非常好	强	8.0%	18.15	16.7
其他业务	3.2%	中低	一般	一般	8.0%	11.14	2.0
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
其他玻纤粗纱及制品(亿)	40.9	298.1	339.0	-	11.7	6.0	333.3
电子用玻纤纱及制品(亿)	-6.7	431.9	425.2	-	16.1	-	409.1
风电用玻纤纱及制品(亿)	27.0	223.0	250.0	-	10.5	10.0	249.5
其他业务(亿)	2.3	16.0	18.4	-	0.7	-	17.7
公司整体测算(亿)	63.6	969.1	1032.6	-	39.0	16.0	1009.6

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
其他玻纤粗纱及制品(亿)	164.7	203.6	368.4	-	11.7	6.0	362.7
电子用玻纤纱及制品(亿)	131.3	255.0	386.3	-	16.1	-	370.2
风电用玻纤纱及制品(亿)	111.4	125.8	237.3	-	10.5	10.0	236.8
其他业务(亿)	11.6	11.0	22.6	-	0.7	-	21.9
公司整体测算(亿)	419.1	595.4	1014.5	-	39.0	16.0	991.5

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

作为中建材旗下、全球玻纤行业龙头，公司信息披露规范，且与市场投资者保持较好的沟通频率。但考虑到公司所处的玻纤行业周期性波动较大且难预测，再加上公司未明确披露更详尽的业务拆分数据，我们根据可获得的公开信息进行的业务拆分难免有些偏差，综合来看，公司估值确定性一般。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断,不保证所包含信息不发生变更。在不同时期,本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时,本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改,客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用,均不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本研究资料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。本研究资料版权归“壹评级”所有,未经事先书面授权,任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“壹评级”,且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。