

# 旗滨集团 (601636)

## 2022年三季度报点评：浮法玻璃景气筑底，静待新业务增量释放

增持（维持）

2022年10月30日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书：S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

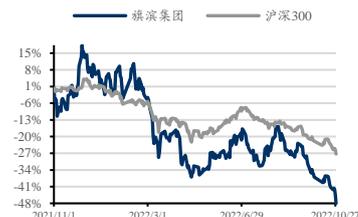
| 盈利预测与估值          | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元）       | 14,573 | 13,267 | 15,071 | 17,362 |
| 同比               | 51%    | -9%    | 14%    | 15%    |
| 归属母公司净利润（百万元）    | 4,234  | 1,417  | 1,823  | 2,570  |
| 同比               | 133%   | -67%   | 29%    | 41%    |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 1.58   | 0.53   | 0.68   | 0.96   |
| P/E（现价&最新股本摊薄）   | 5.04   | 15.05  | 11.70  | 8.30   |

#业绩符合预期

### 投资要点

- **事件：**公司披露2022年三季度报，前三季度实现营业总收入98.39亿元，同比-9.1%，实现归母净利润12.49亿元，同比-66.0%，基本符合预期。
- **建筑浮法玻璃景气下滑至历史低位，公司Q3收入、毛利率分别同比-16.1%/ -42.3pct。**（1）Q3收入端同比降幅扩大3.8pct，预计主要是原片价格同比降幅扩大的影响，三季度建筑玻璃受终端需求未现显著改善的影响，价格底部反弹幅度有限。（2）毛利率同比/环比分别下降42.3pct/11.6pct，除价格影响外，下降幅度略超我们的预期，源于纯碱/石油焦、重油等原燃料价格维持高位。
- **费用端持续压减。**公司Q3单季期间费用率同比减少5.4pct至9.0%，考虑分母端受产品价格的影响，费用控制效果显著，期间费用率下降主要得益于管理/研发费用率分别同比减少4.9pct/0.7pct至4.1%和3.7%，管理费用压缩主要源于业绩奖励计提减少。
- **资本开支大幅增长反映光伏玻璃项目建设显著加速。**公司Q3经营活动现金流净额同比减少124.1%至-3.76亿元，除了利润下滑外，主要是公司应收项目余额增加、支付排污权费用增加及规模扩张导致的营运费用增加所致。Q3购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比增长578.9%至14.38亿元，不仅反映公司投资筹建项目增多，而且工程实施进度明显加快。公司2022三季度报资产负债率44.3%，同比上升10.5pct，主要是资本开支大幅增长背景下长期借款余额增加所致，但公司三季度报在手货币资金34.45亿元，仍为近几年高位，保障充足。
- **浮法玻璃景气底部已现，关注供给缩减和保交付落地情况。**玻璃短期产销好转，得益于季节性施工加快和供给明显缩减，但终端需求明显好转有待保交楼政策的落实。随着行业在低位持续时间拉长，计划外冷修持续落地，成本支撑以及供给持续收缩下价格下行空间有限，若保交付政策的落地有望推动玻璃需求集中释放或供给超预期收缩，玻璃价格弹性有望超预期，可观察明年春节前后关键窗口期厂商向下游移库的节点。
- **盈利预测与投资评级：**（1）建筑浮法玻璃景气处于历史低位，公司资源储备、燃料采购构筑的成本优势凸显，享有超额利润。（2）除深加工持续增长外，光伏玻璃大手笔布局，电子玻璃启动分拆，公司中长期多元化成长性显现。（3）高分红率带来一定安全边际，同时有望享受成长性带来的估值溢价提升。由于地产下行压力超预期，我们下调公司2022-2024年归母净利润至14.2（-34%）/18.2（-32%）/25.7（-22%）亿元，10月28日收盘价对应市盈率15.1、11.7、8.3倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**地产下行超预期、新业务开拓不及预期、原材料价格大幅波动的风险

### 股价走势



### 市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(元)        | 7.95       |
| 一年最低/最高价      | 7.91/19.48 |
| 市净率(倍)        | 1.76       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 21,333.81  |
| 总市值(百万元)      | 21,333.81  |

### 基础数据

|              |          |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF)  | 4.51     |
| 资产负债率(% ,LF) | 44.27    |
| 总股本(百万股)     | 2,683.50 |
| 流通 A 股(百万股)  | 2,683.50 |

### 相关研究

《旗滨集团(601636): 2022年中报点评: 浮法景气底部, 外延成长性逐步凸显》

2022-08-31

《旗滨集团(601636): 2022年一季报点评: 浮法玻璃景气承压, 新业务增量可期》

2022-04-12

旗滨集团三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)       |               |               |               |               | 利润表(百万元)        |               |               |               |               |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2021A         | 2022E         | 2023E         | 2024E         |                 | 2021A         | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
| <b>流动资产</b>      | <b>8,599</b>  | <b>8,114</b>  | <b>8,118</b>  | <b>8,922</b>  | <b>营业总收入</b>    | <b>14,573</b> | <b>13,267</b> | <b>15,071</b> | <b>17,362</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 5,254         | 4,165         | 4,155         | 4,644         | 营业成本(含金融类)      | 7,252         | 10,201        | 11,347        | 12,499        |
| 经营性应收款项          | 555           | 569           | 656           | 726           | 税金及附加           | 177           | 137           | 155           | 179           |
| 存货               | 1,966         | 2,567         | 2,476         | 2,732         | 销售费用            | 125           | 127           | 134           | 142           |
| 合同资产             | 0             | 0             | 0             | 0             | 管理费用            | 1,388         | 726           | 787           | 940           |
| 其他流动资产           | 825           | 813           | 831           | 821           | 研发费用            | 647           | 484           | 549           | 633           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>12,349</b> | <b>14,858</b> | <b>17,296</b> | <b>19,609</b> | 财务费用            | 69            | 7             | 33            | 38            |
| 长期股权投资           | 41            | 56            | 64            | 72            | 加:其他收益          | 102           | 125           | 142           | 164           |
| 固定资产及使用权资产       | 8,434         | 10,339        | 12,372        | 14,400        | 投资净收益           | 3             | 3             | 4             | 5             |
| 在建工程             | 1,424         | 1,962         | 2,231         | 2,366         | 公允价值变动          | 0             | 6             | 0             | 0             |
| 无形资产             | 1,420         | 1,471         | 1,599         | 1,741         | 减值损失            | -102          | -62           | -76           | -88           |
| 商誉               | 0             | 0             | 0             | 0             | 资产处置收益          | -4            | 0             | 0             | 0             |
| 长期待摊费用           | 95            | 95            | 95            | 95            | <b>营业利润</b>     | <b>4,914</b>  | <b>1,658</b>  | <b>2,135</b>  | <b>3,012</b>  |
| 其他非流动资产          | 935           | 935           | 935           | 935           | 营业外净收支          | -2            | 8             | 8             | 8             |
| <b>资产总计</b>      | <b>20,948</b> | <b>22,972</b> | <b>25,414</b> | <b>28,532</b> | <b>利润总额</b>     | <b>4,912</b>  | <b>1,666</b>  | <b>2,143</b>  | <b>3,020</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>4,529</b>  | <b>5,315</b>  | <b>5,789</b>  | <b>6,385</b>  | 减:所得税           | 690           | 242           | 311           | 439           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 587           | 587           | 587           | 587           | <b>净利润</b>      | <b>4,221</b>  | <b>1,424</b>  | <b>1,831</b>  | <b>2,581</b>  |
| 经营性应付款项          | 2,007         | 2,300         | 2,491         | 2,786         | 减:少数股东损益        | -12           | 6             | 8             | 12            |
| 合同负债             | 131           | 153           | 170           | 187           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>4,234</b>  | <b>1,417</b>  | <b>1,823</b>  | <b>2,570</b>  |
| 其他流动负债           | 1,804         | 2,275         | 2,541         | 2,825         | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 1.58          | 0.53          | 0.68          | 0.96          |
| 非流动负债            | 2,915         | 5,115         | 5,915         | 6,715         | EBIT            | 5,038         | 1,745         | 2,272         | 3,169         |
| 长期借款             | 1,026         | 3,226         | 4,026         | 4,826         | EBITDA          | 6,058         | 2,650         | 3,322         | 4,364         |
| 应付债券             | 1,193         | 1,193         | 1,193         | 1,193         | 毛利率(%)          | 50.24         | 23.11         | 24.71         | 28.01         |
| 租赁负债             | 12            | 12            | 12            | 12            | 归母净利率(%)        | 29.05         | 10.68         | 12.10         | 14.80         |
| 其他非流动负债          | 684           | 684           | 684           | 684           | 收入增长率(%)        | 51.12         | -8.96         | 13.60         | 15.20         |
| <b>负债合计</b>      | <b>7,444</b>  | <b>10,430</b> | <b>11,704</b> | <b>13,100</b> | 归母净利润增长率(%)     | 133.38        | -66.52        | 28.63         | 40.95         |
| 归属母公司股东权益        | 13,346        | 12,378        | 13,537        | 15,247        |                 |               |               |               |               |
| 少数股东权益           | 158           | 164           | 173           | 184           |                 |               |               |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>13,505</b> | <b>12,542</b> | <b>13,710</b> | <b>15,432</b> |                 |               |               |               |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>20,948</b> | <b>22,972</b> | <b>25,414</b> | <b>28,532</b> |                 |               |               |               |               |

| 现金流量表(百万元) |        |        |        |        | 重要财务与估值指标      |       |       |       |       |
|------------|--------|--------|--------|--------|----------------|-------|-------|-------|-------|
|            | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |                | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流    | 5,073  | 2,530  | 3,375  | 4,095  | 每股净资产(元)       | 4.88  | 4.52  | 4.95  | 5.59  |
| 投资活动现金流    | -1,961 | -3,404 | -3,476 | -3,495 | 最新发行在外股份(百万股)  | 2,683 | 2,683 | 2,683 | 2,683 |
| 筹资活动现金流    | 407    | -221   | 91     | -112   | ROIC(%)        | 31.05 | 8.80  | 10.47 | 13.03 |
| 现金净增加额     | 3,517  | -1,095 | -10    | 489    | ROE-摊薄(%)      | 31.72 | 11.45 | 13.47 | 16.85 |
| 折旧和摊销      | 1,020  | 906    | 1,050  | 1,195  | 资产负债率(%)       | 35.53 | 45.40 | 46.05 | 45.91 |
| 资本开支       | -1,430 | -3,392 | -3,472 | -3,492 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 5.04  | 15.05 | 11.70 | 8.30  |
| 营运资本变动     | -322   | 156    | 429    | 244    | P/B(现价)        | 1.63  | 1.76  | 1.61  | 1.42  |

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>

