

旗滨集团 (601636)

2022 年年报及 2023 年一季报点评：浮法玻璃景气底部确认，盈利有望加速向上

增持 (维持)

2023 年 04 月 27 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

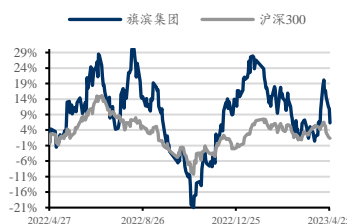
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	13,313	16,933	20,652	23,226
同比	-9%	27%	22%	12%
归属母公司净利润 (百万元)	1,317	2,196	2,750	2,874
同比	-69%	67%	25%	5%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.49	0.82	1.02	1.07
P/E (现价&最新股本摊薄)	21.50	12.89	10.30	9.85

关键词：#产品价格上涨 #第二曲线

投资要点

- **事件：公司披露 2022 年年报和 2023 年一季报**，2022 年实现营业收入 133.13 亿元，同比-9.4%，实现归母净利润 13.17 亿元，同比-69.0%。其中 2022Q4、2023Q1 单季度分别实现营业收入 34.74 亿元、31.31 亿元，分别同比-8.7%、+2.2%，分别实现归母净利润 0.68 亿元、1.13 亿元，分别同比-88.2%、-78.4%。
- **浮法玻璃景气底部确认，盈利有望加速向上。**(1) 我们测算公司 2022 年下半年浮法原片销量同比减少 8.6%，对应单位重箱综合毛利、净利分别为 16.1 元、4.6 元，同比下降 48.2 元、30.5 元。(2) 2023Q1 单季收入降幅收窄，但环比变化不大，预计主要因为浮法玻璃均价底部震荡。2022Q4、2023Q1 单季毛利率为 9.8%、13.4%，分别同比-27.8pct、-21.0pct，呈现改善态势，预计得益于能源成本的回落。我们测算 2022Q4、2023Q1 单箱玻璃综合净利润约 3 元、4 元，浮法玻璃盈利仍处 2016 年以来的历史低位。
- **费用端控制成效显著，费用率持续压减。**(1) 公司 2022 年下半年单箱期间费用为 11.6 元，同比-8.3 元，剔除股权激励成本、汇兑损失后单箱期间费用为 9.8 元，同比-6.7 元，测算 2022 年下半年单箱销售、管理及研发 (剔除股权激励成本)、财务费用 (剔除汇兑损失) 分别为 1.5 元、7.5 元、0.8 元，同比分别+0.2 元、-7.6 元、+0.6 元。其中管理费用主要因业绩奖励计提减少。(2) 2023Q1 单季期间费用率同比减少 4.7pct 至 10.3%，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/0.5pct 至 5.2%和 3.3%。
- **资本开支加速增长，导致负债率显著上行。**(1) 公司 2022Q4、2023Q1 经营活动产生的现金净流量为 3.58、-0.99 亿元，同比减少 7.76 亿元、0.64 亿元，主要是盈利下滑影响。2022Q4、2023Q1 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 15.50 亿元、11.26 亿元，分别同比增长 162.7%、189.5%，反映公司光伏玻璃、电子玻璃等新兴业务板块产能建设加快，外延扩张提速。(2) 公司 2023 年一季报资产负债率分别为 49.5%，同比上升 15.0pct。2023 年一季报带息债务总额为 75.60 亿元，同比增加 41.04 亿元，主要是光伏玻璃等新建项目新增长期借款所致。
- **浮法玻璃涨价有望超预期，中期盈利弹性可观。**近期玻璃在 3 月下游社会库存已有明显补库的背景下持续超预期去库，反映产业链信心显著增强。虽然短期需求弱复苏，但供给同比仍有显著削减，将支撑行业库存持续去化。随着全国库存已经回落到接近中位水平，沙河、湖北等产能重地的厂商快速去化至低库存水平，涨价的传导能力和弹性持续增强，我们看好 4、5 月份玻璃去库和涨价弹性，下半年基于纯碱价格下跌+旺季涨价，若保交付落地，盈利弹性和持续性有望超预期。
- **盈利预测与投资评级：**(1) 基于前期供给收缩，随着需求修复和成本端下行，浮法玻璃景气有望大幅反弹，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，浮法业务盈利具备改善弹性。(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) 预计公司 2023-2025 年归母净利润 22.0 (上调 1%) / 27.5 (上调 5%) / 28.7 (新增) 亿元，4 月 26 日收盘价对应市盈率 13、10、10 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**地产竣工修复不及预期、新业务开拓不及预期、纯碱价格下跌不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.55
一年最低/最高价	7.78/13.50
市净率(倍)	2.27
流通 A 股市值(百万元)	28,310.93
总市值(百万元)	28,310.93

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.66
资产负债率(% ,LF)	49.51
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 年业绩预告点评: 行业供给出清加速供需平衡修复, 看好浮法玻璃盈利弹性》

2023-01-30

《旗滨集团(601636): 2022 年三季报点评: 浮法玻璃景气筑底, 静待新业务增量释放》

2022-10-30

内容目录

1. 事件	4
2. 点评	4
3. 盈利预测与投资评级	5
4. 风险提示	5

图表目录

图 1: 公司单箱综合毛利和净利润情况.....	5
图 2: 公司带息债务和资产负债率.....	5

1. 事件

公司披露 2022 年年报和 2023 年一季报：2022 年实现营业收入 133.13 亿元，同比-9.4%，实现归母净利润 13.17 亿元，同比-69.0%。其中 2022Q4、2023Q1 单季度分别实现营业收入 34.74 亿元、31.31 亿元，分别同比-8.7%、+2.2%，分别实现归母净利润 0.68 亿元、1.13 亿元，分别同比-88.2%、-78.4%。公司 2022 年度拟每 10 股派发现金股利人民币 2.5 元（含税），现金分红比例为 50.87%。

2. 点评

浮法玻璃景气底部确认，盈利有望加速向上。（1）地产景气下行、房企资金紧张、交付节奏放缓等因素导致浮法玻璃需求疲弱，2022Q4 以来尚未出现显著改善，浮法玻璃随着高成本供给收缩，库存终止快速累库的趋势，但仍维持高位，产品价格低位震荡。我们测算公司 2022 年下半年浮法原片销量同比减少 8.6%，对应单位重箱综合毛利、净利分别为 16.1 元、4.6 元，同比下降 48.2 元、30.5 元。（2）2023Q1 单季收入降幅收窄，但环比变化不大，预计主要因为浮法玻璃均价底部震荡。2022Q4、2023Q1 单季毛利率为 9.8%、13.4%，分别同比-27.8pct、-21.0pct，呈现改善态势，预计得益于能源成本的回落。我们测算 2022Q4、2023Q1 单箱玻璃综合净利润约 3 元、4 元，浮法玻璃盈利仍处 2016 年以来的历史低位。但 3 月以来随着行业库存去化、浮法玻璃价格、成本端延续回落态势加速反弹，预计浮法玻璃盈利有望逐季上升。

费用端控制成效显著，费用率持续压减。（1）公司 2022 年下半年单箱期间费用为 11.6 元，同比-8.3 元，剔除股权激励成本、汇兑损失后单箱期间费用为 9.8 元，同比-6.7 元，测算 2022 年下半年单箱销售、管理及研发（剔除股权激励成本）、财务费用（剔除汇兑损失）分别为 1.5 元、7.5 元、0.8 元，同比分别+0.2 元、-7.6 元、+0.6 元。其中管理费用主要因业绩奖励计提减少。（2）2023Q1 单季期间费用率同比-4.7pct 至 10.3%，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-4.9pct/-0.5pct 至 5.2%和 3.3%。

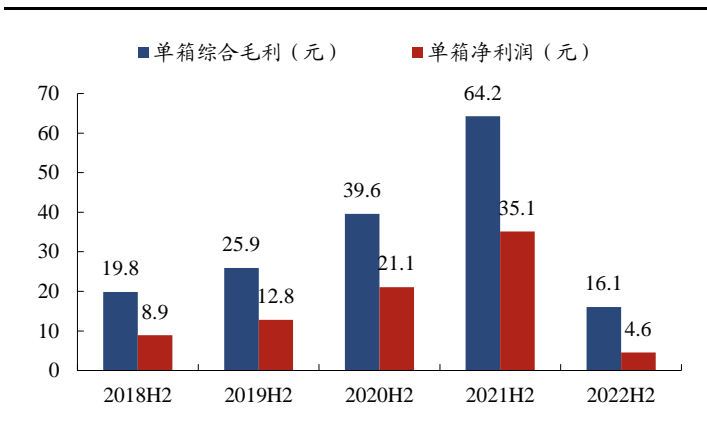
资本开支加速增长，导致负债率显著上行。（1）公司 2022Q4、2023Q1 经营活动产生的现金净流量为 3.58、-0.99 亿元，同比减少 7.76 亿元、0.64 亿元，主要是盈利下滑影响。2022Q4、2023Q1 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 15.50 亿元、11.26 亿元，分别同比增长 162.7%、189.5%，反映公司光伏玻璃、电子玻璃等新兴业务板块产能建设加快，外延扩张提速。（2）公司 2023 年一季报资产负债率分别为 49.5%，同比上升 15.0pct。2023 年一季报带息债务总额为 75.60 亿元，同比增加 41.04 亿元，主要是光伏玻璃等新建项目新增长期借款所致。

浮法玻璃涨价有望超预期，中期盈利弹性可观。近期玻璃在 3 月下游社会库存已有明显补库的背景下持续超预期去库，反映产业链信心显著增强。虽然短期需求弱复苏，但供给同比仍有显著削减，将支撑行业库存持续去化。随着全国库存已经回落到接近中

位水平，沙河、湖北等产能重地的厂商快速去化至低库存水平，涨价的传导能力和弹性持续增强，我们看好4、5月份玻璃去库和涨价弹性，下半年基于纯碱价格下跌+旺季涨价，若保交付落地，盈利弹性和持续性有望超预期。

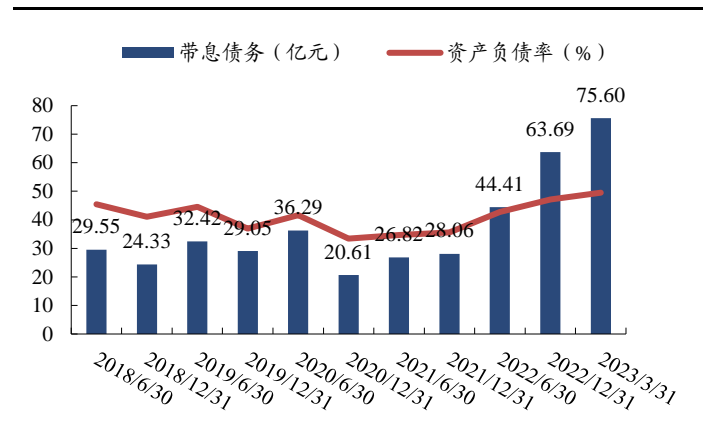
光伏玻璃产能有望加速释放，电子、药用玻璃稳步扩张，新板块产能释放有望贡献业绩增量。公司有望于2023年末形成合计9400t/d光伏玻璃产能，凭借规模化、资源优势，中长期将形成新的增长极，光伏玻璃在公司盈利比重有望大幅提升。2023年3月公司公告拟在四川泸县新建两条（65t/d+150t/d）电子玻璃生产线，两条50t/d中性硼硅药用玻璃管生产线，电子玻璃和药用玻璃业务在产能优化、市场开拓的基础上稳步扩大产能规模，盈利体量也有望加速增长。

图1：公司单箱综合毛利和净利润情况



数据来源：公司公告、Wind、东吴证券研究所

图2：公司带息债务和资产负债率



数据来源：公司公告、Wind、东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资评级

(1) 基于前期供给收缩，随着需求修复和成本端下行，浮法玻璃景气有望大幅反弹，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，浮法业务盈利具备改善弹性。(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) 我们预计公司2023-2025年归母净利润22.0(上调1%)/27.5(上调5%)/28.7(新增)亿元，4月26日收盘价对应市盈率13、10、10倍，维持“增持”评级。

4. 风险提示

地产竣工修复不及预期、新业务开拓不及预期、纯碱价格下跌不及预期。

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,721	10,603	12,614	14,507	营业总收入	13,313	16,933	20,652	23,226
货币资金及交易性金融资产	3,326	4,719	5,035	5,339	营业成本(含金融类)	10,488	12,809	15,544	17,825
经营性应收款项	1,493	2,625	3,495	4,595	税金及附加	136	173	211	237
存货	1,959	2,311	3,129	3,605	销售费用	137	136	144	138
合同资产	0	0	0	0	管理费用	684	772	898	1,009
其他流动资产	943	947	955	969	研发费用	500	677	867	883
非流动资产	16,713	19,479	22,074	24,556	财务费用	21	55	67	75
长期股权投资	48	63	71	79	加:其他收益	130	165	201	226
固定资产及使用权资产	10,152	12,756	15,180	17,462	投资净收益	7	1	1	1
在建工程	2,802	2,651	2,575	2,538	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,789	2,078	2,307	2,526	减值损失	-66	-102	-145	-174
商誉	3	3	3	3	资产处置收益	3	4	5	5
长期待摊费用	169	179	189	199	营业利润	1,421	2,379	2,983	3,118
其他非流动资产	1,748	1,748	1,748	1,748	营业外净收支	15	15	15	15
资产总计	24,434	30,082	34,689	39,063	利润总额	1,435	2,393	2,997	3,133
流动负债	5,764	7,163	8,443	9,357	减:所得税	111	185	232	242
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,389	1,689	1,939	2,139	净利润	1,324	2,208	2,765	2,890
经营性应付款项	2,424	3,127	3,695	4,029	减:少数股东损益	7	12	16	16
合同负债	108	132	161	184	归属母公司净利润	1,317	2,196	2,750	2,874
其他流动负债	1,843	2,215	2,648	3,005	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.49	0.82	1.02	1.07
非流动负债	5,745	7,745	8,245	8,745	EBIT	1,454	2,581	3,271	3,465
长期借款	3,668	5,668	6,168	6,668	EBITDA	2,554	3,520	4,324	4,632
应付债券	1,255	1,255	1,255	1,255	毛利率(%)	21.22	24.35	24.73	23.26
租赁负债	56	56	56	56	归母净利率(%)	9.89	12.97	13.32	12.37
其他非流动负债	765	765	765	765	收入增长率(%)	-9.42	27.19	21.96	12.47
负债合计	11,509	14,908	16,687	18,102	归母净利润增长率(%)	-68.95	66.76	25.24	4.51
归属母公司股东权益	12,598	14,835	17,647	20,590					
少数股东权益	327	339	355	371					
所有者权益合计	12,925	15,174	18,001	20,961					
负债和股东权益	24,434	30,082	34,689	39,063					

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	568	2,841	3,258	3,306	每股净资产(元)	4.60	5.43	6.48	7.58
投资活动现金流	-2,885	-3,686	-3,628	-3,627	最新发行在外股份(百万股)	2,684	2,684	2,684	2,684
筹资活动现金流	1,121	2,237	685	626	ROIC(%)	7.53	11.04	11.78	10.93
现金净增加额	-1,172	1,392	316	304	ROE-摊薄(%)	10.45	14.80	15.58	13.96
折旧和摊销	1,100	939	1,053	1,166	资产负债率(%)	47.10	49.56	48.11	46.34
资本开支	-3,749	-3,632	-3,581	-3,580	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.50	12.89	10.30	9.85
营运资本变动	-2,001	-441	-749	-978	P/B(现价)	2.29	1.94	1.63	1.39

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>

