

## 公司研究

## 主营业务暂时承压，不改长期成长趋势

## ——洛阳玻璃（600876.SH/1108.HK）2022年半年报点评

## 要点

**事件：**公司发布2022年半年报，上半年实现营业收入23.6亿元，同增30.0%；归母净利润2.5亿元，同增8.4%；扣非归母净利润0.2亿元，同降87.6%。单二季度，公司营收13.5亿元，同增40.7%；归母净利润1.4亿元，同增71.6%；扣非归母净利润0.2亿元，同降61.8%。

## 点评：

**行业景气下行，扣非净利受到较大影响：**随着光伏玻璃产能政策松绑，在未来广阔需求空间的吸引下，行业供给快速释放，22H1累计产量685.6万吨，同增48.7%。在供给端冲击下，2mm、3.2mm光伏玻璃平均价格分别为20.9元/平方米、27.1元/平方米，同降21.3%、15.3%。与此同时，纯碱、天然气等原燃材料价格均同比出现明显上涨。综合影响下，公司销售毛利率同降20.1pct，至10.8%。不过，公司非经常性损益达到2.2亿元，上年同期为0.1亿元，主要来自非流动资产处置损益及相关政府补助。

**光伏玻璃产能加速扩张，契合“双玻”趋势：**截止报告期末，公司规划拟建项目包括洛阳新能源、宜兴新能源、自贡新能源及北方玻璃等均已完成建设项目听证会程序，后续扩产产能储备充足。2021年底公司产能1900t/d，22H1产能为3200t/d，预计2022年底为4400t/d、2023年底为10400t/d。依托凯盛集团，公司原燃材料采购本就具备优势，随着大窑炉产能的持续投放和单个生产基地扩张，有望进一步发挥规模效应。公司光伏玻璃产能扩张速度较快，由于基数较低，盈利弹性或更大。此外，公司主攻薄型玻璃，亦符合“双玻”趋势。

**新能源材料平台，薄膜、光热打开成长空间：**相比晶硅电池，薄膜电池在建筑里面应用具有特有优势，BIPV将为其提供良好的发展契机。而凯盛集团是国内薄膜电池领军企业，公司已受托管理集团持有的部分碲化镉及铜铟镓硒薄膜电池资产，并拟进行适时收购，该资产具有较强稀缺性。公司2mm光热玻璃产品经第三方权威机构检测，各项指标均达到光热玻璃行业标准，有望受益光热电站的蓬勃发展。

**盈利预测与估值评级：**由于公司具备的高成长属性，弹性或优于部分可比公司，因此其A股估值溢价具有其合理性。此外基于薄膜电池资产在资本市场中的稀缺性，我们维持公司22-24年EPS为0.51、0.87和1.32元。维持“买入”评级。

**风险提示：**光伏玻璃供给超预期；原燃材料价格上涨超预期；公司光伏玻璃产能投放进度不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,046	3,606	5,193	7,463	11,519
营业收入增长率	64.20%	18.39%	44.01%	43.72%	54.35%
净利润(百万元)	327	265	328	559	854
净利润增长率	506.23%	-19.17%	23.97%	70.34%	52.92%
EPS(元)	0.60	0.41	0.51	0.87	1.32
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.13%	6.88%	7.86%	11.81%	15.30%
P/E(A股)	38	55	45	26	17
P/E(H股)	16	24	19	11	7

Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2022-08-31; 汇率: 按1HKD=0.8780CNY换算 注: 股本20年末为5.49亿股, 21年末及以后为6.46亿股

## A股：买入（维持）

当前价：22.74元

## H股：买入（维持）

当前价：10.96港元

## 作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebsecn.com

联系人：陈奇凡

021-52523819

chenqf@ebsecn.com

联系人：高鑫

021-52523872

xingao@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	6.46
总市值(亿元)	146.90
一年最低/最高(元)	15.27/40.58
近3月换手率	120.16%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.62	5.12	15.61
绝对	-6.32	4.74	0.42

资料来源：Wind

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,046	3,606	5,193	7,463	11,519
营业成本	2,102	2,737	4,215	5,914	8,939
折旧和摊销	201	271	357	419	487
税金及附加	35	43	52	75	115
销售费用	87	19	26	37	81
管理费用	127	175	234	336	568
研发费用	121	154	208	306	495
财务费用	117	125	56	92	126
投资收益	-14	-12	0	0	0
营业利润	462	363	467	785	1,265
利润总额	463	366	470	788	1,268
所得税	72	21	47	79	127
净利润	391	345	423	709	1,141
少数股东损益	64	81	95	150	287
归属母公司净利润	327	265	328	559	854
EPS(元)	0.60	0.41	0.51	0.87	1.32

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	354	136	468	1,262	1,497
净利润	327	265	328	559	854
折旧摊销	201	271	357	419	487
净营运资金增加	377	221	662	410	1,068
其他	-552	-621	-878	-125	-913
投资活动产生现金流	-231	-1,711	-1,536	-1,574	-1,549
净资本支出	-238	-1,688	-1,537	-1,550	-1,550
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	7	-23	1	-24	1
融资活动现金流	-131	2,385	990	766	864
股本变化	-4	97	0	0	0
债务净变化	-162	779	1,046	857	989
无息负债变化	144	326	347	822	1,287
净现金流	-9	810	-78	454	811

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	31.0%	24.1%	18.8%	20.8%	22.4%
EBITDA 率	26.6%	22.2%	16.7%	17.3%	16.3%
EBIT 率	19.8%	14.6%	9.8%	11.7%	12.1%
税前净利润率	15.2%	10.1%	9.1%	10.6%	11.0%
归母净利润率	10.7%	7.3%	6.3%	7.5%	7.4%
ROA	7.0%	3.7%	3.8%	5.3%	6.8%
ROE (摊薄)	20.1%	6.9%	7.9%	11.8%	15.3%
经营性 ROIC	12.9%	7.5%	5.4%	7.9%	10.3%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	68%	53%	57%	59%	61%
流动比率	0.62	0.85	0.82	0.87	0.97
速动比率	0.54	0.67	0.62	0.65	0.72
归母权益/有息债务	0.88	1.47	1.14	1.05	1.01
有形资产/有息债务	2.82	3.28	2.83	2.81	2.92

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	5,605	9,268	11,084	13,471	16,889
货币资金	301	1,117	1,039	1,493	2,304
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	638	439	623	743	1,115
应收票据	102	205	415	597	922
其他应收款 (合计)	17	35	52	75	115
存货	258	686	897	1,271	1,937
其他流动资产	504	560	560	560	560
流动资产合计	1,962	3,169	3,782	5,014	7,368
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,068	3,753	4,328	4,949	5,583
在建工程	54	1,420	1,853	2,178	2,421
无形资产	393	644	681	717	752
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	46	196	196	196	196
非流动资产合计	3,643	6,099	7,301	8,457	9,520
总负债	3,809	4,915	6,308	7,987	10,263
短期借款	1,177	1,327	1,931	2,288	2,778
应付账款	429	646	994	1,395	2,108
应付票据	466	651	590	828	1,251
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	5	20	20	20	20
流动负债合计	3,172	3,724	4,617	5,796	7,572
长期借款	524	1,033	1,533	2,033	2,533
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	114	139	139	139	139
非流动负债合计	638	1,191	1,691	2,191	2,691
股东权益	1,795	4,353	4,776	5,485	6,626
股本	549	646	646	646	646
公积金	2,034	3,844	3,876	3,932	4,018
未分配利润	-956	-646	-350	152	922
归属母公司权益	1,627	3,844	4,172	4,730	5,585
少数股东权益	169	509	604	754	1,041

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.86%	0.54%	0.50%	0.50%	0.70%
管理费用率	4.16%	4.85%	4.50%	4.50%	4.93%
财务费用率	3.83%	3.47%	1.08%	1.23%	1.09%
研发费用率	3.96%	4.28%	4.00%	4.10%	4.30%
所得税率	16%	6%	10%	10%	10%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.65	0.21	0.73	1.96	2.32
每股净资产	2.97	5.95	6.46	7.33	8.65
每股销售收入	5.55	5.58	8.04	11.56	17.84

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE (A 股)	38	55	45	26	17
PE (H 股)	16	24	19	11	7
EV/EBITDA	19	23	23	17	12
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b> A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE