

## 公司研究

## 成本上涨影响利润，持续关注盈利修复与成长兑现的共振机会

## ——旗滨集团（601636.SH）2022年三季度报点评

## 要点

**事件：**公司发布2022年三季度报，前三季度实现营业收入98.4亿元，同降9.1%；归母净利润12.5亿元，同降66.0%；扣非归母净利润11.5亿元，同降68.2%。单三季度，公司营收33.5亿元，同降16.1%；归母净利润1.7亿元，同降88.4%；扣非归母净利润1.5亿元，同降89.9%。

## 点评：

**玻璃市场仍在磨底，成本压力最大时刻或已过去：**报告期内，受制于竣工推进缓慢，玻璃下游需求持续疲软，玻璃价格持续承压。截至2022.9.30，全国玻璃均价为1670元/吨，较年初下降19%，同比下降44%。

原燃材料成本的上涨是公司Q3盈利大幅下滑的主要原因，环比Q2，公司营业收入仅减少2.4%，但营业成本大幅增加13.0%。单Q3毛利率仅为15.3%，同比下降42.3pct，环比下降11.6pct，为近十年单季度新低。

对于公司主要原燃材料纯碱、石油焦产品价格进行分析，纯碱22Q1-Q3单季度均价分别为2686/2954/2880元/吨；石油焦分别为3902/4947/4186元/吨。可看出Q2原燃材料均价最高，但是由于会计成本核算方法，成本传导存在时滞，因此或在Q3充分显现。以此推算Q4开始成本端压力或将有所减弱。

**成长性聚焦新兴玻璃产业，拟分拆醴陵电子上市：光伏玻璃：**公司目前在产两条（浮法+压延），且在建、筹建多条产线，后续将逐步落地，产能大幅扩充。**电子玻璃：**目前2条产线运营，且计划在浙江绍兴新建2条产线，该板块已于22H1实现净利润2523万元，后续拟分拆上市，强化成长潜力。**药用玻璃：**湖南药玻一期项目自商业化运营以后，中硼硅拉管技术持续突破，二期项目预计2023年6月投入商业运营，并规划在浙江绍兴继续投建2条产能25t/d药玻产线。

**看好竣工需求释放，玻璃价格仍存较大弹性：**玻璃量价是“保交付”核心观察数据，政府推动“保交付”决心不容置疑，随着各项配套跟进政策的陆续出台，以及地产市场底部复苏，预计地产竣工推动节奏有望进一步加快。作为和竣工关联度最为紧密的建材品种，玻璃走向高景气的核心逻辑仍在于需求的实质性释放。

**盈利预测与估值评级：**对于公司，我们中短期看好玻璃价格弹性带来投资机会，长期看好其在光伏、节能、电子、药玻等成长性赛道中实现持续价值增长。由于短期内成本冲击较大，我们下调公司22年EPS至0.58元（较上期调整-51.3%），维持23-24年EPS预测为1.52、1.83元，维持“买入”评级。

**风险提示：**浮法玻璃价格回升不及预期，原燃材料成本压力提升，新建项目推进不及预期，新业务拓展不及预期。

## 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）	9,643	14,573	12,995	19,699	24,208
营业收入增长率	3.63%	51.12%	-10.83%	51.59%	22.89%
净利润（百万元）	1,814	4,234	1,569	4,092	4,922
净利润增长率	35.71%	133.38%	-62.93%	160.74%	20.30%
EPS（元）	0.68	1.58	0.58	1.52	1.83
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.19%	31.72%	12.29%	25.95%	27.60%
P/E	13	6	15	6	5
P/B	2.5	1.8	1.9	1.5	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-10-26

## 买入（维持）

当前价：8.87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)	26.83
总市值(亿元):	238.03
一年最低/最高(元):	8.75/18.17
近3月换手率:	92.17%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.81	-1.33	-21.75
绝对	-10.49	-15.20	-44.34

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	9,643	14,573	12,995	19,699	24,208
营业成本	6,050	7,252	9,119	11,808	14,667
折旧和摊销	936	965	1,037	1,205	1,303
税金及附加	126	177	156	246	303
销售费用	87	125	117	171	218
管理费用	721	1,388	1,235	1,832	2,276
研发费用	428	647	585	886	1,089
财务费用	129	69	42	114	83
投资收益	2	3	0	0	0
营业利润	2,079	4,914	1,814	4,748	5,715
利润总额	2,078	4,912	1,812	4,746	5,713
所得税	269	690	255	667	803
净利润	1,809	4,221	1,557	4,079	4,910
少数股东损益	-5	-12	-12	-12	-12
归属母公司净利润	1,814	4,234	1,569	4,092	4,922
EPS(元)	0.68	1.58	0.58	1.52	1.83

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,118	5,073	2,140	5,547	6,426
净利润	1,814	4,234	1,569	4,092	4,922
折旧摊销	936	965	1,037	1,205	1,303
净营运资金增加	-403	921	23	1,863	1,223
其他	771	-1,047	-490	-1,613	-1,023
投资活动产生现金流	-1,120	-1,961	-3,699	-1,725	-1,200
净资本支出	-1,141	-1,430	-3,700	-1,700	-1,200
长期投资变化	43	41	0	0	0
其他资产变化	-22	-572	1	-25	0
融资活动现金流	-1,599	407	1,025	-1,811	-3,873
股本变化	-1	0	-3	0	0
债务净变化	-843	744	3,216	-606	-934
无息负债变化	811	1,911	152	1,183	1,150
净现金流	402	3,517	-535	2,011	1,353

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	37.3%	50.2%	29.8%	40.1%	39.4%
EBITDA 率	36.1%	42.4%	22.4%	31.0%	29.5%
EBIT 率	25.9%	35.5%	14.4%	24.9%	24.1%
税前净利润率	21.5%	33.7%	13.9%	24.1%	23.6%
归母净利润率	18.8%	29.1%	12.1%	20.8%	20.3%
ROA	12.7%	20.2%	6.6%	14.9%	16.6%
ROE (摊薄)	19.2%	31.7%	12.3%	25.9%	27.6%
经营性 ROIC	16.4%	29.0%	8.9%	20.6%	23.3%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	33%	36%	46%	42%	39%
流动比率	0.89	1.90	1.18	1.57	1.97
速动比率	0.62	1.46	0.84	1.14	1.41
归母权益/有息债务	4.59	4.76	2.12	2.91	3.98
有形资产/有息债务	6.29	6.81	3.60	4.64	6.07

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	14,302	20,948	23,725	27,291	29,561
货币资金	910	4,434	3,898	5,910	7,262
交易性金融资产	280	820	820	820	820
应收账款	140	251	184	279	343
应收票据	132	49	182	276	339
其他应收款 (合计)	22	29	30	45	55
存货	1,007	1,966	2,482	3,219	4,001
其他流动资产	755	795	795	795	795
流动资产合计	3,312	8,599	8,712	11,759	14,132
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	43	41	41	41	41
固定资产	0	8,413	10,779	11,445	11,330
在建工程	1,096	1,368	1,145	659	408
无形资产	1,024	1,420	1,590	1,756	1,919
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	8,505	617	617	617	617
非流动资产合计	10,989	12,349	15,012	15,532	15,429
总负债	4,788	7,444	10,812	11,389	11,604
短期借款	1,268	495	3,211	2,105	670
应付账款	975	1,556	1,957	2,534	3,147
应付票据	69	451	91	118	147
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	324	6	6	6	6
流动负债合计	3,728	4,529	7,397	7,474	7,189
长期借款	494	1,026	1,526	2,026	2,526
应付债券	0	1,193	1,193	1,193	1,193
其他非流动负债	536	508	508	508	508
非流动负债合计	1,060	2,915	3,415	3,915	4,415
股东权益	9,513	13,505	12,913	15,902	17,957
股本	2,686	2,686	2,683	2,683	2,683
公积金	2,776	3,314	3,474	3,862	3,862
未分配利润	4,167	7,333	6,597	9,210	11,277
归属母公司权益	9,452	13,346	12,767	15,768	17,835
少数股东权益	61	158	146	134	122

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.90%	0.86%	0.90%	0.87%	0.90%
管理费用率	7.47%	9.52%	9.50%	9.30%	9.40%
财务费用率	1.34%	0.48%	0.33%	0.58%	0.34%
研发费用率	4.44%	4.44%	4.50%	4.50%	4.50%
所得税率	13%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.35	0.80	0.41	1.06	1.28
每股经营现金流	1.16	1.89	0.80	2.07	2.39
每股净资产	3.52	4.97	4.76	5.88	6.65
每股销售收入	3.59	5.42	4.84	7.34	9.02

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	13	6	15	6	5
PB	2.5	1.8	1.9	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.1	4.2	10.0	4.7	3.9
股息率	3.9%	9.0%	4.6%	12.0%	14.4%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		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