

旗滨集团 (601636.SH)

Q3 业绩环比增长，浮法玻璃盈利仍具弹性

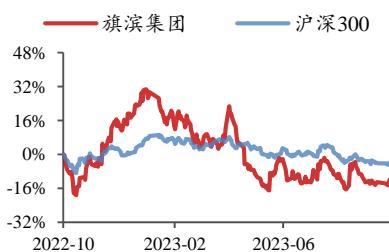
2023 年 10 月 16 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2023/10/13
当前股价(元)	8.17
一年最高最低(元)	12.85/7.78
总市值(亿元)	219.24
流通市值(亿元)	219.24
总股本(亿股)	26.84
流通股本(亿股)	26.84
近 3 个月换手率(%)	71.66

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《盈利弹性有望加速释放，光伏放量支撑业绩韧性—公司信息更新报告》
-2023.8.29

《浮法玻璃底部反转可期，布局光伏玻璃开启新成长—公司首次覆盖报告》-2023.5.14

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

朱思敏（联系人）

zhusimin@kysec.cn

证书编号: S0790122050026

● Q3 业绩环比增长，浮法玻璃盈利仍具弹性

公司发布 2023 年三季度报告，2023 年 1-9 月实现营收 111.85 亿元，同比+13.68%，归母净利润 12.43 亿元，同比-0.42%，扣非净利润 11.47 亿元，同比-0.94%；其中 2023Q3 实现营收 43.00 亿元，环比+14.53%，归母净利润 5.96 亿元，环比+11.52%，扣非归母净利润 5.75 亿元，环比+15.73%。受益于保交楼政策以及光伏玻璃新增产能放量，公司 2023Q3 业绩环比增长。我们维持 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年公司实现归母净利润 23.53/20.14/21.43 亿元，同比+78.7%/-14.4%/+6.4%；EPS 分别为 0.88/0.75/0.80 元，对应当前股价，PE 为 9.3/10.9/10.2 倍。维持“买入”评级。

● 重质纯碱阶段性供需错配，浮法玻璃盈利仍具备弹性

2023Q3 归母净利润 5.96 亿元，环比+11.52%，扣非归母净利润 5.75 亿元，环比+15.73%；我们认为净利润环比增长的主要原因为光伏玻璃新增产能放量所致。2023Q3 公司毛利率 27.70%，同比+12.45pct，环比+1pct；净利率 13.85%，同比+8.64pct，环比-0.53pct。2023Q3 公司净利率环比微降的原因：(1) **2023Q3 重质纯碱阶段性供需错配导致价格上涨**，根据 Wind 数据，2023Q3 重质纯碱平均市场价格环比+2.49%，(a) **新增产能落地不及预期**，虽然远兴能源阿拉善天然碱项目如期投产，但目前以生产轻质纯碱为主，重质纯碱产能处于爬坡阶段，(b) **有效产能减少**，7-9 月是重质纯碱生产线检修的高峰期；(c) **需求增加**，在远兴能源天然碱项目落地强预期下，光伏玻璃新增产能以及浮法玻璃复产产能加速落地，相较于 2023 年 5 月末，2023 年 9 月末光伏玻璃新增产能 5350 吨/日，增长 6.10%；浮法玻璃复产产能 4450 吨/日，增长 2.66%。(2) **2023Q3 期间费用率环比+1.29pct**，其中销售/管理/财务费用率环比+0.11%/0.71%/0.47%，主要系 2023 年 1-9 月公司新投产 4 条光伏玻璃生产线，产能合计为 4800 吨/日，目前公司光伏玻璃业务尚未形成规模量产，因此期间费用率较高，随着在建产能陆续投产，规模化优势或将显现，期间费用率有望改善。**我们认为公司浮法玻璃业务仍具备盈利弹性：**(1) **保交楼支撑需求增速韧性较强**，(2) **近期进口重质纯碱有望陆续到港，叠加天然碱重质纯碱产能逐步爬坡，重质纯碱价格或仍有较大下行空间。**

● 规模优势+硅砂自给率高，有望提升业绩韧性

公司光伏玻璃业务已进入业绩放量期，截至 2023 年 9 月末公司已投产光伏玻璃（超白压延）产能约 4800 吨/日，营收占比由 2022 年的 14%增长至 2023H1 的 20%。公司在建以及计划拟建产能规模约 6000 吨/日，虽然 2023 年 5 月工信部出台风险预警机制，公司主营浮法玻璃业务现金造血能力较强（现货现款结算方式）且资金实力雄厚，有望支撑光伏玻璃产能逐步落地；同时，公司收购配套超白石英砂矿，经测算石英砂矿全部投产后可完全自给，有望显著提高光伏玻璃毛利率。我们认为，在拟建产能投产后，公司光伏玻璃产能规模及盈利能力或将跻身第一梯队；从中期来看，光伏玻璃业务有望成为公司业绩第二增长曲线，公司业绩有望呈现较强韧性。

● 风险提示：保交楼进展低于预期；远兴能源重质纯碱投产不及预期；民营房企信用风险蔓延。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,697	13,313	15,583	21,074	25,543
YOY(%)	52.4	-9.4	17.1	35.2	21.2
归母净利润(百万元)	4,241	1,317	2,353	2,014	2,143
YOY(%)	133.8	-68.9	78.7	-14.4	6.4
毛利率(%)	49.9	21.2	27.9	21.7	20.9
净利率(%)	28.9	9.9	15.1	9.6	8.4
ROE(%)	31.3	10.2	15.5	12.7	12.8
EPS(摊薄/元)	1.58	0.49	0.88	0.75	0.80
P/E(倍)	5.2	16.7	9.3	10.9	10.2
P/B(倍)	1.7	1.8	1.5	1.4	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8599	7721	7611	12576	11214	营业收入	14697	13313	15583	21074	25543
现金	4434	3326	4335	5387	6137	营业成本	7364	10488	11230	16504	20213
应收票据及应收账款	300	1088	0	1146	456	营业税金及附加	177	136	156	211	255
其他应收款	29	78	0	101	39	营业费用	125	137	156	211	255
预付账款	255	217	149	394	305	管理费用	1389	684	748	990	1175
存货	1966	1959	1892	4247	3079	研发费用	647	500	569	748	881
其他流动资产	1615	1054	1235	1301	1197	财务费用	69	21	101	154	347
非流动资产	12342	16713	17245	21209	23835	资产减值损失	-100	-44	47	63	77
长期投资	41	48	52	56	61	其他收益	102	130	116	116	121
固定资产	8412	9977	11435	15000	17249	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	1420	1789	1925	2096	2299	投资净收益	3	7	1	1	1
其他非流动资产	2468	4898	3833	4058	4227	资产处置收益	-4	3	-1	0	0
资产总计	20941	24434	24856	33785	35050	营业利润	4919	1421	2683	2295	2441
流动负债	4529	5764	4847	13555	14770	营业外收入	4	17	11	12	12
短期借款	495	1058	940	4676	8863	营业外支出	6	3	6	6	6
应付票据及应付账款	2007	2424	1539	4856	2810	利润总额	4917	1435	2688	2301	2447
其他流动负债	2027	2283	2369	4023	3097	所得税	690	111	323	276	294
非流动负债	2911	5745	4719	4257	3495	净利润	4227	1324	2365	2024	2154
长期借款	2219	4923	4025	3521	2745	少数股东损益	-14	7	12	10	11
其他非流动负债	692	821	693	736	750	归属母公司净利润	4241	1317	2353	2014	2143
负债合计	7440	11509	9566	17812	18265	EBITDA	5961	2810	3953	3973	4661
少数股东权益	154	327	339	349	359	EPS(元)	1.58	0.49	0.88	0.75	0.80
股本	2686	2683	2683	2683	2683	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	2520	2502	2502	2502	2502	成长能力					
留存收益	8129	7307	8490	9502	10579	营业收入(%)	52.4	-9.4	17.1	35.2	21.2
归属母公司股东权益	13347	12598	14951	15624	16425	营业利润(%)	136.5	-71.1	88.9	-14.5	6.4
负债和股东权益	20941	24434	24856	33785	35050	归属于母公司净利润(%)	133.8	-68.9	78.7	-14.4	6.4
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	获利能力					
经营活动现金流	5073	568	3628	4672	3272	毛利率(%)	49.9	21.2	27.9	21.7	20.9
净利润	4227	1324	2365	2024	2154	净利率(%)	28.9	9.9	15.1	9.6	8.4
折旧摊销	1001	1085	1165	1518	1867	ROE(%)	31.3	10.2	15.5	12.7	12.8
财务费用	69	21	101	154	347	ROIC(%)	25.6	8.2	11.4	8.5	8.3
投资损失	-3	-7	-1	-1	-1	偿债能力					
营运资金变动	-432	-2156	1	947	-1111	资产负债率(%)	35.5	47.1	38.5	52.7	52.1
其他经营现金流	211	300	-4	28	16	净负债比率(%)	-8.4	27.3	14.1	27.9	43.0
投资活动现金流	-1961	-2885	-2116	-5487	-4350	流动比率	1.9	1.3	1.6	0.9	0.8
资本支出	1446	4180	2577	5258	4341	速动比率	1.2	0.8	1.0	0.5	0.5
长期投资	-11	-11	-4	-4	-5	营运能力					
其他投资现金流	-503	1306	465	-225	-4	总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.7	0.7
筹资活动现金流	407	1121	-503	-1977	-2247	应收账款周转率	75.3	25.4	58.8	53.2	45.8
短期借款	-773	563	-118	3736	4188	应付账款周转率	5.8	6.2	6.7	6.2	6.4
长期借款	1725	2704	-898	-504	-777	每股指标(元)					
普通股增加	0	-3	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.58	0.49	0.88	0.75	0.80
资本公积增加	403	-18	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.89	0.21	1.35	1.74	1.22
其他筹资现金流	-948	-2126	512	-5209	-5658	每股净资产(最新摊薄)	4.88	4.60	5.48	5.73	6.03
现金净增加额	3517	-1172	1008	-2793	-3325	估值比率					
						P/E	5.2	16.7	9.3	10.9	10.2
						P/B	1.7	1.8	1.5	1.4	1.4
						EV/EBITDA	3.4	9.2	6.1	6.6	6.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2 / 4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn