

旗滨集团 (601636)

2023 年年报、2024 年一季报点评：浮法玻璃盈利显韧性，光伏玻璃增长极成型

增持 (维持)

2024 年 04 月 26 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	13,313	15,683	19,803	23,531	26,765
同比 (%)	(9.42)	17.80	26.27	18.83	13.75
归母净利润 (百万元)	1,317	1,751	1,954	1,972	2,606
同比 (%)	(68.95)	32.98	11.62	0.89	32.19
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.49	0.65	0.73	0.73	0.97
P/E (现价&最新摊薄)	15.08	11.34	10.16	10.07	7.62

股价走势



投资要点

- **事件：**公司披露 2023 年年报和 2024 年一季报，2023 年实现营业收入 156.83 亿元，同比+17.8%，实现归母净利润 17.51 亿元，同比+33.0%。2023Q4、2024Q1 单季度实现营业收入 44.98 亿元、38.57 亿元，同比+29.5%、+23.2%，实现归母净利润 5.08 亿元、4.42 亿元，同比+645%、+292%。公司拟每 10 股派发股利 3.3 元(含税)，现金分红比例为 50.44%。
- **浮法玻璃盈利显现韧性，光伏玻璃加速放量。(1) 浮法玻璃：**我们测算公司 2023 年浮法原片销量同比增长 6%，对应单箱毛利 21.6 元，同比上升 3.1 元。(2) **光伏玻璃：**2023 年销售光伏玻璃加工片 19408 万平，同比增长 201.7%，实现营收 34.12 亿元，同比增长 114.1%，毛利率 21.5%，同比提升 12.3pct，得益于新点火产线爬坡速度加快。(3) 2023Q4、2024Q1 单季毛利率为 29.0%、26.1%，分别同比+19.2pct、+12.7pct，得益于浮法、光伏玻璃毛利率同比改善，以及 Q1 浮法玻璃盈利保持平稳。
- **财务费用率上升致期间费用率小幅上升。(1) 公司 2023 年期间费用率为 11.1%，同比增加 1.1pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.1%/5.4%/3.7%/1.0%，同比分别+0.1/+0.2/-0.1/+0.9pct，财务费用同比增加 1.42 亿元，主要是借款规模增长以及汇兑收益同比减少所致。(2) 2024Q1 单季期间费用率同比+1.6pct 至 11.9%，主要因管理费用率/财务费用率分别同比增加 1.1/0.7pct。(3) 公司 2023 年资产减值损失 1.53 亿元，主要因计提存货跌价准备 8489 万元、计提固定资产减值准备(马来砂矿设施) 4534 万元。**
- **资本开支力度延续，支撑新兴业务持续增长。(1) 2023Q4、2024Q1 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 17.13 亿元、11.79 亿元，分别同比增长 10.5%、4.7%，反映公司光伏玻璃、电子玻璃等新兴业务板块投资力度维持，外延扩张大力推进。(2) 2024 年一季报资产负债率为 54.5%，同比上升 5.0pct。**
- **中期光伏玻璃新增长极成型。**2023 年公司光伏及其他功能玻璃营收占比同比提升 9.4pct 至 23.3%，实现毛利额 7.56 亿元，同比增长 287%。公司光伏玻璃产能规模已位居行业前三，年内将有 3600t/d 产能投产，凭借规模化、资源优势，形成中长期新增长极，光伏玻璃在公司盈利比重有望大幅提升。2 条高性能电子玻璃生产线(130t/d)，正在筹建 2 条中性硼硅药用玻璃生产线(100t/d)，电子、药用玻璃板块继续稳步开拓。
- **盈利预测与投资评级：**(1) 公司在浮法玻璃板块通过资源储备、原燃料采购构筑的成本优势凸显，有望持续享有超额利润。(2) 公司光伏玻璃新增长极成型，电子玻璃、药用玻璃稳步开拓，公司中长期多元化成长性显现。(3) 基于地产竣工需求下行风险，我们预计公司 2024-2025 年归母净利润 19.5/19.7 亿元(较前值分别上调 3%/下调 16%)，新增 2026 年归母净利润预测为 26.1 亿元，4 月 25 日收盘价对应市盈率 10、10、8 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**地产竣工下行超预期、光伏玻璃竞争格局恶化、新业务开拓不及预期的风险。

市场数据

收盘价(元)	7.49
一年最低/最高价	5.21/10.64
市净率(倍)	1.47
流通 A 股市值(百万元)	20,099.44
总市值(百万元)	20,099.44

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.11
资产负债率(%,LF)	54.47
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)：2023 年三季报点评：浮法玻璃盈利维持，期待光伏玻璃加速放量》
2023-10-16
- 《旗滨集团(601636)：2023 年中报点评：浮法盈利如期改善，多元增量加速释放》
2023-08-30

1. 事件

公司披露 2023 年年报和 2024 年一季报：2023 年实现营业收入 156.83 亿元，同比+17.8%，实现归母净利润 17.51 亿元，同比+33.0%。其中 2023Q4、2024Q1 单季度分别实现营业收入 44.98 亿元、38.57 亿元，分别同比+29.5%、+23.2%，分别实现归母净利润 5.08 亿元、4.42 亿元，分别同比+645%、+292%。公司 2023 年度拟每 10 股派发现金股利人民币 3.3 元（含税），现金分红比例为 50.44%。

2. 点评

浮法玻璃盈利显现韧性，光伏玻璃加速放量。（1）**浮法玻璃**：疫情后玻璃需求在地产在建体量和保交付政策支持下韧性超预期，行业库存在 2023 年上半年实现有效去化后中低位运行，支撑玻璃价格年内上行后中高位震荡，纯碱等原燃料价格中枢较 2022 年回落，推动浮法玻璃盈利修复。我们测算公司 2023 年浮法原片销量同比增长 6%，对应单箱毛利 21.6 元，同比上升 3.1 元。（2）**光伏玻璃**：2023 年内公司新增光伏压延在产产能 6000t/d 达到 8200t/d，销售光伏玻璃加工片 19408 万平方米，同比增长 201.7%，实现营收 34.12 亿元，同比增长 114.1%，毛利率 21.5%，同比提升 12.3pct，得益于新点火产线爬坡速度加快。（3）2023Q4、2024Q1 公司单季收入延续较快增长，预计主要得益于光伏玻璃产能释放后产销高增长，浮法玻璃均价预计同比也有所上涨。（4）2023Q4、2024Q1 单季毛利率为 29.0%、26.1%，分别同比+19.2pct、+12.7pct，得益于浮法玻璃和光伏玻璃毛利率同比改善，以及 Q1 浮法玻璃盈利保持平稳。

财务费用率上升致期间费用率小幅上升。（1）公司 2023 年期间费用率为 11.1%，同比增加 1.1pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.1%/5.4%/3.7%/1.0%，同比分别+0.1/+0.2/-0.1/+0.9pct，财务费用同比增加 1.42 亿元，主要是借款规模增长以及汇兑收益同比减少所致。（2）2024Q1 单季期间费用率同比+1.6pct 至 11.9%，主要因管理费用率/财务费用率分别同比增加 1.1/0.7pct。（3）此外，公司 2023 年资产减值损失 1.53 亿元，主要因计提存货跌价准备 8489 万元、计提固定资产减值准备（马来砂矿设施）4534 万元。（4）2023 年全年销售净利率为 11.0%，同比上升 1.0pct，2023Q4/2024Q1 销售净利率分别为 10.5%/12.2%，分别同比上升 8.4pct/8.6pct。

资本开支力度延续，支撑新兴业务持续增长。（1）公司 2023Q4、2024Q1 经营活动产生的现金净流量为 6.59、-3.17 亿元，同比分别+84%、-222%，其中 Q1 主要因新项目投产前期需要的流动资金增加以及公司较多使用销售商品收到的银行承兑票据直接支付项目建设款项支出。（2）2023Q4、2024Q1 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 17.13 亿元、11.79 亿元，分别同比增长 10.5%、4.7%，反映公司光伏玻璃、电子玻璃等新兴业务板块投资力度维持，外延扩张大力推进。（3）公司 2024 年一季报资产负债率为 54.5%，同比上升 5.0pct。

光伏玻璃新增长极成型，中期持续贡献增量。2023 年公司光伏及其他功能玻璃营收

占比同比提升 9.4pct 至 23.3%，实现毛利额 7.56 亿元，同比增长 287%。公司光伏玻璃产能规模已经位居行业前三，年内还将有 3600t/d 产能投产，凭借规模化、资源优势，形成中长期新的增长极，光伏玻璃在公司盈利比重有望大幅提升。2 条高性能电子玻璃生产线（130t/d），正在筹建 2 条中性硼硅药用玻璃生产线（100t/d），电子、药用玻璃板块继续稳步开拓。

3. 盈利预测与投资评级

（1）公司在浮法玻璃板块通过资源储备、原燃料采购构筑的成本优势凸显，有望持续享有超额利润。（2）公司光伏玻璃新增长极成型，电子玻璃、药用玻璃稳步开拓，公司中长期多元化成长性显现。（3）基于地产竣工需求下行风险，我们预计公司 2024-2025 年归母净利润 19.5/19.7 亿元（较前值分别上调 3%/下调 16%），新增 2026 年归母净利润预测 26.1 亿元，4 月 25 日收盘价对应市盈率 10、10、8 倍，维持“增持”评级。

4. 风险提示

地产竣工下行超预期、光伏玻璃竞争格局恶化、新业务开拓不及预期的风险。

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,054	12,675	14,352	17,252	营业总收入	15,683	19,803	23,531	26,765
货币资金及交易性金融资产	3,692	6,001	7,002	8,979	营业成本(含金融类)	11,763	15,462	18,779	20,959
经营性应收款项	2,100	2,209	2,738	3,289	税金及附加	180	227	270	307
存货	2,013	3,141	3,328	3,659	销售费用	171	212	247	278
合同资产	0	0	0	0	管理费用	842	877	1,040	1,182
其他流动资产	1,249	1,324	1,284	1,325	研发费用	572	723	859	977
非流动资产	22,861	26,465	29,319	32,225	财务费用	163	209	248	283
长期股权投资	45	60	68	76	加:其他收益	201	254	301	343
固定资产及使用权资产	12,159	17,065	20,886	24,167	投资净收益	4	4	6	9
在建工程	6,211	4,605	3,403	2,801	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,112	2,390	2,608	2,816	减值损失	(171)	(89)	(106)	(120)
商誉	3	3	3	3	资产处置收益	(14)	(17)	(21)	(24)
长期待摊费用	200	210	220	230	营业利润	2,012	2,245	2,269	2,988
其他非流动资产	2,132	2,132	2,132	2,132	营业外净收支	(40)	(43)	(48)	(53)
资产总计	31,915	39,140	43,672	49,477	利润总额	1,972	2,201	2,221	2,935
流动负债	6,721	8,698	9,720	11,382	减:所得税	250	279	282	372
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,276	1,576	1,826	2,026	净利润	1,722	1,922	1,939	2,563
经营性应付款项	3,345	4,386	4,587	5,660	减:少数股东损益	(29)	(32)	(33)	(43)
合同负债	93	122	149	166	归属母公司净利润	1,751	1,954	1,972	2,606
其他流动负债	2,007	2,614	3,159	3,531	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.65	0.73	0.73	0.97
非流动负债	10,261	13,661	15,161	16,661	EBIT	2,253	2,586	2,673	3,446
长期借款	8,063	11,463	12,963	14,463	EBITDA	3,552	3,187	3,166	3,888
应付债券	1,316	1,316	1,316	1,316	毛利率(%)	24.99	21.92	20.19	21.69
租赁负债	22	22	22	22	归母净利率(%)	11.16	9.87	8.38	9.74
其他非流动负债	861	861	861	861	收入增长率(%)	17.80	26.27	18.83	13.75
负债合计	16,982	22,359	24,881	28,044	归母净利润增长率(%)	32.98	11.62	0.89	32.19
归属母公司股东权益	13,549	15,430	17,472	20,158					
少数股东权益	1,383	1,351	1,318	1,275					
所有者权益合计	14,933	16,781	18,790	21,434					
负债和股东权益	31,915	39,140	43,672	49,477					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,543	3,026	2,695	3,737	每股净资产(元)	4.96	5.66	6.42	7.42
投资活动现金流	(5,389)	(4,262)	(3,410)	(3,416)	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	4,211	3,544	1,716	1,656	ROIC(%)	8.76	7.95	7.06	8.11
现金净增加额	374	2,309	1,001	1,977	ROE-摊薄(%)	12.92	12.67	11.28	12.93
折旧和摊销	1,299	602	494	442	资产负债率(%)	53.21	57.13	56.97	56.68
资本开支	(5,309)	(4,211)	(3,369)	(3,376)	P/E(现价&最新股本摊薄)	11.34	10.16	10.07	7.62
营运资本变动	(1,921)	335	61	500	P/B(现价)	1.49	1.31	1.15	1.00

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

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>