

# 旗滨集团 (601636)

## 2024 年三季报点评：浮法、光伏玻璃景气承压，静待供给进一步出清

增持 (维持)

2024 年 10 月 30 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

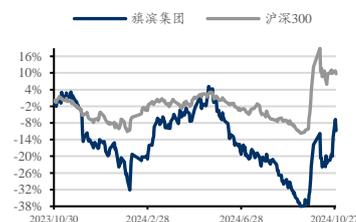
shify@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	13313	15683	16387	18756	20619
同比 (%)	(9.42)	17.80	4.49	14.46	9.93
归母净利润 (百万元)	1,316.68	1,750.88	604.31	649.66	1,120.80
同比 (%)	(68.95)	32.98	(65.49)	7.51	72.52
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.49	0.65	0.23	0.24	0.42
P/E (现价&最新摊薄)	13.78	10.36	30.02	27.92	16.19

### 投资要点

- **事件：**公司披露 2024 年三季报，前三季度分别实现营业总收入、归母净利润 116.00 亿元、6.99 亿元，同比分别+3.7%、-43.8%，其中三季度单季分别实现营业总收入、归母净利润 36.89 亿元、-1.12 亿元，同比分别-14.2%、-118.8%。
- **Q3 浮法、光伏玻璃价格下跌拖累收入、毛利率表现。**(1) 公司 Q3 营收同比减少 14.2%，环比 Q2 减少 9.0%，Q3 单季毛利率为 7.7%，同比/环比分别-20.0pct/-14.9pct，主要是 Q3 浮法玻璃和光伏玻璃因行业供需矛盾阶段性加剧，价格出现明显下跌，呈现行业大面积亏损状态，公司整体毛利率已低于 2022Q4 的低位。(2) 公司 Q3 单季期间费用率同比增加 2.1pct 至 13.3%，主要因为研发费用率和财务费用率分别同比增加 0.7pct/1.4pct 至 4.4%/2.5%，考虑分母端收入负增长的影响，期间费用总额控制较好。(3) 公司 Q3 销售净利率为-4.7%，同比-18.8pct，环比 Q2-14.4pct，预计除浮法玻璃产品单位盈利明显下滑外，光伏玻璃或是单季度亏损主因。
- **经营性现金流表现好于利润端，反映公司现金成本优势，资本开支节奏放缓。**(1) 公司 Q3 经营活动产生的现金流量净额为 3.50 亿元，同比-34.3%，考虑 Q3 公司销售商品收到的票据直接背书支付固定资产项目建设 2.2 亿元，还原此票据影响后 Q3 实际经营性现金净流入为 5.7 亿元，现金流表现好于利润端，亦反映公司现金成本相对同行有明显优势。(2) Q3 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 6.50 亿元，同比-48.3%，反映公司资本开支节奏放缓。(3) 公司三季度末存货余额 28.62 亿元，环比二季度末-1.16 亿元，或反映库存压力有所缓解。(4) 公司三季度末资产负债率为 58.2%，环比增加 3.1pct，带息债务余额为 143.22 亿元，环比+11.72 亿元。
- **浮法和光伏玻璃供给出清加速，景气有望筑底改善，继续观察冷修情况。**随着近期浮法和光伏玻璃产能加速冷修，行业供给过剩的矛盾得到缓解，其中浮法玻璃叠加下游补库需求拉动，价格明显反弹，光伏玻璃受限于下游订单不足，库存压力尚未得到明显消化。中期来看，浮法玻璃和光伏玻璃供需充分再平衡需要供给进一步出清，需持续观察高窑龄、高成本窑炉冷修进度，但行业大面积亏损状态下景气有望筑底改善。
- **盈利预测与投资评级：**公司多元产业布局成型，浮法、光伏压延玻璃成本、国际化布局综合竞争优势强化，享有超额利润。当前产能过剩矛盾下浮法、光伏玻璃盈利承压，但随着供给加速出清，行业进一步洗牌，龙头企业估值有望率先修复。基于浮法、光伏玻璃供给过剩矛盾尚未充分化解，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 6.0/6.5/11.2 亿元 (前值为 11.3/11.8/16.1 亿元)，对应市盈率 30/28/16 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。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	6.76
一年最低/最高价	4.60/8.56
市净率(倍)	1.37
流通 A 股市值(百万元)	18,140.56
总市值(百万元)	18,140.56

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.93
资产负债率(% ,LF)	58.22
总股本(百万股)	2,683.51
流通 A 股(百万股)	2,683.51

### 相关研究

- 《旗滨集团(601636): 2024 年中报点评：浮法玻璃景气回落，光伏玻璃形成新增长极》  
2024-09-02
- 《旗滨集团(601636): 2023 年年报、2024 年一季报点评：浮法玻璃盈利韧性，光伏玻璃增长极成型》  
2024-04-26

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
<b>流动资产</b>	<b>9,054</b>	<b>9,165</b>	<b>9,699</b>	<b>9,630</b>	<b>营业总收入</b>	<b>15,683</b>	<b>16,387</b>	<b>18,756</b>	<b>20,619</b>
货币资金及交易性金融资产	3,692	2,947	2,520	2,494	营业成本(含金融类)	11,763	13,857	15,969	17,162
经营性应收款项	2,100	2,475	3,036	3,096	税金及附加	180	188	215	236
存货	2,013	2,452	2,871	2,754	销售费用	171	178	204	224
合同资产	0	0	0	0	管理费用	842	813	892	938
其他流动资产	1,249	1,292	1,272	1,286	研发费用	572	574	656	722
<b>非流动资产</b>	<b>22,861</b>	<b>26,179</b>	<b>28,850</b>	<b>31,383</b>	财务费用	163	246	263	268
长期股权投资	45	60	68	76	加:其他收益	201	229	263	289
固定资产及使用权资产	12,159	16,929	20,592	23,612	投资净收益	4	4	6	9
在建工程	6,211	4,455	3,228	2,514	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)	(41)	(47)	(52)
商誉	3	3	3	3	资产处置收益	(14)	0	0	0
长期待摊费用	200	210	220	230	<b>营业利润</b>	<b>2,012</b>	<b>724</b>	<b>780</b>	<b>1,315</b>
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)
<b>资产总计</b>	<b>31,915</b>	<b>35,345</b>	<b>38,549</b>	<b>41,013</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,972</b>	<b>681</b>	<b>732</b>	<b>1,262</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,721</b>	<b>7,976</b>	<b>9,347</b>	<b>9,749</b>	减:所得税	250	86	93	160
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,276	1,576	1,826	2,026	<b>净利润</b>	<b>1,722</b>	<b>594</b>	<b>639</b>	<b>1,102</b>
经营性应付款项	3,345	3,968	4,726	4,713	减:少数股东损益	(29)	(10)	(11)	(19)
合同负债	93	110	126	136	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,751</b>	<b>604</b>	<b>650</b>	<b>1,121</b>
其他流动负债	2,007	2,322	2,669	2,874	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.65	0.23	0.24	0.42
非流动负债	10,261	12,261	13,761	15,261	EBIT	2,253	1,031	1,111	1,657
长期借款	8,063	10,063	11,563	13,063	EBITDA	3,552	1,618	1,588	2,072
应付债券	1,316	1,316	1,316	1,316	毛利率(%)	24.99	15.44	14.86	16.77
租赁负债	22	22	22	22	归母净利率(%)	11.16	3.69	3.46	5.44
其他非流动负债	861	861	861	861	收入增长率(%)	17.80	4.49	14.46	9.93
<b>负债合计</b>	<b>16,982</b>	<b>20,237</b>	<b>23,108</b>	<b>25,010</b>	归母净利润增长率(%)	32.98	(65.49)	7.51	72.52
归属母公司股东权益	13,549	13,734	14,078	14,659					
少数股东权益	1,383	1,373	1,363	1,344					
<b>所有者权益合计</b>	<b>14,933</b>	<b>15,108</b>	<b>15,441</b>	<b>16,003</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>31,915</b>	<b>35,345</b>	<b>38,549</b>	<b>41,013</b>					

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	1,357	1,371	1,869	每股净资产(元)	4.96	5.02	5.15	5.37
投资活动现金流	(5,389)	(3,944)	(3,190)	(2,992)	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	1,842	1,391	1,096	ROIC(%)	8.76	3.35	3.33	4.62
现金净增加额	374	(745)	(427)	(27)	ROE-摊薄(%)	12.92	4.40	4.61	7.65
折旧和摊销	1,299	587	477	415	资产负债率(%)	53.21	57.26	59.95	60.98
资本开支	(5,309)	(3,893)	(3,148)	(2,953)	P/E (现价&最新股本摊薄)	10.36	30.02	27.92	16.19
营运资本变动	(1,921)	74	133	213	P/B (现价)	1.36	1.35	1.31	1.26

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>