

## 旗滨集团（601636）

### 2022 年业绩预告点评：行业供给出清加速供需平衡修复，看好浮法玻璃盈利弹性 增持（维持）

2023 年 01 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          | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元）       | 14,573 | 13,238 | 14,145 | 18,405 |
| 同比               | 51%    | -9%    | 7%     | 30%    |
| 归属母公司净利润（百万元）    | 4,234  | 1,349  | 2,165  | 2,609  |
| 同比               | 133%   | -68%   | 60%    | 21%    |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 1.58   | 0.50   | 0.81   | 0.97   |
| P/E（现价&最新股本摊薄）   | 7.96   | 24.98  | 15.57  | 12.92  |

关键词：#业绩符合预期

#### 投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年业绩预告，预计 2022 年实现归母净利润 12.5-14.5 亿元，同比减少 65.8-70.5%，实现扣非后归母净利润 11.3-13.1 亿元，同比减少 68.5-72.8%，业绩基本符合预期。
- **Q4 浮法玻璃行业景气筑底，单箱净利回落至历史低位。**2022Q4 浮法玻璃库存虽终止快速累库的趋势但维持高位，产品价格低位震荡。根据公司公告区间中值测算，Q4 单季实现归母净利润 1.01 亿元，同比下降 82%，环比 Q3 亦减少 0.68 亿元，我们测算对应 Q4 单箱玻璃综合净利润约 4 元，环比约减少 2 元，浮法玻璃盈利已处 2016 年以来的历史低位。我们预计在龙头企业微利的状态下，行业亏损面较大，高成本企业或已处于亏损现金流的状态，后续将持续压制行业开工率。
- **行业供给出清加速供需平衡修复，预计 2023 年随着玻璃库存中枢下移，浮法玻璃盈利有望大幅反弹。**（1）2022 年 Q4 玻璃厂商库存逆季节性超预期去化，反映玻璃行业供需平衡在下半年供给加速收缩后已有明显修复，叠加产业链预期转暖。我们预计节后厂商向下游涨价移库将较为顺利，推动价格继续反弹。（2）中期来看，行业大范围亏损下当前玻璃窑炉开工率难以维持，供给存继续减量压力。2023 年竣工需求在前期地产高开工体量支持下不差，预计年内玻璃库存中枢将明显下移，行业整体盈利将得到显著修复。若保交付加速落实，库存去化斜率加快，玻璃价格弹性将更大，盈利也将具备弹性。
- **光伏玻璃大手笔加速布局，电子、药用玻璃开拓渐入佳境，提升长期成长性。**公司有望于 2023 年末形成合计 9400t/d 光伏玻璃产能，规划产能全部投产后将达到 17800t/d，凭借规模化、资源优势，中长期将形成新的增长极，光伏玻璃在公司盈利比重有望大幅提升。电子玻璃和药用玻璃持续扩张迭代，电子玻璃启动实施分拆上市，药用玻璃二期投产，盈利能力有望继续提升。
- **盈利预测与投资评级：**（1）建筑浮法玻璃景气处于历史低位，公司资源储备、燃料采购构筑的成本优势凸显，享有超额利润，随着行业供给出清以及保交付下竣工需求回暖，浮法业务盈利具备改善弹性。（2）除深加工持续增长外，光伏玻璃大手笔布局，电子玻璃启动分拆，公司中长期多元化成长性显现。（3）基于浮法玻璃行业供给持续出清加速供需平衡修复，我们调整公司 2022-2024 年归母净利润至 13.5（-5%）/21.7（+19%）/26.1（+2%）亿元，1 月 20 日收盘价对应市盈率 25、16、13 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**地产竣工修复不及预期、新业务开拓不及预期、纯碱价格下跌不及预期。

#### 股价走势



#### 市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(元)        | 12.56      |
| 一年最低/最高价      | 7.78/19.00 |
| 市净率(倍)        | 2.79       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 33,704.75  |
| 总市值(百万元)      | 33,704.75  |

#### 基础数据

|             |          |
|-------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 4.51     |
| 资产负债率(%，LF) | 44.27    |
| 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)：2022 年三季报点评：浮法玻璃景气筑底，静待新业务增量释放》

2022-10-30

《旗滨集团(601636)：2022 年中报点评：浮法景气底部，外延成长性逐步凸显》

2022-08-31

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)        |               |               |               |               |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2021A         | 2022E         | 2023E         | 2024E         |                 | 2021A         | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
| <b>流动资产</b>      | <b>8,599</b>  | <b>8,035</b>  | <b>7,647</b>  | <b>9,536</b>  | <b>营业总收入</b>    | <b>14,573</b> | <b>13,238</b> | <b>14,145</b> | <b>18,405</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 5,254         | 4,095         | 4,297         | 4,453         | 营业成本(含金融类)      | 7,252         | 10,186        | 10,122        | 13,406        |
| 经营性应收款项          | 555           | 567           | 584           | 832           | 税金及附加           | 177           | 136           | 146           | 190           |
| 存货               | 1,966         | 2,561         | 1,938         | 3,424         | 销售费用            | 125           | 127           | 134           | 142           |
| 合同资产             | 0             | 0             | 0             | 0             | 管理费用            | 1,388         | 767           | 703           | 948           |
| 其他流动资产           | 825           | 812           | 828           | 827           | 研发费用            | 647           | 517           | 552           | 718           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>12,349</b> | <b>14,858</b> | <b>17,296</b> | <b>19,609</b> | 财务费用            | 69            | 6             | 30            | 41            |
| 长期股权投资           | 41            | 56            | 64            | 72            | 加:其他收益          | 102           | 125           | 133           | 174           |
| 固定资产及使用权资产       | 8,434         | 10,339        | 12,372        | 14,400        | 投资净收益           | 3             | 3             | 4             | 5             |
| 在建工程             | 1,424         | 1,962         | 2,231         | 2,366         | 公允价值变动          | 0             | 6             | 0             | 0             |
| 无形资产             | 1,420         | 1,471         | 1,599         | 1,741         | 减值损失            | -102          | -62           | -70           | -94           |
| 商誉               | 0             | 0             | 0             | 0             | 资产处置收益          | -4            | 0             | 0             | 0             |
| 长期待摊费用           | 95            | 95            | 95            | 95            | <b>营业利润</b>     | <b>4,914</b>  | <b>1,571</b>  | <b>2,525</b>  | <b>3,045</b>  |
| 其他非流动资产          | 935           | 935           | 935           | 935           | 营业外净收支          | -2            | 8             | 8             | 8             |
| <b>资产总计</b>      | <b>20,948</b> | <b>22,894</b> | <b>24,943</b> | <b>29,146</b> | <b>利润总额</b>     | <b>4,912</b>  | <b>1,579</b>  | <b>2,533</b>  | <b>3,053</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>4,529</b>  | <b>5,305</b>  | <b>5,012</b>  | <b>6,819</b>  | 减:所得税           | 690           | 223           | 357           | 431           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 587           | 587           | 587           | 587           | <b>净利润</b>      | <b>4,221</b>  | <b>1,356</b>  | <b>2,176</b>  | <b>2,622</b>  |
| 经营性应付款项          | 2,007         | 2,293         | 1,980         | 3,010         | 减:少数股东损益        | -12           | 7             | 11            | 13            |
| 合同负债             | 131           | 153           | 152           | 201           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>4,234</b>  | <b>1,349</b>  | <b>2,165</b>  | <b>2,609</b>  |
| 其他流动负债           | 1,804         | 2,272         | 2,293         | 3,021         | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 1.58          | 0.50          | 0.81          | 0.97          |
| 非流动负债            | 2,915         | 5,115         | 5,915         | 6,715         | EBIT            | 5,038         | 1,657         | 2,650         | 3,213         |
| 长期借款             | 1,026         | 3,226         | 4,026         | 4,826         | EBITDA          | 6,058         | 2,563         | 3,700         | 4,408         |
| 应付债券             | 1,193         | 1,193         | 1,193         | 1,193         | 毛利率(%)          | 50.24         | 23.06         | 28.44         | 27.16         |
| 租赁负债             | 12            | 12            | 12            | 12            | 归母净利率(%)        | 29.05         | 10.19         | 15.30         | 14.17         |
| 其他非流动负债          | 684           | 684           | 684           | 684           | 收入增长率(%)        | 51.12         | -9.16         | 6.85          | 30.12         |
| <b>负债合计</b>      | <b>7,444</b>  | <b>10,420</b> | <b>10,927</b> | <b>13,534</b> | 归母净利润增长率(%)     | 133.38        | -68.12        | 60.41         | 20.52         |
| 归属母公司股东权益        | 13,346        | 12,309        | 13,841        | 15,423        |                 |               |               |               |               |
| 少数股东权益           | 158           | 165           | 176           | 189           |                 |               |               |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>13,505</b> | <b>12,474</b> | <b>14,017</b> | <b>15,612</b> |                 |               |               |               |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>20,948</b> | <b>22,894</b> | <b>24,943</b> | <b>29,146</b> |                 |               |               |               |               |

  

| 现金流量表(百万元) |        |        |        |        | 重要财务与估值指标      |       |       |       |       |
|------------|--------|--------|--------|--------|----------------|-------|-------|-------|-------|
|            | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |                | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流    | 5,073  | 2,461  | 3,553  | 3,932  | 每股净资产(元)       | 4.88  | 4.49  | 5.06  | 5.65  |
| 投资活动现金流    | -1,961 | -3,404 | -3,476 | -3,495 | 最新发行在外股份(百万股)  | 2,683 | 2,683 | 2,683 | 2,683 |
| 筹资活动现金流    | 407    | -221   | 125    | -282   | ROIC(%)        | 31.05 | 8.42  | 12.20 | 13.12 |
| 现金净增加额     | 3,517  | -1,164 | 202    | 155    | ROE-摊薄(%)      | 31.72 | 10.96 | 15.64 | 16.92 |
| 折旧和摊销      | 1,020  | 906    | 1,050  | 1,195  | 资产负债率(%)       | 35.53 | 45.51 | 43.81 | 46.43 |
| 资本开支       | -1,430 | -3,392 | -3,472 | -3,492 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 7.96  | 24.98 | 15.57 | 12.92 |
| 营运资本变动     | -322   | 154    | 269    | 34     | P/B(现价)        | 2.58  | 2.80  | 2.48  | 2.22  |

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>