

# 旗滨集团 (601636.SH)

买入

## 2022 年报及 2023 一季报点评：盈利底部边际修复，新兴业务稳步推进

### 核心观点

**全年业绩承压，Q1 经营压力改善。**公司 2022 年实现营收 133.13 亿，同比-9.42%，归母净利润 13.17 亿，同比-68.95%，基本 EPS 为 0.4927 元/股，拟 10 派 2.5 元（含税），符合此前业绩预告，全年业绩承压主要由于浮法玻璃市场需求不足，价格持续走低，生产企业库存高位运行，同时原燃材料价格大幅上涨，成本端不断攀升导致盈利空间承压明显。2023Q1 营收 31.31 亿，同比+2.21%，归母净利润 1.13 亿，同比-78.42%，尽管 Q1 业绩仍有所承压，但随着终端需求改善、燃料价格回落，业绩增速已出现底部回升。

**盈利底部修复，费用端优化明显。**公司 2022 年浮法玻璃收入 87.14 亿，同比-29.82%，完成销售 1.08 亿重箱，同比-9.1%，箱收入、箱成本、箱成本分别为 80.7 元（-23.8 元）、62.1 元（+11.6 元）和 18.5 元（-35.3 元）。23Q1 公司实现毛利率 13.41%，环比 22Q4 提高 3.6pct，主要受益于燃料成本下降影响。降本增效取得成效，全年期间费用率为 10.08%，同比-5.22pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.03%/5.14%/0.16%/3.75%，分别+0.17/-4.39/-0.32/0.69pct，管理费用率下降明显主要由于业绩奖励计提减少及股权激励成本减少。公司全年经营性净现金流实现 5.68 亿，同比-88.81%。受业务开拓借款增加等影响，资产负债率逐季小幅提高，截至 23Q1 为 49.51%，较 21 年末提高 13.98pct。

**稳步推进新兴业务发展，积极布局光伏玻璃。**报告期内，公司有序推进浙江长兴节能、天津节能、湖南节能二期建设，完成郴州光伏一线全面转产，郴州光伏二线已实现商业化运营，电子玻璃二期及药玻二期、漳州光伏一线等建设基本完成。节能玻璃全年实现销量 3895 万平，同比+19.5%，完成收入 25.71 亿，同比（+26.53%），占总收入比重提升 5.4pct 至 19.3%；其他功能玻璃全年收入 18.51 亿，同比-3.36%，占总收入比重为 13.9%；此外电子玻璃分拆上市工作已启动，未来有望获资本市场助力。

**风险提示：**房地产竣工低于预期；产能推进不及预期；供给增加超预期。

**投资建议：**行业底部初现，景气有望回暖，维持“买入”评级

今年以来浮法玻璃供需格局边际改善，3 月份后库存持续削减，价格稳步上行，行业景气有望持续改善，成本下行背景下，公司盈利具备弹性，此外，随着光伏玻璃、电子玻璃及药玻的逐步投产，未来业绩具备增量空间，预计 2023-25 年公司 EPS 分别为 0.88/1.25/1.50 元/股，对应 PE 为 12.0/8.5/7.0x，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,573	13,313	16,958	22,961	26,106
(+/-%)	51.1%	-8.6%	27.4%	35.4%	13.7%
净利润(百万元)	4234	1317	2363	3342	4022
(+/-%)	133.4%	-68.9%	79.5%	41.4%	20.3%
每股收益(元)	1.58	0.49	0.88	1.25	1.50
EBIT Margin	34.2%	10.3%	16.9%	17.3%	17.8%
净资产收益率 (ROE)	31.7%	10.5%	16.6%	20.1%	20.7%
市盈率 (PE)	6.7	21.5	12.0	8.5	7.0
EV/EBITDA	6.0	16.5	10.3	7.8	6.9
市净率 (PB)	2.12	2.25	1.99	1.71	1.46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 建筑材料·玻璃玻纤

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	10.55 元
总市值/流通市值	28311/28311 百万元
52 周最高价/最低价	13.50/7.78 元
近 3 个月日均成交额	369.31 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《旗滨集团 (601636.SH) -2022 年三季报点评：成本高位致 Q3 盈利承压，产品升级持续推进》——2022-10-28
- 《旗滨集团 (601636.SH) -2022 年中报点评：需求成本压制业绩，持续推进产品结构升级》——2022-08-31
- 《旗滨集团 (601636.SH) -业绩再创历史新高，加码布局光伏玻璃》——2022-04-11
- 《旗滨集团-601636-2021 年中报点评：量价齐升，业绩创历史新高》——2021-08-20
- 《旗滨集团-601636-2020 年年报&2021 一季报点评：原片景气持续，深加工有望发力》——2021-05-06

**全年业绩承压，Q1 经营压力改善。**公司 2022 年实现营收 133.13 亿，同比-9.42%，归母净利润 13.17 亿，同比-68.95%，基本 EPS 为 0.4927 元/股，拟 10 派 2.5 元（含税），符合此前业绩预告，全年业绩承压主要由于浮法玻璃市场需求不足，价格持续走低，生产企业库存高位运行，同时原燃材料价格大幅上涨，成本端不断攀升导致盈利空间承压明显。2023Q1 营收 31.31 亿，同比+2.21%，归母净利润 1.13 亿，同比-78.42%，尽管 Q1 业绩仍有所承压，但随着终端需求改善、燃料价格回落，业绩增速已出现底部回升。

图1：旗滨集团营业收入及增速（单位：亿元、%）



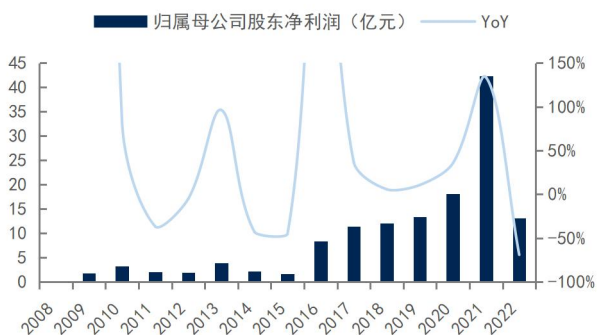
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：旗滨集团单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：旗滨集团归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（2016年增速为 387.4%）

图4：旗滨集团单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

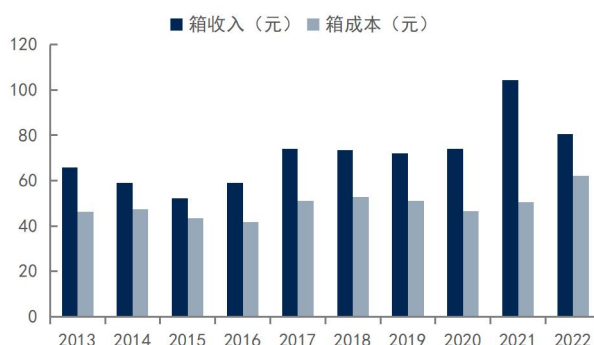
**盈利底部修复，费用端优化明显。**公司 2022 年浮法玻璃收入 87.14 亿，同比-29.82%，完成销售 1.08 亿重箱，同比-9.1%，箱收入、箱成本、箱成本分别为 80.7 元（-23.8 元）、62.1 元（+11.6 元）和 18.5 元（-35.3 元）。23Q1 公司实现毛利率 13.41%，环比 22Q4 提高 3.6pct，主要受益于燃料成本下降影响。降本增效取得成效，全年期间费用率为 10.08%，同比-5.22pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.03%/5.14%/0.16%/3.75%，分别 +0.17/-4.39/-0.32/0.69pct，管理费用率下降明显主要由于业绩奖励计提减少及股权激励成本减少。公司全年经营性净现金流实现 5.68 亿，同比-88.81%。受业务开拓借款增加影响，资产负债率逐季小幅提高，截至 23Q1 为 49.51%，较 21 年末提高 13.98pct。

图5: 旗滨集团浮法玻璃原片销量及增速



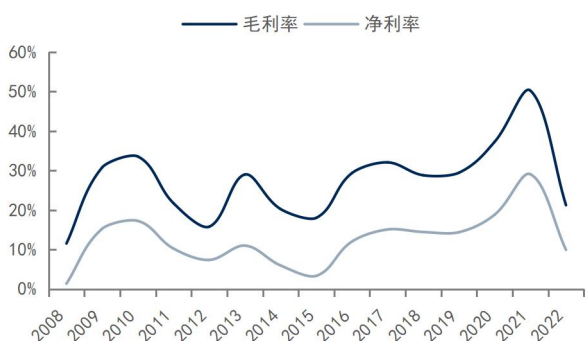
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 旗滨集团玻璃原片箱收入和箱毛利



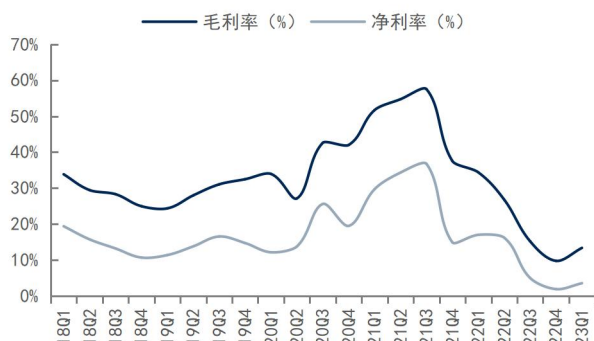
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 旗滨集团综合毛利率和净利率 (%)



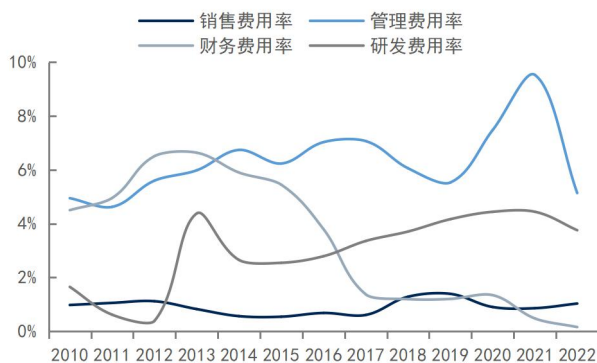
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 旗滨集团单季度综合毛利率和净利率 (%)



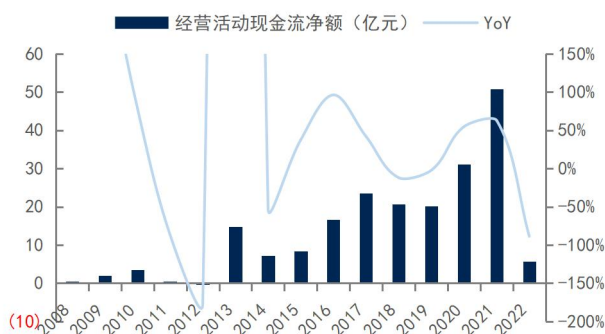
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 旗滨集团期间费用率 (%)



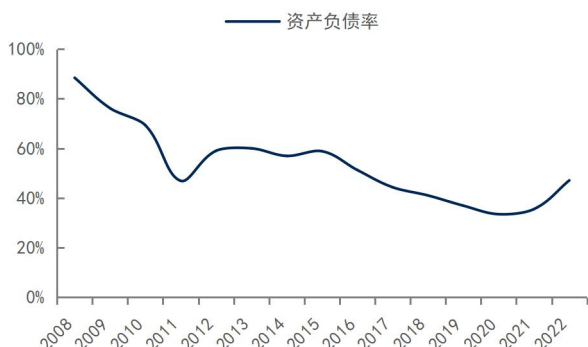
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 旗滨集团经营性现金流净额及增速 (%)



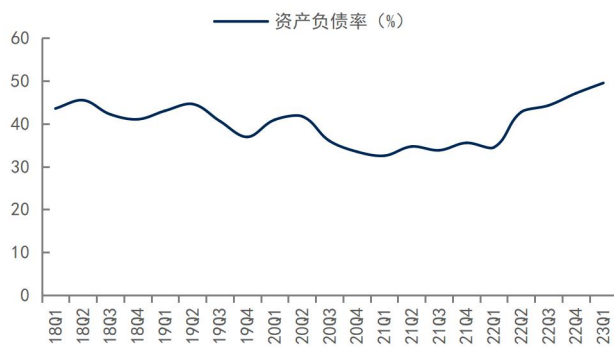
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (2013年增速为4326.4%)

图11: 旗滨集团年度资产负债率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

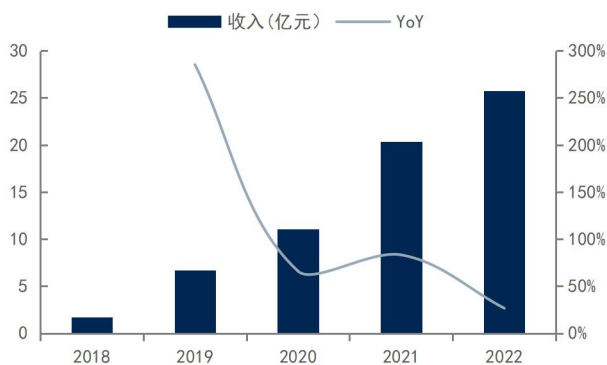
图12: 旗滨集团单季度资产负债率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (2013年增速为4326.4%)

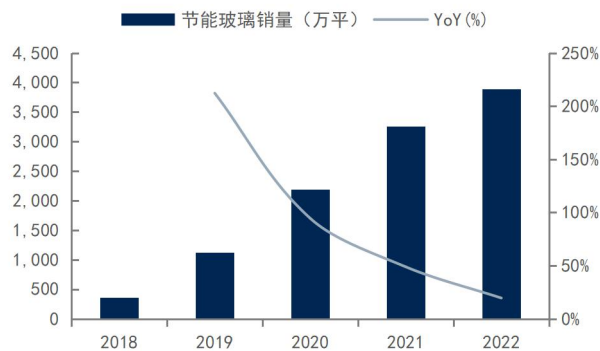
**稳步推进新兴业务发展, 积极布局光伏玻璃。**报告期内, 公司有序推进浙江长兴节能、天津节能、湖南节能二期建设, 完成郴州光伏一线全面转产, 郴州光伏二线已实现商业化运营, 电子玻璃二期及药玻二期、漳州光伏一线等建设基本完成。节能玻璃全年实现销量 3895 万平, 同比+19.5%, 完成收入 25.71 亿, 同比 (+26.53%), 占总收入比重提升 5.4pct 至 19.3%; 其他功能玻璃全年收入 18.51 亿, 同比-3.36%, 占总收入比重为 13.9%; 此外电子玻璃分拆上市工作已启动, 未来有望获资本市场助力。

图13: 旗滨集团节能玻璃业务收入与增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 旗滨集团节能玻璃销量



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**行业底部初现, 景气有望回暖, 维持“买入”评级。**今年以来浮法玻璃供需格局边际改善, 3月份后库存持续削减, 价格稳步上行, 行业景气有望持续改善, 成本下行背景下, 公司盈利具备弹性, 此外, 随着光伏玻璃、电子玻璃及药玻的逐步投产, 未来业绩具备增量空间, 2023-25年公司EPS分别为0.88/1.25/1.50元/股, 对应PE为12.0/8.5/7.0x, 维持“买入”评级。



## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4434	3326	3000	3163	6137	<b>营业收入</b>	<b>14573</b>	<b>13313</b>	<b>16958</b>	<b>22961</b>	<b>26106</b>
应收款项	329	1166	1634	2101	2452	营业成本	7252	10488	12209	16486	18692
存货净额	1966	1959	3312	4294	4530	营业税金及附加	177	136	189	245	285
其他流动资产	1050	1270	1420	2057	2262	销售费用	125	137	170	233	263
<b>流动资产合计</b>	<b>8599</b>	<b>7721</b>	<b>9866</b>	<b>12115</b>	<b>15882</b>	管理费用	1388	684	869	1151	1299
固定资产	9837	12779	14641	15265	14663	研发费用	647	500	661	879	914
无形资产及其他	1420	1789	1719	1648	1578	财务费用	69	21	245	232	137
投资性房地产	1051	2096	2096	2096	2096	投资收益	3	7	3	3	3
长期股权投资	41	48	51	56	60	资产减值及公允价值变动	94	44	50	35	20
<b>资产总计</b>	<b>20948</b>	<b>24434</b>	<b>28374</b>	<b>31181</b>	<b>34279</b>	其他收入	(746)	(478)	(661)	(879)	(914)
短期借款及交易性金融负债	587	1389	2688	995	200	营业利润	4914	1421	2668	3773	4540
应付款项	2007	2424	2840	4155	4514	营业外净收支	(2)	15	0	0	0
其他流动负债	1935	1952	2623	3349	3944	<b>利润总额</b>	<b>4912</b>	<b>1435</b>	<b>2668</b>	<b>3773</b>	<b>4540</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4529</b>	<b>5764</b>	<b>8151</b>	<b>8499</b>	<b>8658</b>	所得税费用	690	111	291	411	495
长期借款及应付债券	2219	4923	4693	4693	4693	少数股东损益	(12)	7	14	20	24
其他长期负债	696	821	949	1076	1203	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4234</b>	<b>1317</b>	<b>2363</b>	<b>3342</b>	<b>4022</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2915</b>	<b>5745</b>	<b>5643</b>	<b>5769</b>	<b>5896</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>7444</b>	<b>11509</b>	<b>13794</b>	<b>14268</b>	<b>14554</b>	<b>净利润</b>	4234	1317	2363	3342	4022
少数股东权益	158	327	327	321	317	资产减值准备	(49)	(50)	17	3	(1)
股东权益	13346	12598	14252	16592	19407	折旧摊销	965	1038	1240	1479	1595
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20948</b>	<b>24434</b>	<b>28374</b>	<b>31181</b>	<b>34279</b>	公允价值变动损失	(94)	(44)	(50)	(35)	(20)
						财务费用	69	21	245	232	137
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营运资本变动	8407	(1588)	(736)	85	287
每股收益	1.58	0.49	0.88	1.25	1.50	其它	39	45	(17)	(10)	(3)
每股红利	0.37	0.83	0.26	0.37	0.45	<b>经营活动现金流</b>	<b>13503</b>	<b>718</b>	<b>2818</b>	<b>4865</b>	<b>5880</b>
每股净资产	4.97	4.69	5.31	6.18	7.23	资本开支	0	(3929)	(3001)	(2001)	(901)
ROIC	32%	7%	12%	16%	19%	其它投资现金流	(540)	820	(500)	0	0
ROE	32%	10%	17%	20%	21%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(539)</b>	<b>(3116)</b>	<b>(3504)</b>	<b>(2006)</b>	<b>(905)</b>
毛利率	50%	21%	28%	28%	28%	权益性融资	(3)	222	0	0	0
EBIT Margin	34%	10%	17%	17%	18%	负债净变化	532	2642	(230)	0	0
EBITDA Margin	41%	18%	24%	24%	24%	支付股利、利息	(993)	(2229)	(709)	(1003)	(1207)
收入增长	51%	-9%	27%	35%	14%	其它融资现金流	(8516)	243	1299	(1693)	(795)
净利润增长率	133%	-69%	79%	41%	20%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(9441)</b>	<b>1291</b>	<b>360</b>	<b>(2696)</b>	<b>(2001)</b>
资产负债率	36%	48%	50%	47%	43%	<b>现金净变动</b>	<b>3524</b>	<b>(1107)</b>	<b>(326)</b>	<b>163</b>	<b>2974</b>
息率	3.5%	7.9%	2.5%	3.5%	4.3%	货币资金的期初余额	910	4434	3326	3000	3163
P/E	6.7	21.5	12.0	8.5	7.0	货币资金的期末余额	4434	3326	3000	3163	6137
P/B	2.1	2.2	2.0	1.7	1.5	企业自由现金流	0	(3216)	51	3098	5128
EV/EBITDA	6.0	16.5	10.3	7.8	6.9	权益自由现金流	0	(331)	901	1198	4211

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032