

投资评级 优于大市 维持

## 太阳能业务发力，净利润大增

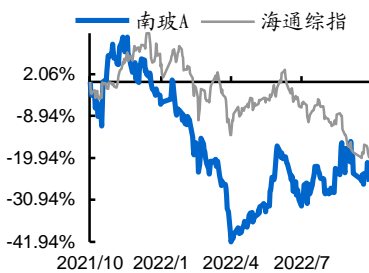
### 股票数据

10月25日收盘价(元)	7.02
52周股价波动(元)	5.37-10.77
总股本/流通A股(百万股)	3071/1957
总市值/流通市值(百万元)	21556/21524

### 相关研究

《玻璃高景气，减值拖累净利润》2022.04.25  
《擦亮三块玻璃打造一个品牌，战略清晰》  
2021.11.29

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-6.7	9.0	14.0
相对涨幅 (%)	-0.7	20.9	27.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:冯晨阳

Tel:(021)23212081

Email:fcy10886@htsec.com

证书:S0850516060004

分析师:申浩

Tel:(021)23154114

Email:sh12219@htsec.com

证书:S0850519060001

分析师:潘莹练

Tel:(021)23154122

Email:pyl10297@htsec.com

证书:S0850517070010

### 投资要点:

- **事件:** 近日公司公布 2022 年三季报, 公司 2022 年前三季度收入约 108 亿元、同比增长 5.44%, 归母净利润约 16.5 亿元、同比增长 9.32%, 扣非归母净利润约 14.8 亿元、同比增长 1.05%; 单三季度收入 43 亿元、同比增长 17.97%, 归母净利润 6.5 亿元、同比增长 312.78%, 扣非归母净利润 5.9 亿元、同比增长 336.67%。

### 点评:

- **玻璃景气下行，然太阳能业务支撑公司利润。**

1) 我们认为受下游房地产需求疲软及部分区域疫情散发的影响, 2022 年玻璃板块需求遇到较大的压力、玻璃价格出现较大幅度的下降, 同时受海外突发事件影响, 主要能源(天然气等)、纯碱价格维持高位, 玻璃行业盈利能力受到考验, 我们预计公司 Q3 玻璃产业净利润承压。

2) 然受益于光伏装机需求旺盛、多晶硅料价格持续攀升, 公司此前连续减值的太阳能业务重新焕发生机, 22H1 太阳能业务已实现 2.8 亿元净利润, 我们预计 22Q3 太阳能业务仍能贡献可观净利润。

- **资产减值或告一段落，归母净利润同比大增。** 2021Q3 公司资产减值损失高达 6.7 亿元, 尤其是太阳能业务持续减值, 公司轻装上阵, 我们预计资产减值或告一段落。由于基数原因公司 22Q3 归母净利润同比大幅增长 312.78%。
- **大池窑具备后发优势，大幅发力光伏打开成长空间。** 在产能置换政策下, 浮法玻璃大规模扩产可能性低, 但在光伏领域的扩张为公司打开了成长空间。截至 2021 年底公司光伏压延玻璃产能 43 万吨, 根据公司 2021 年年报, 公司于凤阳在建 4 条、于咸宁在建 1 条光伏玻璃生产线(日熔量均为 1200 吨), 此外公司计划在广西北海市新建 2 条日熔量为 1200 吨的光伏玻璃生产线, 光伏玻璃业务将成为南玻新的冠军业务。
- **维持“优于大市”评级。** 我们认为公司擦亮三块玻璃、打造一个品牌, 聚焦玻璃主业的战略清晰。凭借公司深厚的技术, 公司浮法玻璃、工程玻璃有望继续作为盈利稳定器; 大池窑具备后发优势, 公司发力光伏玻璃打开成长空间; 公司电子玻璃实现二强突破可对标海外一线品牌, 望逐步国产替代。我们预计 2022~2024 年公司归母净利润分别为 20.4、23.8、26.0 亿元, 对应 EPS 分别约 0.67、0.77、0.85 元/股, 我们给予公司 2022 年 PE16~20 倍, 合理价值区间 10.72~13.40 元。维持“优于大市”评级。

- **风险提示。** 浮法玻璃需求大幅下滑, 资产减值风险。

### 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10671	13629	14185	15814	17567
(+/-)YoY(%)	1.9%	27.7%	4.1%	11.5%	11.1%
净利润(百万元)	779	1529	2043	2377	2596
(+/-)YoY(%)	45.3%	96.2%	33.6%	16.4%	9.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.25	0.50	0.67	0.77	0.85
毛利率(%)	30.2%	35.1%	31.4%	32.3%	32.2%
净资产收益率(%)	7.6%	13.4%	16.0%	16.7%	16.7%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 A 股同类可比上市公司估值

代码	简称	收盘价(元)	EPS (元/股) 一致预期			PE (倍)			PB (倍)
		2022/10/25	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	(按最新每股净资产计算)
601636.SH	旗滨集团	8.92	1.58	0.95	1.24	5.7	9.3	7.2	2.0
600876.SH	洛阳玻璃	22.02	0.41	0.55	0.96	53.7	40.2	22.9	3.2
600586.SH	金晶科技	8.12	0.92	0.72	0.93	8.9	11.3	8.7	2.1
<b>平均值</b>						<b>22.8</b>	<b>20.3</b>	<b>13.0</b>	<b>2.4</b>

资料来源: Wind, 海通证券研究所。注: 盈利预测采用 Wind 一致预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>13629</b>	<b>14185</b>	<b>15814</b>	<b>17567</b>
每股收益	0.50	0.67	0.77	0.85	营业成本	8849	9734	10710	11913
每股净资产	3.72	4.17	4.63	5.06	毛利率%	35.1%	31.4%	32.3%	32.2%
每股经营现金流	1.27	0.92	1.13	1.25	营业税金及附加	149	156	174	193
每股股利	0.10	0.22	0.31	0.42	营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	271	270	300	334
P/E	14.10	10.55	9.07	8.30	营业费用率%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%
P/B	1.89	1.68	1.51	1.39	管理费用	753	780	870	966
P/S	1.58	1.52	1.36	1.23	管理费用率%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
EV/EBITDA	7.95	6.75	5.77	5.20	EBIT	3053	2712	3180	3507
股息率%	<b>1.4%</b>	<b>3.1%</b>	<b>4.4%</b>	<b>6.0%</b>	财务费用	151	212	271	329
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.1%	1.5%	1.7%	1.9%
毛利率	35.1%	31.4%	32.3%	32.2%	资产减值损失	-982	-20	-20	-20
净利润率	11.2%	14.4%	15.0%	14.8%	投资收益	17	0	0	0
净资产收益率	13.4%	16.0%	16.7%	16.7%	<b>营业利润</b>	<b>1931</b>	<b>2550</b>	<b>2966</b>	<b>3239</b>
资产回报率	7.7%	8.9%	9.2%	9.0%	营业外收支	-14	-8	-8	-9
投资回报率	15.5%	11.9%	12.3%	12.1%	<b>利润总额</b>	<b>1917</b>	<b>2542</b>	<b>2958</b>	<b>3231</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	4009	3394	3906	4276
营业收入增长率	27.7%	4.1%	11.5%	11.1%	所得税	356	458	532	582
EBIT 增长率	60.4%	-11.2%	17.3%	10.3%	有效所得税率%	18.6%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润增长率	96.2%	33.6%	16.4%	9.2%	少数股东损益	32	42	49	53
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1529</b>	<b>2043</b>	<b>2377</b>	<b>2596</b>
资产负债率	40.5%	41.8%	42.8%	44.0%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
流动比率	1.66	1.52	1.45	1.39	货币资金	2766	4000	5500	7000
速动比率	1.36	1.27	1.24	1.20	应收账款及应收票据	750	777	871	967
现金比率	0.73	0.76	0.81	0.84	存货	1094	1203	1324	1472
<b>经营效率指标</b>					其它流动资产	1697	2026	2126	2235
应收账款周转天数	19.56	19.56	19.56	19.56	流动资产合计	6307	8006	9820	11675
存货周转天数	45.11	45.11	45.11	45.11	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	0.68	0.62	0.61	0.61	固定资产	8567	9365	10119	10830
固定资产周转率	1.59	1.51	1.56	1.62	在建工程	2461	2761	3061	3361
					无形资产	1168	1268	1368	1468
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	非流动资产合计	13633	14831	15985	17096
净利润	1529	2043	2377	2596	<b>资产总计</b>	<b>19939</b>	<b>22837</b>	<b>25805</b>	<b>28771</b>
少数股东损益	32	42	49	53	短期借款	181	1369	2522	3723
非现金支出	2092	724	766	811	应付票据及应付账款	1830	2012	2214	2463
非经营收益	95	220	278	338	预收账款	0	0	0	0
营运资金变动	154	-192	6	38	其它流动负债	1780	1892	2030	2197
<b>经营活动现金流</b>	<b>3902</b>	<b>2837</b>	<b>3475</b>	<b>3837</b>	流动负债合计	3790	5273	6766	8383
资产	-1822	-1908	-1908	-1909	长期借款	1469	1469	1469	1469
投资	-1100	0	0	0	其它长期负债	2814	2814	2814	2814
其他	17	0	0	0	非流动负债合计	4283	4283	4283	4283
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2905</b>	<b>-1908</b>	<b>-1908</b>	<b>-1909</b>	<b>负债总计</b>	<b>8073</b>	<b>9556</b>	<b>11049</b>	<b>12665</b>
债权募资	-18	1188	1153	1201	实收资本	3071	3071	3071	3071
股权募资	2	0	0	0	归属于母公司所有者权益	11430	12802	14229	15526
其他	-347	-882	-1221	-1629	少数股东权益	437	478	527	580
<b>融资活动现金流</b>	<b>-363</b>	<b>306</b>	<b>-67</b>	<b>-428</b>	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>19939</b>	<b>22837</b>	<b>25805</b>	<b>28771</b>
<b>现金净流量</b>	<b>632</b>	<b>1234</b>	<b>1500</b>	<b>1500</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

冯晨阳 建筑建材行业  
申浩 建筑建材行业  
潘莹练 建筑建材行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 鲁阳节能,天山股份,中国巨石,东鹏控股,帝欧家居,松霖科技,华瓷股份,南玻 A,华新水泥,三棵树,华达新材,马可波罗,伟星新材,兔宝宝,凯盛科技,祁连山,冀东水泥,科顺股份,亚士创能,玉马遮阳,海螺水泥,中材科技,东方雨虹,再升科技,宁夏建材,雄塑科技,山东玻纤,惠达卫浴,北新建材,上峰水泥

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。