

# 布局中硼硅管制瓶，静待业绩见底回升

——2022年三季度点评

## 核心观点

- **内外经营大环境不利，业绩小幅下滑，我们判断中硼硅管制瓶产能扩展建设顺利，静待业绩见底回升。**公司前三季度分别实现收入/归母净利润 5.7/0.87 亿元，YoY-11.2%/-9.8%。22Q3 单季度实现收入/归母净利润 1.9/0.25 亿元，YoY-11.6%/-27.8%。我们认为前三季度的业绩下滑由三因素导致。首先与海外经济疲弱有关，耐热器皿大部分出口，需求受到较大冲击，叠加俄乌冲突导致中欧班列停运，交货周期拉长；其次，疫情的反复使得医院正常运营受到影响，进而影响了药玻材的销售；最后，高硼硅玻璃重要原材料，硼砂价格大幅提升，而产品价格由于需求疲弱无涨价，进一步压缩了盈利空间。展望未来，随着中硼硅药玻逐渐完成产能扩张（从年产 10 亿支扩至 26 亿支），明年的业绩增长值得期待。
- **大宗原材料涨价，导致整体盈利能力下滑，预计中硼硅药玻收入占比将提升，整体毛利率后续有望反弹。**公司前三季度毛利率 23.75%，相比 21 年下滑了 1.29pct。我们认为，硼砂等原材料价格的上涨削弱了高硼硅（耐热和光电）玻璃的盈利能力。随着高毛利率产品（中硼硅管制瓶）收入占比的提升，整体毛利率中枢有望上移。
- **中硼硅管制瓶已过关联审批，后续放量可期。**根据国家食药监局备案信息，公司已在 10 月 18 日通过中硼硅管制瓶关联审批，成为继山东药玻和四川阆中光明玻璃之后，获得此类关联审批的第三家企业。公司 8 月 24 日年产 5081 吨的中硼硅管制瓶窑炉点火，目前已进入正常生产运行，在完成药厂认证后即可批量供货。公司 10 月 18 日公告，使用超募资金 6000 万建设年产 1.12 万吨的药用管制玻璃瓶（I）项目。当天，还公告拟发行可转债不超过 5 亿元，用来建设年产 4.66 万吨的药用管制玻璃瓶（I）项目，预计项目建设期 16 个月。按照可行性方案，项目达产后将实现年收入 4.33 亿元（不含税），年净利润 9316 万元，中硼硅管制瓶将成为业绩新的增长源。

## 盈利预测与投资建议

- 下修 22-24 年 EPS 至 0.47/0.76/1.01 元（前值 0.58/0.89/1.26 元），结合三季报情况，对主要三项业务的收入/毛利率做了不同程度下修。参考上一篇报告估值方法，以及 23/24 业绩复合增速高于可比公司，我们依然认可给予公司行业平均估值 30%溢价，可比公司 22 年 25X PE，公司 22 年合理 PE 为 33X，对应目标价 15.51 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**募投项目进展低于预期/原材料成本上涨超预期/海外需求疲弱超预期

## 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	660	889	831	1,147	1,440
同比增长(%)	0.6%	34.7%	-6.5%	38.0%	25.5%
营业利润(百万元)	108	140	127	209	276
同比增长(%)	14.4%	30.0%	-9.4%	64.0%	32.5%
归属母公司净利润(百万元)	91	125	108	177	235
同比增长(%)	9.6%	37.4%	-13.4%	64.0%	32.5%
每股收益(元)	0.39	0.54	0.47	0.76	1.01
毛利率(%)	25.6%	25.0%	24.3%	28.0%	28.8%
净利率(%)	13.8%	14.0%	13.0%	15.5%	16.3%
净资产收益率(%)	17.9%	13.0%	7.8%	11.8%	14.1%
市盈率	38.6	28.1	32.5	19.8	14.9
市净率	6.4	2.6	2.5	2.2	2.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 投资评级 买入（维持）

股价（2022年10月27日）	15.09元
目标价格	15.51元
52周最高价/最低价	32.6/13.72元
总股本/流通A股（万股）	23,241/4,826
A股市值（百万元）	3,507
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2022年10月28日

## 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.2	2.83	-11.43	
相对表现	3.5	9.54	2.63	
沪深300	-3.3	-6.71	-14.06	-25.87



## 证券分析师

黄骥	021-63325888*6074 huangji@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520030001 香港证监会牌照：BTB520
余斯杰	yusijie@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521120002

## 相关报告

海外/疫情影响业绩，募投产能 H2 加速释放：——力诺特玻 2022 年中报点评	2022-08-29
中硼硅药玻扩产，高硼硅耐热/电光源拓品类：——力诺特玻首次覆盖	2022-06-09

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

- 1) 考虑到 22 年前三季度业绩同比下滑，我们将药用/耐热/光电玻璃的收入继续下调，22 年三项收入分别下调至 3.54/4.29/0.4 亿元，23 年三项收入下修至 5.56/5.13/0.68 亿元，24 年三项收入下修至 6.73/6.56/1 亿元。
- 2) 整体毛利率方面，23 年前三季度环比 22H1 继续下滑，原材料成本的上涨以及海外需求的疲弱成为盈利下滑的主要因素，将 22 年耐热/光电玻璃毛利率下修至 21.4%/32%。随着募投产能释放，新品毛利率预计更高，23/24 年耐热玻璃业务毛利率分别增至 23%/24%，电光源玻璃毛利率分别调整至 33%/34%。药用玻璃 22-24 年毛利率下修至 26.7%/32%/32.6%，主要因为高毛利率的中硼硅药玻收入占比低于预期。

表 1：收入分类预测表

收入分类预测表	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
<b>药用玻璃</b>						
销售收入（百万元）	379	583	848	354	556	673
<b>变动幅度</b>				<b>-6.6%</b>	<b>-4.5%</b>	<b>-20.5%</b>
毛利率	31.1%	34.3%	34.8%	26.7%	32.0%	32.6%
<b>变动幅度</b>				<b>-4.4%</b>	<b>-2.3%</b>	<b>-2.2%</b>
<b>耐热玻璃</b>						
销售收入（百万元）	469	616	716	429	513	656
<b>变动幅度</b>				<b>-8.5%</b>	<b>-16.7%</b>	<b>-8.4%</b>
毛利率	22.0%	24.0%	25.0%	21.4%	23.0%	24.0%
<b>变动幅度</b>				<b>-0.6%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>-1.0%</b>
<b>光电玻璃</b>						
销售收入（百万元）	40	68	101	40	68	100
<b>变动幅度</b>				<b>-0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
毛利率	35.0%	35.0%	36.0%	32.0%	33.0%	34.0%
<b>变动幅度</b>				<b>-3.0%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>-2.0%</b>
<b>其他业务</b>						
销售收入（百万元）	8	9	10	8	9	10
<b>变动幅度</b>				<b>0.2%</b>	<b>0.5%</b>	<b>-0.4%</b>
毛利率	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%
<b>变动幅度</b>				<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
<b>合计</b>	897	1,276	1,674	831	1,147	1,440
<b>变动幅度</b>				<b>-7.3%</b>	<b>-10.1%</b>	<b>-14.0%</b>
<b>综合毛利率</b>	26.6%	29.4%	30.7%	24.3%	28.0%	28.8%
<b>变动幅度</b>				<b>-2.3%</b>	<b>-1.4%</b>	<b>-1.9%</b>

数据来源：东方证券研究所

**表 2：主要财务数据分析变动表**

主要财务信息	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	897	1,276	1,674	831	1,147	1,440
<b>变动幅度</b>				<b>-7.3%</b>	<b>-10.1%</b>	<b>-14.0%</b>
营业利润(百万元)	158	243	344	127	209	276
<b>变动幅度</b>				<b>-19.5%</b>	<b>-14.2%</b>	<b>-19.7%</b>
归属母公司净利润(百万元)	135	207	292	108	177	235
<b>变动幅度</b>				<b>-19.9%</b>	<b>-14.4%</b>	<b>-19.6%</b>
每股收益(元)	0.58	0.89	1.26	0.47	0.76	1.01
<b>变动幅度</b>				<b>-19.8%</b>	<b>-14.3%</b>	<b>-19.8%</b>
毛利率(%)	26.6%	29.4%	30.7%	24.3%	28.0%	28.8%
<b>变动幅度</b>				<b>-2.3%</b>	<b>-1.4%</b>	<b>-1.9%</b>
净利率(%)	15.0%	16.2%	17.5%	13.0%	15.5%	16.3%
<b>变动幅度</b>				<b>-2.0%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-1.2%</b>

数据来源：东方证券研究所

## 投资建议

预测公司 22-24 年 EPS 分别为 0.47/0.76/1.01 元。参考上一篇报告估值方法，公司 23-24 年业绩复合增速达 48%，远高于可比公司 22%的增速。行业 22 年平均 PE 25X，认可给予公司 30%的行业估值溢价，即 22 年 33XPE，对应目标价 15.51 元，维持“买入”评级。

**表 3：可比公司估值水平（截止 10 月 27 日收盘）**

公司	代码	最新价格(元)		每股收益(元)			市盈率			23-24 年 业绩复合 增速 (%)	
		2022-10-27	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E		2024E
山东药玻	600529	31.86	0.99	1.19	1.46	1.78	32.07	26.82	21.81	17.95	22.24
永新股份	002014	8.06	0.61	0.61	0.70	0.78	13.22	13.22	11.55	10.31	13.25
海顺新材	300501	14.16	0.54	0.58	0.71	0.86	26.19	24.53	20.05	16.45	22.11
环球印务	002799	12.95	0.42	0.52	0.66	0.82	30.68	24.74	19.74	15.84	24.98
调整后平均							28.43	24.64	19.90	16.15	22.18

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

**募投项目进展低于预期：**募投项目包含了公司目前主要三块业务，募投项目的如期投产对未来业绩和在行业中的竞争能力至关重要。如果募投项目的建设由于疫情或者其他相关原因不达预期，将对盈利预测和估值造成较大负面影响。此外，公司新公告的模制瓶募投项目进展对未来公司的业绩也尤为重要。

**原材料成本价格上涨超预期：**中硼硅药用玻管主要自康宁玻璃、德国肖特、日本NEG等国外厂商进口，受汇率/关税/需求等多方面影响，采购价格存在上涨超预期可能性。此外，硼砂价格涨幅较大，若继续涨价，对公司盈利能力将造成负面影响。

**海外需求疲弱超预期：**公司前三季度业绩同比下滑，重要原因是海外需求疲弱。如果这一因素在下半年持续发酵，对公司的业绩将造成负面影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	57	711	691	655	724	营业收入	660	889	831	1,147	1,440
应收票据、账款及款项融资	119	172	155	212	264	营业成本	491	666	630	825	1,025
预付账款	9	14	13	18	23	营业税金及附加	5	6	6	8	10
存货	101	118	113	144	174	销售费用	19	23	25	33	39
其他	7	6	6	8	9	管理费用及研发费用	49	61	71	89	101
<b>流动资产合计</b>	<b>293</b>	<b>1,021</b>	<b>979</b>	<b>1,037</b>	<b>1,194</b>	财务费用	4	2	(11)	(1)	4
长期股权投资	34	39	42	45	50	资产、信用减值损失	1	5	(0)	1	1
固定资产	324	335	467	618	718	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	4	109	94	92	81	投资净收益	5	5	11	12	13
无形资产	29	29	28	26	25	其他	13	10	5	4	3
其他	26	27	6	4	4	<b>营业利润</b>	<b>108</b>	<b>140</b>	<b>127</b>	<b>209</b>	<b>276</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>417</b>	<b>539</b>	<b>638</b>	<b>786</b>	<b>878</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>710</b>	<b>1,561</b>	<b>1,617</b>	<b>1,822</b>	<b>2,073</b>	营业外支出	6	0	0	0	0
短期借款	34	25	25	20	20	<b>利润总额</b>	<b>102</b>	<b>140</b>	<b>127</b>	<b>209</b>	<b>276</b>
应付票据及应付账款	71	123	126	177	231	所得税	11	15	19	31	41
其他	38	42	42	51	58	<b>净利润</b>	<b>91</b>	<b>125</b>	<b>108</b>	<b>177</b>	<b>235</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>143</b>	<b>190</b>	<b>193</b>	<b>249</b>	<b>308</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>91</b>	<b>125</b>	<b>108</b>	<b>177</b>	<b>235</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.39	0.54	0.47	0.76	1.01
其他	15	10	1	1	1						
<b>非流动负债合计</b>	<b>15</b>	<b>10</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>158</b>	<b>200</b>	<b>194</b>	<b>250</b>	<b>309</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	174	232	232	232	232	营业收入	0.6%	34.7%	-6.5%	38.0%	25.5%
资本公积	171	798	798	798	798	营业利润	14.4%	30.0%	-9.4%	64.0%	32.5%
留存收益	206	331	392	543	733	归属于母公司净利润	9.6%	37.4%	-13.4%	64.0%	32.5%
其他	0	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>551</b>	<b>1,361</b>	<b>1,422</b>	<b>1,573</b>	<b>1,763</b>	毛利率	25.6%	25.0%	24.3%	28.0%	28.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>710</b>	<b>1,561</b>	<b>1,617</b>	<b>1,822</b>	<b>2,073</b>	净利率	13.8%	14.0%	13.0%	15.5%	16.3%
						ROE	17.9%	13.0%	7.8%	11.8%	14.1%
						ROIC	18.0%	12.9%	7.0%	11.6%	14.1%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	22.3%	12.8%	12.0%	13.7%	14.9%
净利润	91	125	108	177	235	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	262	53	47	65	82	流动比率	2.04	5.37	5.06	4.17	3.87
财务费用	4	2	(11)	(1)	4	速动比率	1.32	4.73	4.46	3.57	3.29
投资损失	(5)	(5)	(11)	(12)	(13)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(37)	(14)	26	(34)	(29)	应收账款周转率	6.2	6.8	5.7	6.9	6.6
其它	(227)	(108)	8	1	1	存货周转率	5.4	5.9	5.3	6.2	6.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>89</b>	<b>52</b>	<b>167</b>	<b>196</b>	<b>280</b>	总资产周转率	0.9	0.8	0.5	0.7	0.7
资本支出	(588)	(161)	(160)	(210)	(170)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(4)	(5)	(3)	(3)	(5)	每股收益	0.39	0.54	0.47	0.76	1.01
其他	540	93	11	12	13	每股经营现金流	0.51	0.23	0.72	0.84	1.20
<b>投资活动现金流</b>	<b>(52)</b>	<b>(73)</b>	<b>(152)</b>	<b>(201)</b>	<b>(162)</b>	每股净资产	2.37	5.86	6.12	6.77	7.59
债权融资	(10)	0	0	(0)	(0)	<b>估值比率</b>					
股权融资	(0)	685	0	0	0	市盈率	38.6	28.1	32.5	19.8	14.9
其他	(23)	(5)	(35)	(31)	(48)	市净率	6.4	2.6	2.5	2.2	2.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(34)</b>	<b>680</b>	<b>(35)</b>	<b>(31)</b>	<b>(48)</b>	EV/EBITDA	8.0	15.3	18.3	10.9	8.2
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	26.6	20.9	25.7	14.4	10.6
<b>现金净增加额</b>	<b>3</b>	<b>660</b>	<b>(20)</b>	<b>(36)</b>	<b>70</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)