

➤ **公司披露 2022 年报:** 全年实现营收 50.3 亿元, 同比+38.73%, 归母净利润 4.09 亿元, 同比+59.93%, 扣非后归母净利润 1.02 亿元, 同比-44.48%。其中, 22Q4 实现营收 16.57 亿元, 同比+106.9%, 归母净利润 1.48 亿元, 扣非后归母净利润 0.78 亿元, 21Q4 归母净利润、扣非后归母净利润均为负。全年毛利率 11.85%, 同比-12.23pct, 净利率 9.13%, 同比-0.45pct。2022 年非经常性损益 3.07 亿元, 其中政府补助 1.54 亿元。

➤ **全年销量高增, 盈利能力承压, 期间费用率同比-5.36pct**

(1)**量价维度**, 公司光伏玻璃产量 2.05 亿平(同比+51%), 销量 2.29 亿平(同比+82%), 产销量大幅增长主因公司桐城新能源 1200 T/D+合肥新能源 650 T/D 产能释放, 2022 年末公司产能 4650T/D, 同比+116%。(2)**单价、单位成本维度**, 公司光伏玻璃单价 20.39 元/平, 同比-1.38 元/平, 单平成本 18.04 元, 同比+0.69 元。单位成本上升, 主因原、燃料价格上涨, 根据 wind 数据, 2022 年全国重质纯碱市场均价 2727 元/吨, 同比+17%, 中国 LNG 出厂均价 6914 元/吨, 同比+42%。(3)**盈利维度**, 单平毛利 2.35 元, 同比-2.07 元。单平归母净利润 1.79 元, 同比-0.25 元, 单平扣非净利 0.44 元, 同比-1.01 元。(4)**费用维度**, 全年期间费用率 7.77%, 同比-5.36pct。其中管理、研发、财务费用率分别为 2.51%、3.45%、1.46%, 同比下降 2.34pct、0.83pct、2.01pct。

➤ **22Q4 盈利能力环比改善, 今年 3 月光伏玻璃行业库存环比降 11.7%**

**22Q4 毛利率 14.05%, 同比+5.52pct、环比+3.4pct。**22Q1-22Q4 扣非净利润分别为 410、1897、86、7781 万元。Q4 盈利能力环比明显改善, 预计主因①公司新产能桐城+合肥点火后良率提升, 大线规模效应逐步显现; ②11 月光伏玻璃提价 5-6%, 涨价主因光伏组件需求较前期好转+对冲采暖季天然气价格上涨。2023 年以来 3.2mm 光伏玻璃价格从 27.5 元/平下跌至 25.5 元/平(跌幅 7.3%), 同时原燃料价格持续高位运行, 截至 3 月末, 全国重质纯碱价格为 2954 元/吨, 环比 22Q4 末上涨 9.6%, 我们预计 23Q1 光伏玻璃行业毛利率环比下降。根据卓创资讯数据, **3 月末光伏玻璃行业库存 109.96 万吨, 环比 2 月下降 11.7%**, 主因需求端多数组件厂家开工维持在 8 成及以上, 随着生产推进、刚需陆续补入, 部分适量备货, 以及供给端 2 月中旬以来有冷修, 例如彩虹(合肥) 750 T/D、山西日盛达 500T/D。

➤ **2023 年光伏玻璃产能弹性空间大, 头部组件厂大单消纳新增产能**

公司 2023 年**在建项目**有序推进: ①洛阳新能源一期 2 条 1200 T/D 产线已正式开工建设; ②宜兴新能源项目进展顺利, 预计将于 23H1 点火投产。**大单保障产能消化**, 1) 2022 年 10 月公司与一道新能源达成战略合作, 预计 2 年内优先供应 2 亿平光伏玻璃; 2) 2022 年 10 月, 公司与天合光能签订长期采购合同, 预计 2 年内供给约 30GW 单玻、双玻光伏钢化镀膜玻璃产品。

➤ **2023 年 2 月正式更名, 聚焦新能源材料平台:** 报告期内公司剥离全部信息显示玻璃板块业务; **薄膜电池板块**托管凯盛集团持有的成都中建材 55%股权、瑞昌中建材 45%股权, 未来将根据战略布局和经营发展需要, 适时收购标的公司股权; 光伏玻璃板块收购控股子公司秦皇岛北方剩余 40%股权、台玻福建 100%股权收购落地。

➤ **投资建议:** ①公司光伏玻璃产能弹性大, 成本优化逐步兑现, ②凯盛集团新能源业务平台, 托管集团内薄膜电池股权, ③3 月光伏玻璃行业库存环比下降、盈利能力有望触底回升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.22、8.38、11.63 亿元, 现价对应 2023-2025 年动态 PE 分别为 25x、15x、11x, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 光伏装机量低于预期; 产能投放不及预期; 原材料价格大幅波动。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5030	7247	10983	14059
增长率(%)	38.7	44.1	51.5	28.0
归属母公司股东净利润(百万元)	409	522	838	1163
增长率(%)	59.9	27.5	60.7	38.7
每股收益(元)	0.63	0.81	1.30	1.80
PE	32	25	15	11
PB	3.1	2.7	2.3	1.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 4 月 6 日收盘价)

**推荐**
**维持评级**
**当前价格:**
**20.07 元**

**分析师 李阳**

执业证书: S0100521110008

邮箱: liyang\_yj@mszq.com

**研究助理 赵铭**

执业证书: S0100122070043

邮箱: zhaoming\_yj@mszq.com

### 相关研究

1. 洛阳玻璃(600876.SH) 公司点评: 拟更名为凯盛新能源, 进一步落实新能源材料核心定位-2022/11/25

2. 洛阳玻璃(600876.SH)深度报告: 光伏玻璃新力量, 驶入成长快车道-2022/03/21

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5030	7247	10983	14059
营业成本	4434	6160	9336	11880
营业税金及附加	38	54	82	105
销售费用	17	29	44	56
管理费用	126	197	286	337
研发费用	174	268	406	520
EBIT	389	718	1081	1456
财务费用	74	90	100	101
资产减值损失	-17	-30	-20	-20
投资收益	161	0	0	0
营业利润	467	598	962	1336
营业外收支	3	2	2	2
利润总额	470	600	964	1338
所得税	11	14	23	32
净利润	459	586	941	1305
归属于母公司净利润	409	522	838	1163
EBITDA	661	1232	2111	3132

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	689	553	778	968
应收账款及票据	1589	1722	2675	3735
预付款项	176	309	423	536
存货	696	1060	1789	2069
其他流动资产	920	1459	1802	2510
流动资产合计	4070	5103	7467	9817
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4022	4947	5619	6162
无形资产	700	702	703	704
非流动资产合计	6496	7036	7320	7474
资产合计	10566	12139	14786	17292
短期借款	1098	1598	1948	1948
应付账款及票据	2157	2269	3325	4235
其他流动负债	892	1267	1568	1858
流动负债合计	4147	5134	6841	8041
长期借款	1704	1704	1704	1704
其他长期负债	101	101	101	101
非流动负债合计	1805	1805	1805	1805
负债合计	5952	6939	8646	9846
股本	646	646	646	646
少数股东权益	381	445	548	690
股东权益合计	4614	5199	6140	7445
负债和股东权益合计	10566	12139	14786	17292

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	38.73	44.08	51.55	28.00
EBIT 增长率	-19.85	84.67	50.62	34.68
净利润增长率	59.93	27.54	60.69	38.75
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	11.85	15.00	15.00	15.50
净利润率	8.13	7.20	7.63	8.27
总资产收益率 ROA	3.87	4.30	5.67	6.73
净资产收益率 ROE	9.66	10.97	14.99	17.22
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.98	0.99	1.09	1.22
速动比率	0.76	0.72	0.76	0.89
现金比率	0.17	0.11	0.11	0.12
资产负债率 (%)	56.33	57.17	58.47	56.94
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	71.19	61.55	58.96	63.90
存货周转天数	57.25	64.59	70.73	64.19
总资产周转率	0.51	0.64	0.82	0.88
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.63	0.81	1.30	1.80
每股净资产	6.56	7.36	8.66	10.46
每股经营现金流	-0.62	0.79	2.09	3.29
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	32	25	15	11
PB	3.1	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	22.90	12.80	7.50	5.00
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	459	586	941	1305
折旧和摊销	273	514	1030	1676
营运资金变动	-1069	-714	-746	-983
经营活动现金流	-398	511	1349	2125
资本开支	-926	-1049	-1309	-1825
投资	264	0	0	0
投资活动现金流	-662	-1049	-1309	-1825
股权募资	0	0	0	0
债务募资	795	500	292	0
筹资活动现金流	583	402	186	-110
现金净流量	-476	-136	225	190

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026