

关注玻璃筑底回升、TCO 需求放量

2023 年 04 月 12 日

➤ **公司披露 2022 年年报:** 全年实现营收 74.59 亿元, 同比+7.76%, 归母净利 3.56 亿元, 同比-72.78%, 扣非净利 3.76 亿元, 同比-68.73%。其中, 22Q4 实现营收 17.75 亿元, 同比-3.02%, 归母净利-0.59 亿元, 21Q4 为 0.6 亿元, 扣非净利-0.33 亿元, 21Q4 为 0.79 亿元。全年毛利率 16.66%, 同比-17.65pct, 净利率 4.63%, 同比-14.66pct, 其中, 22Q4 毛利率 15.98%, 同比-12.3pct、环比+3.18pct。

➤ **玻璃板块: 盈利底部筑底回升, 重视竣工链需求复苏**

(1) **量方面**, 报告期内公司技术玻璃收入 18.22 亿元(未考虑玻璃、纯碱分部间抵销 13.32 亿元收入, 故抵销后收入低于报表口径, 后同), 建筑玻璃收入 13.1 亿元, 镀膜类、深加工及节能玻璃收入 5.25 亿元。技术玻璃销量 1423 万重箱, 同比+101 万重箱, 建筑玻璃销量 1463 万重箱, 同比-576 万重箱, 深加工玻璃销量 1036 万平, 同比+594 万平。

(2) **价格方面**, 技术玻璃单价 128 元/重箱(因抵销后收入低于报表口径, 实际单价更低), 同比-23.7 元/重箱, 建筑玻璃单价 89.5 元/重箱, 同比-22.3 元/重箱, 深加工玻璃单价 50.6 元/平, 同比-27.6 元/平。

(3) **成本及盈利能力方面**, 成本压力整体处于历史高位, 浮法原片盈利持续承压, 2022 年公司玻璃板块分部抵销前净利润为 0.98 亿元, 2021 年为 10.9 亿元。

玻璃连续 5 周去库, 根据卓创资讯数据, 截至 2023 年 4 月 6 日, 重点监测省份生产企业库存 5346 万重箱, 较 5 周前下降 1756 万重箱, 下降幅度达 24.7%。连续去库预计主因下游刚需回暖+补库需求, 同时前期冷修产线复产比例较低。随着保交楼的持续推进, 以及三支箭的逐步落地, 房企与承建方的资金逐步充裕, 竣工需求徐徐启动。当前原片厂库存连续 5 周去库, 深加工厂采取谨慎低库存策略, 后期或将成为玻璃供需关系错配、价格反弹力度的关键点。此外, 继续关注冷修复产的进展, 当前的温和价格有利于玻璃供给端继续“轻装上阵”。价格有所回暖情况下, 我们预计 23Q1 玻璃头部公司单箱净利环比去年末有所提升。

➤ **2022 年纯碱高景气, 光伏玻璃宁夏产能成品率稳定提升**

纯碱板块: 报告期内公司收入 41.55 亿元, 同比+33.6%, 销量 135.66 万吨, 同比+3.75 万吨。纯碱价格全年维持高景气, 盈利能力处于高位, 2022 年公司纯碱板块分部抵销前净利润为 4.38 亿元, 2021 年为 2.83 亿元。

光伏玻璃板块: 报告期内公司收入 6.66 亿元, 销量 3408 万重箱。宁夏金晶一窑三线 600T/D 光伏玻璃压延线为国内光伏组件龙头提供上游支持, 22Q1 该产品已通过下游客户检测, 进入供货阶段, 原片成品率稳定在 82%-85%。

➤ **前瞻性、差异化布局 TCO 玻璃, 先发优势突出**

TCO 玻璃是光伏薄膜电池组件及钙钛矿电池组件的主要配件, 光伏玻璃仅占晶硅电池组件 7%的成本, 而在钙钛矿电池组件中 TCO 玻璃成本占比达到 32%。①**钙钛矿:** 头部企业包括纤纳、协鑫、极电、宁德, 2022 年 10 月 9 日, 公司与纤纳光电签订《战略合作协议》, 纤纳光电未来若每增加 1GW 钙钛矿电池产能规划, 公司需配套不低于 500 万平/年 TCO 玻璃产能。我们预计 2023 年钙钛矿核心看点为期待 GW 级产线落地进展+龙头企业(如宁德)入局。②**薄膜电池:** 关注与国际知名薄膜光伏组件生产商供货进展, 其中背板线于 22Q1 实现产品成功下线。除金晶外, 目前 TCO 玻璃生产商主要为外资, 如日本板硝子等, 公司较国内企业具备先发优势。

➤ **投资建议:** 我们看好①TCO 玻璃差异化布局, 先发优势突出, 战略合作纤纳光电, ②浮法玻璃量、盈利能力修复, ③光伏玻璃贴近市场布局, 保证产能利用率、发挥成本优势, ④纯碱整体盈利稳定。我们预计 2023-2025 年归母净利润为 7.68、10.16、14.05 亿元, 现价对应动态 PE 分别为 16x、12x、9x, 维持“推荐”评级。

风险提示: TCO 玻璃下游需求拓展不及预期; 竣工需求恢复不及预期; 原材料、燃料价格波动; 光伏玻璃投产不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7459	9151	11483	13855
增长率(%)	7.8	22.7	25.5	20.7
归属母公司股东净利润(百万元)	356	768	1016	1405
增长率(%)	-72.8	115.7	32.3	38.3
每股收益(元)	0.25	0.54	0.71	0.98
PE	34	16	12	9
PB	2.2	2.0	1.7	1.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 4 月 11 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

8.44 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.金晶科技(600586.SZ) 2022 年业绩预告点评: TCO 携手钙钛矿成长提速, 22Q4 盈利承压符合预期-2023/02/01

2.金晶科技(600586.SH) 事件点评: 战略合作纤纳光电, TCO 玻璃携手钙钛矿加快成长-2022/10/10

3.金晶科技(600586.SH) 2022 年半年报点评: 上半年玻璃行业承压, 前瞻性、差异化布局 TCO 玻璃-2022/08/24

4.金晶科技(600586.SH) 事件点评: TCO 玻璃先发优势突出, 钙钛矿+薄膜电池的关键材料-2022/08/03

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	7459	9151	11483	13855
营业成本	6216	7430	9343	11129
营业税金及附加	66	82	103	125
销售费用	52	64	80	97
管理费用	317	366	425	471
研发费用	207	256	322	388
EBIT	529	956	1217	1653
财务费用	104	89	77	70
资产减值损失	-73	-10	-5	-5
投资收益	1	9	11	14
营业利润	410	864	1143	1589
营业外收支	-14	0	0	0
利润总额	396	864	1143	1589
所得税	50	104	137	191
净利润	345	760	1006	1398
归属于母公司净利润	356	768	1016	1405
EBITDA	998	1476	1802	2309

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2186	3854	4887	6785
应收账款及票据	437	471	593	716
预付款项	0	0	0	0
存货	1370	1611	2207	2501
其他流动资产	217	249	301	353
流动资产合计	4211	6186	7987	10355
长期股权投资	430	439	451	464
固定资产	5214	5324	5421	5513
无形资产	578	577	576	575
非流动资产合计	7250	7207	7154	7097
资产合计	11461	13394	15140	17451
短期借款	1619	1619	1619	1619
应付账款及票据	3402	4461	5383	6395
其他流动负债	660	865	806	874
流动负债合计	5681	6945	7807	8888
长期借款	304	304	304	304
其他长期负债	42	42	42	42
非流动负债合计	345	345	345	345
负债合计	6026	7290	8152	9233
股本	1429	1429	1429	1429
少数股东权益	56	49	39	32
股东权益合计	5435	6103	6988	8218
负债和股东权益合计	11461	13394	15140	17451

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.76	22.68	25.49	20.65
EBIT 增长率	-68.49	80.60	27.31	35.88
净利润增长率	-72.78	115.73	32.34	38.29
盈利能力 (%)				
毛利率	16.66	18.80	18.64	19.67
净利润率	4.77	8.39	8.85	10.14
总资产收益率 ROA	3.11	5.73	6.71	8.05
净资产收益率 ROE	6.62	12.68	14.62	17.17
偿债能力				
流动比率	0.74	0.89	1.02	1.17
速动比率	0.49	0.65	0.73	0.88
现金比率	0.38	0.55	0.63	0.76
资产负债率 (%)	52.58	54.43	53.85	52.91
经营效率				
应收账款周转天数	4.19	4.00	4.00	4.00
存货周转天数	80.47	79.65	86.40	82.18
总资产周转率	0.67	0.74	0.80	0.85
每股指标 (元)				
每股收益	0.25	0.54	0.71	0.98
每股净资产	3.76	4.24	4.86	5.73
每股经营现金流	0.68	1.63	1.42	1.93
每股股利	0.03	0.08	0.12	0.12
估值分析				
PE	34	16	12	9
PB	2.2	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	12.07	7.03	5.05	3.12
股息收益率 (%)	0.36	1.01	1.39	1.39

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	345	760	1006	1398
折旧和摊销	468	520	585	656
营运资金变动	-57	942	327	601
经营活动现金流	967	2334	2023	2759
资本开支	-458	-471	-523	-588
投资	9	0	0	0
投资活动现金流	-449	-471	-523	-588
股权募资	1	0	0	0
债务募资	488	0	-242	0
筹资活动现金流	-462	-196	-468	-272
现金净流量	51	1668	1033	1898

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