

评级：买入（维持）

市场价格：20.16元

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

研究助理：刘铭政

Email: liumz01@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,606	5,030	7,925	10,819	13,576
增长率 yoy%	18.4%	39.5%	57.6%	36.5%	25.5%
净利润（百万元）	265	409	580	860	1,103
增长率 yoy%	-19.2%	54.6%	41.8%	48.2%	28.4%
每股收益（元）	0.41	0.63	0.90	1.33	1.71
每股现金流量	0.21	-0.62	1.54	1.74	2.35
净资产收益率	6%	9%	11%	14%	16%
P/E	49.2	31.8	22.4	15.1	11.8
P/B	3.4	3.1	2.8	2.4	2.0

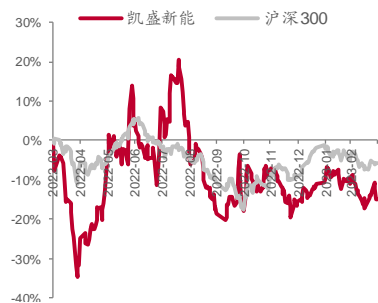
备注：股价取自 2023 年 3 月 29 日收盘价

投资要点

- **事件：3月29日公司发布22年年报，报告期公司实现营收50.3亿，YoY+38.7%；实现归母净利润4.1亿，YoY+59.9%；实现扣非净利1.0亿，YoY-44.5%。Q4单季度实现营业收入、归母净利、扣非净利分别为16.6、1.5、0.8亿，YoY+106.9%、+331.9%、+213.0%。**
- **光伏玻璃全年销量高增，盈利阶段性承压。**公司全年收入同比+38.7%，其中光伏玻璃、其他功能玻璃（色玻）实现收入46.7、3.1亿元，同比+69.1%、-32.7%。受益光伏装机需求高景气及公司产能持续扩增，22年公司光伏玻璃实现销售2.3亿平，同比+81.9%。其他功能玻璃实现销售1216万平，同比-15.0%。全年公司实现销售毛利率11.9%，同比-12.2pct，其中光伏玻璃实现销售毛利率11.5%，同比-8.1pct。由于22年产能新增较快导致行业供需格局偏宽松，公司22年全年光伏玻璃销售单价20.4元/平，同比-7.0%。同时，受国际地缘政治扰动影响，燃料成本上升，22年公司光伏玻璃单位成本18.0元/平，同比+2.3%。公司全年实现销售净利率9.1%，同比-0.4pct；期间费用率约7.8%，同比-5.4pct。其中销售、管理、财务、研发费用率分别同比-0.2pct、-3.2pct、-2.0pct、-0.8pct。此外，公司22年实现其他收益及投资收益合计3.2亿元，主要系收到政府补助及处置子公司股权收益所得。
- **单4季度光伏玻璃价格反弹，盈利水平边际修复。**单4季度公司实现收入16.6亿，同比+106.9%，环比+62.7%，我们判断主要由于Q4公司新签部分客户（一道新能源、天合光能）订单所致。盈利水平上看，单Q4公司实现销售毛利率14.1%，同比+5.5pct，环比+3.4pct。我们判断主要由于22Q4下游装机景气回升，光伏玻璃价格有所修复（据卓创资讯，22年11月初光伏玻璃3.2mm、2.0mm价格自10月的26.0、19.5元/平上调至28.0、21.0元/平），同时公司自身产能爬坡致良率提升，单平成本或有所摊薄。
- **转型目标定位清晰，聚焦新能源材料加速成长。**报告期内公司先后剥离信息显示玻璃业务，托管集团薄膜电池业务股权，完成收购秦皇岛北方玻璃、台玻福建股权，实现主营业务向新能源材料领域全面转型的结构调整。为充分体现主营特征及发展目标，公司于23年2月正式更名为“凯盛新能”。截至22年末，公司光伏玻璃原片在产产能4650t/d，同比+116.3%，报告期内子公司洛阳新能源一期2条1200t/d项目已开工建设；宜兴新能源项目进展顺利，预计将于23H1点火投产。我们预计，随着未来几年公司压延玻璃产能规模持续扩增，单位成本有望快速降低。此外，公司于22年10月先后与一道新能源、天合光能签订光伏玻璃采购合同（预计合同销量合计逾4亿平），22年末已履约金额约2.3、2.9亿元，有利保障公司新增产能产品的顺利消化。
- **投资建议：**我们略微下调公司23-25年归母净利润至5.8/8.6/11.0亿元（原23-24年盈利预测6.9/12.5亿），主要根据公司产能投放进度，并考虑到原料与能源成本较此前假设有所提升，调整后盈利预测对应当前股价PE为22/15/12倍。公司提效降本持续推进，且作为集团新能源材料平台未来仍存业务整合预期，维持“买入”评级。
- **风险提示：**需求不及预期，行业产能新增过多，公司产能释放进度低于预期等风险。

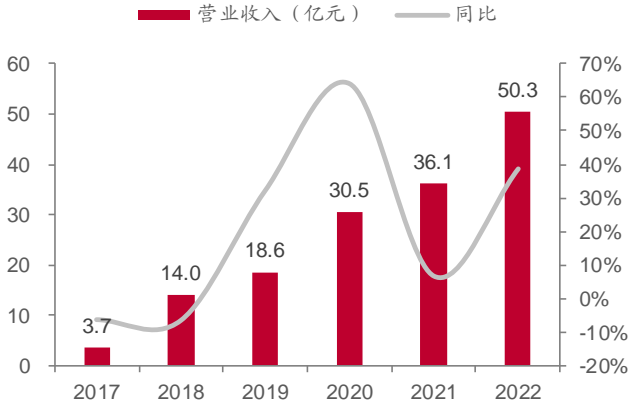
基本状况

总股本（百万）	646
流通股本（百万）	382
市价（元）	20.16
市值（亿元）	13,017
流通市值（亿元）	7,710

股价与行业-市场走势对比

相关报告

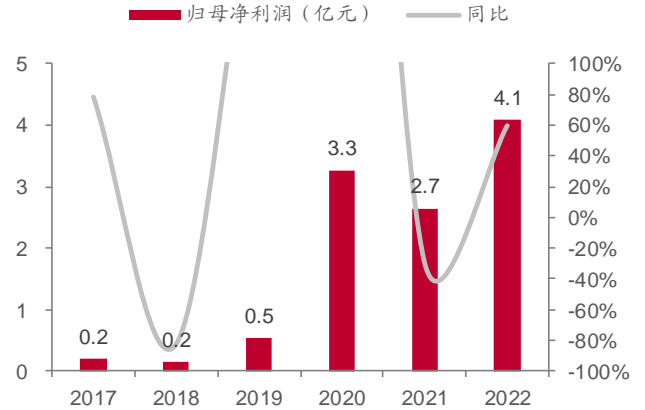
- 【策略报告】2023 策略：新材料选景气龙头，传统建材峰回路转看 α (20221223)
- 【公司深度】洛阳玻璃：光伏玻璃产能加速释放，新能源业务转型顺势崛起 (20220720)
- 【行业深度】光伏玻璃：龙头逆势再扩张，静待行业底部上行 (20220218)

图表 1: 22 年公司营收 50.3 亿, 同比+38.7%



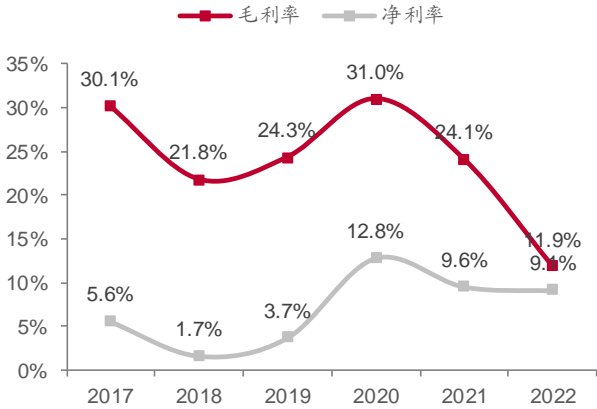
资料来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 22 年公司归母净利润 4.1 亿, 同比+59.9%



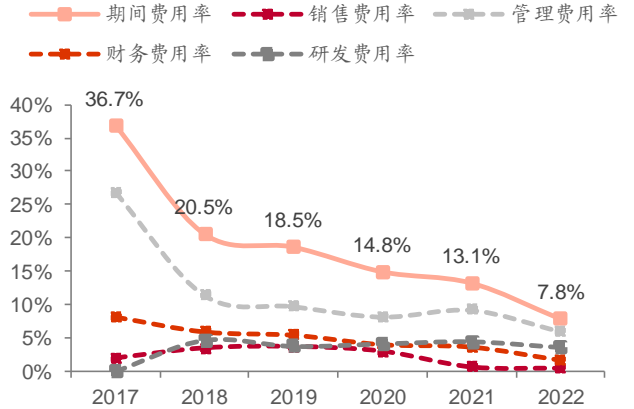
资料来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 22 年公司毛利率及净利率同比-12.2pct、-0.4pct



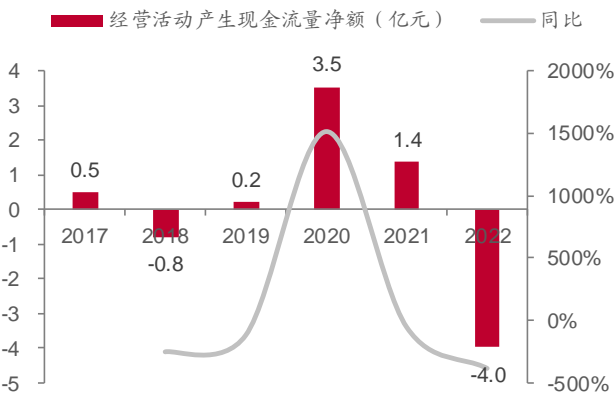
资料来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 22 年公司期间费用率同比-5.4pct



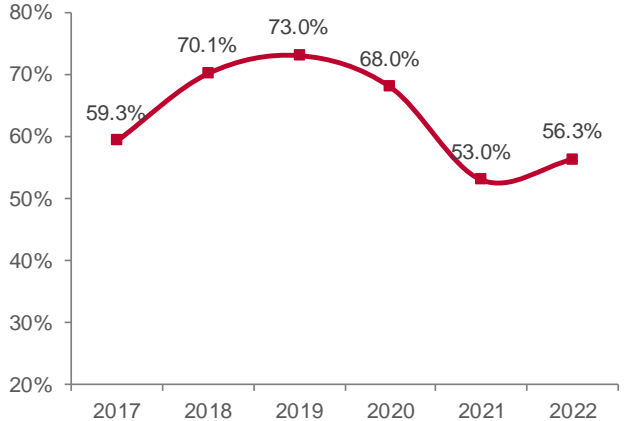
资料来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 22 年公司经营现金流为-4.0 亿元



资料来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 22 年公司资产负债率 56.3%, 同比+3.3pct



资料来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 公司财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	689	1,086	1,482	1,860	营业收入	5,030	7,925	10,819	13,576
应收票据	608	957	1,307	1,640	营业成本	4,434	6,758	9,098	11,416
应收账款	981	1,347	1,854	2,346	税金及附加	38	63	87	109
预付账款	176	230	309	388	销售费用	17	24	28	29
存货	696	1,049	1,413	1,773	管理费用	126	198	257	307
合同资产	0	0	0	0	研发费用	174	269	368	462
其他流动资产	920	1,282	1,750	2,196	财务费用	74	107	103	96
流动资产合计	4,070	5,951	8,115	10,203	信用减值损失	-3	-1	-1	-1
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-17	-8	-8	-8
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	4,022	5,070	6,102	7,119	投资收益	161	45	45	45
在建工程	1,159	1,259	1,309	1,309	其他收益	157	120	70	70
无形资产	700	749	831	866	营业利润	467	664	985	1,265
其他非流动资产	616	734	874	1,043	营业外收入	3	3	3	3
非流动资产合计	6,496	7,811	9,115	10,337	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	10,566	13,763	17,231	20,539	利润总额	470	667	988	1,268
短期借款	1,098	1,707	2,135	2,027	所得税	11	16	23	30
应付票据	429	654	881	1,105	净利润	459	651	965	1,238
应付账款	1,728	2,634	3,573	4,518	少数股东损益	50	71	105	135
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	409	580	860	1,103
合同负债	18	29	39	49	NOPLAT	531	756	1,066	1,332
其他应付款	232	232	232	232	EPS (按最新股本摊薄)	0.63	0.90	1.33	1.71
一年内到期的非流动负债	58	69	83	100					
其他流动负债	583	884	1,184	1,477					
流动负债合计	4,147	6,210	8,128	9,509					
长期借款	1,704	2,304	3,004	3,804					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	101	113	128	146					
非流动负债合计	1,805	2,417	3,132	3,949					
负债合计	5,952	8,627	11,259	13,458					
归属母公司所有者权益	4,232	4,683	5,414	6,388					
少数股东权益	381	452	558	693					
所有者权益合计	4,614	5,136	5,971	7,081					
负债和股东权益	10,566	13,763	17,231	20,539					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022E	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-398	994	1,124	1,520
现金收益	803	1,080	1,462	1,800
存货影响	-9	-354	-363	-360
经营性应收影响	-977	-761	-928	-896
经营性应付影响	392	1,130	1,166	1,169
其他影响	-606	-101	-212	-194
投资活动现金流	-662	-1,593	-1,652	-1,643
资本支出	-333	-1,520	-1,557	-1,519
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-329	-73	-95	-124
融资活动现金流	583	996	924	501
借款增加	241	1,220	1,142	709
股利及利息支付	-122	-435	-543	-597
股东融资	0	0	0	0
其他影响	464	211	325	389

主要财务比率				
会计年度	2022E	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	39.5%	57.6%	36.5%	25.5%
EBIT增长率	10.8%	42.3%	41.1%	25.0%
归母公司净利润增长率	54.6%	41.8%	48.2%	28.4%
获利能力				
毛利率	11.9%	14.7%	15.9%	15.9%
净利率	9.1%	8.2%	8.9%	9.1%
ROE	8.9%	11.3%	14.4%	15.6%
ROIC	7.8%	9.0%	10.4%	11.2%
偿债能力				
资产负债率	56.3%	62.7%	65.3%	65.5%
债务权益比	64.2%	81.7%	89.6%	85.8%
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转天数	51	53	53	56
应付账款周转天数	96	116	123	128
存货周转天数	56	46	49	50
每股指标 (元)				
每股收益	0.63	0.90	1.33	1.71
每股经营现金流	-0.62	1.54	1.74	2.35
每股净资产	6.56	7.25	8.38	9.89
估值比率				
P/E	32	22	15	12
P/B	3	3	2	2

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。