

增持 (维持)

旗滨集团 (601636)

浮法盈利持续改善, 关注竣工订单释放节奏

2023年04月27日

## 投资要点

## 市场数据

市场数据日期 2023-04-26

收盘价(元)	10.55
总股本(百万股)	2683.50
流通股本(百万股)	2683.50
净资产(百万元)	12747.32
总资产(百万元)	25921.09
每股净资产(元)	4.75

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《【兴证建材】旗滨集团 2022 年三季报点评: Q3 业绩承压, 关注浮法冷修进度》2022-10-26

《【兴证建材】旗滨集团 2022 年中报点评: 浮法业务承压, 关注保竣工+光伏玻璃拓展》2022-08-31

《【兴证建材】旗滨集团 2022 一季报点评: Q1 业绩承压, 静待稳增长政策发力》2022-04-12

## 分析师:

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

S0190518070004

季贤东

jixiandong@xyzq.com.cn

S0190522100003

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

- 2022 年公司实现营业收入 133.13 亿元, 同比-9.42%。23 年 Q1 实现营收 31.31 亿元, 同比+2.21%。公司的优质浮法玻璃原片、节能建筑玻璃、其他功能玻璃、其他业务分别实现营业收入 87.14、25.71、18.51、1.68 亿元, 优质浮法玻璃原片、节能建筑玻璃、其他业务营业收入分别同比-29.83%、26.53%、53.19%。
- 2022 年公司实现综合毛利率 21.22%, 较去年-29.02pct。2023 年 Q1 实现综合毛利率 13.41%, 较去年同期-21pct。公司的优质浮法玻璃原片、节能建筑玻璃、其他功能玻璃、其他业务毛利率分别为 22.98%、21.22%、10.55%、46.97%, 优质浮法玻璃原片、节能建筑玻璃、其他业务毛利率分别同比变动-28.59pct、-20.8pct、-6.56pct。
- 2022 年公司实现销售净利率 9.95%, 较去年下降-19.02pct; 期间费用率为 10.08%, 同期比较-5.22pct。销售费用率为 1.03%, 同比上升 0.17pct, 销售费用同比+9.79%; 管理费用率为 5.14%, 同比下降 4.39pct, 管理费用同比-50.74%; 研发费用率为 3.75%, 同比下降 0.69pct, 研发费用同比-22.76%; 财务费用率为 0.16%, 同比下降 0.32pct, 财务费用同比-70.03%。2022 年资产减值损失+信用损失为 0.66 亿元, 较去年同期-0.36 亿元, 占营收比 0.50% (2021 年同期占比 0.70%)。
- 2022 年公司经营性现金流净额为 5.68 亿元, 同比-88.81%; 每股经营性现金流净额为 0.21 元, 较去年-1.68 元/股。公司 2023 年一季度经营性现金流净额为-0.99 亿元, 同比+177.98%; 每股经营性现金流净额为-0.04 元, 同比-0.02 元/股。
- 盈利预测及评级: 我们调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 20.88 亿元、32.03 亿元、38.29 亿元, 4 月 26 日收盘价对应的 PE 分别为 13.6、8.8、7.4x, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 原材料价格上涨、地产政策不及预期、市场竞争加剧、产品价格下跌。

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13313	17000	23999	27599
同比增长	-9.4%	27.7%	41.2%	15.0%
归母净利润(百万元)	1317	2088	3203	3829
同比增长	-68.9%	58.6%	53.4%	19.6%
毛利率	21.2%	27.9%	27.9%	27.9%
ROE	10.5%	15.0%	20.0%	21.0%
每股收益(元)	0.49	0.78	1.19	1.43
市盈率	21.5	13.6	8.8	7.4

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 报告正文

## 事件

- **公司发布年报:** 2022 年公司实现营业收入 133.13 亿元, 同比-9.42%; 实现归母净利润 13.17 亿元, 同比-68.95%。其中 Q4 实现营业收入 34.74 亿元, 同比-10.33%; 实现归母净利润 0.68 亿元, 同比增长-87.94%。
- **公司披露 2023 年一季报。** 实现营收 31.31 亿元, 同比+2.21%, 实现归母净利润 1.13 亿元, 同比-78.42%; 扣非后归母净利润 0.65 亿元, 同比-86.63%, 主要系报告期, 公司原、燃料价格居高不下, 导致生产成本同比大幅提高; 加之终端需求虽有好转, 但较预期仍有一定偏差, 公司产品销售及库存情况环比虽有改善, 但压力仍较大, 产品价格同比下降, 业务规模扩大但营业收入增长缓慢, 导致业绩滑坡。

## 点评

- **2022 年公司实现营业总收入 133.13 亿元, 同比-9.42%。**
  - 1) 分季度来看, 公司在 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 30.63 亿元、34.29 亿元、33.47 亿元、34.74 亿元, 分别同比变动+4.79%、-12.29%、-16.12%、-10.33%。
  - 2) 分产品来看, 公司的优质浮法玻璃原片、节能建筑玻璃、其他功能玻璃、其他业务分别实现营业收入 87.14、25.71、18.51、1.68 亿元, 优质浮法玻璃原片、节能建筑玻璃、其他业务营业收入分别同比-29.83%、26.53%、53.19%。
  - 3) 分地区看, 华东、华南、华中、华北、西南、西北、国外分别实现营收 70.27、30.51、11.33、4.08、1.75、0.27、13.24 亿元, 分别同比-7.20%、-28.46%、-22.96%、+205.09%、-21.63%、-1.09%、+47.88%。
  - 4) 产量、销量方面, 优质浮法玻璃原片产量 10933 万重箱, 同比+5.29%, 销量 10803 万重箱, 同比+3.88%, 库存 614 万重箱, 同比+26.87%; 节能建筑玻璃产量 3910 万平米, 同比+17.24%, 销量 3895 万平米, 同比+19.48%, 库存量 165 万平米, 同比+10.00%。
  - 5) 吨指标上, ①优质浮法玻璃原片, 经测算公司全年箱均价 80.66 元, 同比-23.78 元, 单箱成本 62.12 元, 同比+11.55 元, 箱毛利 18.54 元, 同比-35.32 元。②节能建筑玻璃 66.02 元/平米, 同比+3.68 元/平米, 成本 52.01 元/平米, 同比+15.86 元/平米, 毛利 14.01 元/平米, 同比-12.18 元/平米。
- **2022 年公司实现综合毛利率 21.22%, 较去年-29.02pct。2023 年 Q1 实现综合毛利率 13.41%, 较去年同期-21pct。**
  - 1) 分季度来看, 公司在 Q1、Q2、Q3、Q4 的毛利率分别为 34.41%、26.82%、15.25%、9.81%, 分别同比变动-17.3pct、-27.3pct、-42.26pct、-27.74pct, 各季度毛利率均有所下滑, 其中 Q3 下滑幅度最大主要系基数较高。
  - 2) 分产品来看, 公司的优质浮法玻璃原片、节能建筑玻璃、其他功能玻璃、其他业务毛利率分别为 22.98%、21.22%、10.55%、46.97%, 优质浮法玻璃原片、节能建筑玻璃、其他业务毛利率分别同比变动-28.59pct、-20.8pct、-6.56pct。

- 3) 分地区来看,华东、华南、华中、华北、西南、西北、国外毛利率分别为 18.11%、22.98%、19.03%、16.94%、16.32%、22.74%、34.21%,分别同比-30.54pct、-28.79pct、-27.13pct、-32.31pct、-31.64pct、-3.94pct、-29.87pct。
- 4) 分销售模式看,玻璃销售、物流服务分别实现营收 131.37、0.08 亿元,分别同比-9.87%、-34.98%。

● **2022 年公司实现销售净利率 9.95%,较去年下降-19.02pct;期间费用率为 10.08%,同期比较-5.22pct。**

- 1) 销售费用率为 1.03%,同比上升 0.17pct,销售费用同比+9.79%,主要系报告期内光伏玻璃加工片、节能玻璃公建产品等销量增加所致;
- 2) 管理费用率为 5.14%,同比下降 4.39pct,管理费用同比-50.74%,主要系报告期内业绩下降,相应业绩奖励计提减少,同时应确认的股权激励成本减少所致;
- 3) 研发费用率为 3.75%,同比下降 0.69pct,研发费用同比-22.76%,主要系报告期内主要集中于项目改进、完善与应用,阶段性研发投入减少所致;
- 4) 财务费用率为 0.16%,同比下降 0.32pct,财务费用同比-70.03%,主要系报告期内,公司持续强化资金统筹管理、提升资金使用效率,同时贷款利率下降,融资成本降低,汇兑损失同比减少所致。
- 5) 2022 年资产减值损失+信用损失为 0.66 亿元,较去年同期-0.36 亿元,占营收比 0.50%(2021 年同期占比 0.70%)。

● **公司 2023 年 Q1 实现销售净利率 3.61%,同比-13.42pct;期间费用占比为 10.30%,较去年同期-4.72 个百分点。**

- 1) 销售费用率 0.99%,同比+0.12 个百分点,销售费用同比+16.16%;
- 2) 管理费用率 5.16%,同比-4.39 个百分点,管理费用同比-47.79%;
- 3) 财务费用率 0.84%,同比+0.59 个百分点,财务费用同比+246.63%;
- 4) 研发费用率 3.31%,同比-0.49 个百分点,研发费用同比-10.91%。

● **2022 年公司经营性现金流净额为 5.68 亿元,同比-88.81%;每股经营性现金流净额为 0.21 元,较去年-1.68 元/股。**

- 1) 分季度来看,公司 Q1、Q2、Q3、Q4 每股经营性现金流净额分别为-0.01 元、0.23 元、-0.14 元、0.13 元,分别较去年同期变动-0.34 元、-0.33 元、-0.72 元、-0.29 元。
- 2) 从收、付现比的角度来看,公司 2022 年度收、付现比分别为 78.49%、84.90%,分别较上年同期变动-6.16、+9.26 个百分点。
- 3) 现金流方面,2022 年公司经营性现金流净额为 5.68 亿元,同比-88.81%,主要原因一是报告期产品价格下降,原燃料成本大幅攀升,营业收入及盈利水平降低;二是系报告期公司光伏玻璃和节能玻璃产能规模增加业务收入稳步增长相应带来应收款项和存货等营运资产增加;三是为提高资金使用效率,报告期公司将销售商品收到的银行承兑票据直接背书用于支付固定资产项目

建设支出, 结算方式使经营性现金流减少。投资活动产生的现金流量净额-28.85 亿元, 同比-47.15%, 主要系购置和支付固定资产及项目基建款项增加所致; 筹资活动产生的现金流量净额 11.21 亿元, 同比+175.45%, 主要系报告期内银行借款增加所致。

- 公司 2023 年一季度经营性现金流净额为-0.99 亿元, 同比+177.98%; 每股经营性现金流净额为-0.04 元, 同比-0.02 元/股。
  - 1) 从收、付现比的角度来看, 公司 2022 年一季度收、付现比分别为 58.36%、65.88%, 分别较上年同期变动-8.88、-13.95 个百分点。
  - 2) 现金流方面, 公司 2023 年一季度经营性现金流净额为-0.99 亿元, 同比+177.98%, 主要系原材料成本同比大幅上涨, 导致经营现金流出增加, 加之公司银行承兑票据的结算和使用方式(销售收取但直接用于支付项目建设支出方式增加)使经营现金流入减少。投资活动产生的现金流量净额-11.14 亿元, 同比-215.67%; 筹资活动产生的现金流量净额 11.25 亿元, 同比+108.29%。
  
- 持续推进公司战略, 促进综合实力提升。一是持续推进玻璃原片产品结构优化和技术升级、品质提高等提升计划, 深挖降本增效潜力, 夯实主要业务基础; 二是积极推进光伏玻璃战略, 在产、在建、筹建光伏玻璃生产线 10 条、产能为 11,800 吨/日, 加快湖南郴州(1 条, 已进入商业化运营)、福建漳州(2 条)、浙江宁海(2 条)、马来西亚沙巴(1 条)在建重点项目建设, 推进厂房屋顶光伏电站的建设, 进一步优化公司能源使用结构, 推进马来西亚沙巴州、云南昭通等地光伏高透材料生产线项目及配套砂矿项目建设; 三是稳步推进高端产品战略, 加快电子玻璃、药用玻璃项目的二期项目建设, 筹建电子玻璃三期项目, 扩大高端产品生产规模和市场占有率; 四是积极实施资源战略, 提高生产安全保障及继续扩大成本优势。五是配套实施的事业合伙人计划、员工持股计划和项目跟投机制, 有效促进了核心管理团队与骨干员工利益与公司战略发展规划密切相关度。六是积极实施回购股份计划和大股东增持计划, 加强自身价值挖掘, 多维度提升公司资本市场形象和品牌价值表现。
  
- 盈利预测及评级: 我们调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 20.88 亿元、32.03 亿元、38.29 亿元, 4 月 26 日收盘价对应的 PE 分别为 13.6、8.8、7.4x, 维持“增持”评级。
  
- 风险提示: 原材料价格上涨、地产政策不及预期、市场竞争加剧、产品价格下跌

## 附表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	7721	9559	13441	16962
货币资金	3326	4321	6614	9235
交易性金融资产	0	273	182	213
应收票据及应收账款	1088	1037	1627	1810
预付款项	217	310	411	483
存货	1959	2623	3547	4136
其他	1132	994	1060	1085
<b>非流动资产</b>	16713	18116	19918	21303
长期股权投资	48	45	45	46
固定资产	9977	12728	14558	15774
在建工程	2802	1643	1155	933
无形资产	1789	2127	2460	2795
商誉	3	1	2	2
长期待摊费用	169	185	205	223
其他	1924	1386	1493	1529
<b>资产总计</b>	24434	27675	33359	38265
<b>流动负债</b>	5764	6071	7319	7942
短期借款	1058	870	933	912
应付票据及应付账款	2424	3002	4158	4813
其他	2283	2199	2227	2217
<b>非流动负债</b>	5745	7368	9666	11751
长期借款	3668	5606	7779	9874
其他	2077	1761	1887	1877
<b>负债合计</b>	11509	13439	16985	19693
股本	2683	2683	2683	2683
资本公积	2502	2502	2502	2502
未分配利润	6232	7333	8921	10488
少数股东权益	327	327	326	326
<b>股东权益合计</b>	12925	14237	16374	18572
<b>负债及权益合计</b>	24434	27675	33359	38265
<b>现金流量表</b>				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	1317	2088	3203	3829
折旧和摊销	1085	1346	1729	2077
资产减值准备	44	-167	54	23
资产处置损失	-3	4	4	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	98	303	391	458
投资损失	-7	-3	-4	-4
少数股东损益	7	0	0	0
营运资金的变动	-2156	-133	-576	-250
<b>经营活动产生现金流量</b>	568	3848	4720	6108
<b>投资活动产生现金流量</b>	-2885	-3308	-3323	-3440
<b>融资活动产生现金流量</b>	1121	455	895	-46
现金净变动	-1172	995	2293	2622
现金的期初余额	4358	3326	4321	6614
现金的期末余额	3186	4321	6614	9235

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	13313	17000	23999	27599
营业成本	10488	12257	17304	19899
税金及附加	136	212	292	330
销售费用	137	185	253	272
管理费用	684	1184	1624	1811
研发费用	500	518	530	532
财务费用	21	303	391	458
其他收益	130	116	117	116
投资收益	7	3	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-22	-10	-11	-13
资产减值损失	-44	-78	-70	-69
资产处置收益	3	-4	-4	-2
<b>营业利润</b>	1421	2368	3642	4334
营业外收入	17	7	8	9
营业外支出	3	8	8	6
<b>利润总额</b>	1435	2367	3642	4337
所得税	111	279	439	508
<b>净利润</b>	1324	2088	3203	3829
少数股东损益	7	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	1317	2088	3203	3829
<b>EPS(元)</b>	0.49	0.78	1.19	1.43

## 主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-9.4%	27.7%	41.2%	15.0%
营业利润增长率	-71.1%	66.7%	53.8%	19.0%
归母净利润增长率	-68.9%	58.6%	53.4%	19.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	21.2%	27.9%	27.9%	27.9%
归母净利率	9.9%	12.3%	13.3%	13.9%
ROE	10.5%	15.0%	20.0%	21.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	47.1%	48.6%	50.9%	51.5%
流动比率	1.34	1.57	1.84	2.14
速动比率	0.99	1.13	1.34	1.60
<b>营运能力</b>				
资产周转率	58.7%	65.2%	78.6%	77.1%
应收账款周转率	2420.8%	2067.2%	2311.5%	2064.7%
存货周转率	519.7%	519.9%	545.9%	503.8%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.49	0.78	1.19	1.43
每股经营现金	0.21	1.43	1.76	2.28
每股净资产	4.69	5.18	5.98	6.80
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	21.5	13.6	8.8	7.4
PB	2.2	2.0	1.8	1.6

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn