



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	10.22
总股本/流通股本(亿股)	26.84 / 26.84
总市值/流通市值(亿元)	274 / 274
52周内最高/最低价	12.91 / 7.85
资产负债率(%)	47.1%
市盈率	20.74
第一大股东	福建旗滨集团有限公司
持股比例(%)	25.4%

研究所

分析师: 丁士涛
SAC 登记编号: S1340522090005
Email: dingshitao@cnpsec.com
研究助理: 刘依然
SAC 登记编号: S1340122090020
Email: liuyiran@cnpsec.com

旗滨集团(601636)

23Q1 盈利修复，全年弹性可期

● 事件：

公司发布 2022 年度报告，2022 年实现营业收入 133.13 亿元，同比下降 9.42%；实现归母净利润 13.17 亿元，同比下降 68.95%；扣非归母净利润 11.92 亿元，同比下降 71.33%。

公司发布 2023 年第一季度报告，2023 Q1 实现营业收入 31.31 亿元，同比增长 2.21%；归母净利润 1.13 亿元，同比下降 78.42%；扣非归母净利润 0.65 亿元，同比下降 86.63%。

● 22 年浮法周期筑底，业绩显著承压

2022 年，公司浮法玻璃/节能建筑玻璃/其他功能玻璃/物流业务分别实现收入为 87.14/25.71/18.51/0.08 亿元，分别同比-17.69%/+24.09%/-3.36%/-34.98%。2022 年，公司销售毛利率为 21.22%，同比下降 29.02 pct；分业务来看，浮法玻璃/节能建筑玻璃/其他功能玻璃/物流业务毛利率分别为 22.98%/21.22%/10.55%/24.16%，分别同比下降 31.03/19.79/26.08/8.49 pct。2022 年，房地产竣工面积下滑致浮法玻璃需求走弱、叠加厂家库存高企致价格持续下降。同时，主要原材料纯碱、天然气等燃料价格均大幅上涨，成本端压力凸显。2022 年，公司销售各种浮法玻璃原片 1.08 亿重箱，同比增加 404 万重箱；销售均价为 80.7 元/重箱，同比下降 21.1(-20.8%)元/重箱。浮法玻璃原片单位成本为 62.1 元/重箱，同比增加 15.3(+32.7%)元/重箱；其中，直接材料成本为 53.9 元/重箱，同比增加 15.4(+40.1%)元/重箱；直接人工成本为 2.3 元/重箱，同比基本持平；制造费用 5.9 元/重箱，同比下降 0.1(-2.1%)元/重箱。浮法玻璃原片单位毛利为 18.5 元/重箱，同比下降 36.5(-66.3%)元/重箱。费用方面，2022 年，公司期间费用率为 10.08%，同比下降 5.22 pct；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.03%/5.14%/3.75%/0.16%，分别同比+0.17/-4.39/-0.69/-0.32 pct。销售费用增加主要由于光伏玻璃加工片、节能玻璃公建产品等销量增加所致；管理费用下降主要由于业绩下降、相应奖励计提减少，同时应确认的股权激励成本减少所致。

● 23 Q1 盈利环比改善，新业务稳步推进

2023 Q1，公司销售毛利率为 13.41%，环比提高 3.60 pct；盈利底部向上修复。从当前高频数据来看，多地区玻璃企业产销率超过 100%，玻璃企业库存持续去化。截至 2023/04/27，全国浮法玻璃样本企业总库存 4574.6 万重箱，较上周下降 456.3(-9.07%)万重箱，同比下降 34.24%。浮法玻璃行业供需格局双重改善推动库存下降、价格回涨的趋势已然显现。截至 2023/04/27，全国浮法玻璃均价为 2135 元/吨，环比上周上涨 174(+8.7%)元/吨。盈利方面，根据隆众资讯，截至 2023/04/27，以石油焦/煤气/天然气为燃料的浮法玻璃周均利润为 577/272/285 元/吨，较 2022 年末提高 621/504/511 元/吨。受益于浮法玻璃行业景气度回暖，公司盈利弹性有

望释放。同时，公司加快光伏玻璃、电子玻璃、药用玻璃新项目建设。公司目前已投产光伏压延玻璃产线 2 条，产能合计 2400 T/D；在建及筹建光伏压延玻璃产线 7 条、产能合计 10800 T/D，2023 年内将加快推进福建漳州、浙江宁海、云南邵通等光伏玻璃产线建设，随着产线产能爬坡、产品良率提升，光伏玻璃毛利率将有望获得改善。在高端产品布局上，公司高性能电子玻璃生产线项目一期、二期先后于 2020 年 4 月、2023 年 1 月进入商业化运营；中性硼硅药用玻璃素管项目一期、二期先后于 2021 年 10 月、2022 年 11 月点火。2023/3/4 公司公告，拟投资 9.7 亿元在四川泸州建设 2 条高性能电子玻璃生产线，产能合计 150 T/D；拟投资 7.8 亿元在四川泸州建设 2 条一窑四线中性硼硅药用玻璃管产线，产能合计 100 T/D。

● 盈利预测与投资建议

公司是全国浮法玻璃龙头，以规模、成本优势构筑坚实壁垒；受益于行业供需格局改善、景气度回暖，盈利弹性有望释放。公司近年来新布局的光伏、电子、药用玻璃业务 2023 年将陆续进入产能释放期，为公司贡献业绩增量的同时，其较高的成长性也将推动估值水平抬升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 20.84（下调 8.4%）/26.38（下调 11.6%）/32.04 亿元，EPS 分别为 0.78/0.98/1.19 元，当前股价对应 P/E 分别为 13.16/10.40/8.56 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

浮法玻璃行业景气度回暖不及预期；原燃料价格大幅波动风险；光伏、药用、电子玻璃等新业务发展不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	13313	17783	21390	25311
增长率(%)	-9.42	33.58	20.29	18.33
EBITDA（百万元）	2554.11	3385.55	4028.85	4680.11
归属母公司净利润（百万元）	1316.74	2083.94	2637.95	3203.95
增长率(%)	-68.95	58.27	26.58	21.46
EPS(元/股)	0.49	0.78	0.98	1.19
市盈率(P/E)	20.83	13.16	10.40	8.56
市净率(P/B)	2.18	2.03	1.85	1.67
EV/EBITDA	13.16	8.92	7.25	5.95

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	13313	17783	21390	25311	营业收入	-9.4%	33.6%	20.3%	18.3%
营业成本	10488	13515	16227	19175	营业利润	-71.1%	61.2%	26.8%	21.6%
税金及附加	136	181	218	258	归属于母公司净利润	-68.9%	58.3%	26.6%	21.5%
销售费用	137	172	205	240	获利能力				
管理费用	684	916	1091	1291	毛利率	21.2%	24.0%	24.1%	24.2%
研发费用	500	569	642	759	净利率	9.9%	11.7%	12.3%	12.7%
财务费用	21	162	156	130	ROE	10.5%	15.4%	17.8%	19.5%
资产减值损失	-44	-45	-45	-45	ROIC	7.0%	11.6%	13.8%	15.9%
营业利润	1421	2291	2903	3530	偿债能力				
营业外收入	17	15	15	15	资产负债率	47.1%	45.2%	42.6%	39.6%
营业外支出	3	4	5	6	流动比率	1.34	1.36	1.43	1.50
利润总额	1435	2302	2913	3539	营运能力				
所得税	111	207	262	318	应收账款周转率	25.43	22.70	26.48	27.39
净利润	1324	2094	2651	3220	存货周转率	6.78	8.45	8.76	8.95
归母净利润	1317	2084	2638	3204	总资产周转率	0.59	0.72	0.83	0.93
每股收益(元)	0.49	0.78	0.98	1.19	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.49	0.78	0.98	1.19
货币资金	3326	3327	3627	4082	每股净资产	4.69	5.03	5.52	6.12
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1088	1037	1166	1382	PE	20.83	13.16	10.40	8.56
预付款项	217	405	487	575	PB	2.18	2.03	1.85	1.67
存货	1959	2253	2633	3023	现金流量表				
流动资产合计	7721	8030	8949	10155	净利润	1324	2094	2651	3220
固定资产	9977	10758	11517	12082	折旧和摊销	1100	838	905	957
在建工程	2802	2521	2045	1711	营运资本变动	-2001	-236	-130	-112
无形资产	1789	1766	1743	1719	其他	144	266	250	229
非流动资产合计	16713	17193	17441	17638	经营活动现金流净额	568	2962	3677	4294
资产总计	24434	25223	26390	27793	资本开支	-3749	-1292	-1154	-1157
短期借款	1058	1058	858	658	其他	863	-6	11	13
应付票据及应付账款	2424	2703	3083	3452	投资活动现金流净额	-2885	-1298	-1143	-1143
其他流动负债	2283	2150	2315	2641	股权融资	222	-10	0	0
流动负债合计	5764	5911	6256	6751	债务融资	3378	-260	-710	-910
其他	5745	5485	4975	4265	其他	-2479	-1254	-1525	-1786
非流动负债合计	5745	5485	4975	4265	筹资活动现金流净额	1121	-1524	-2235	-2696
负债合计	11509	11396	11231	11016	现金及现金等价物净增加额	-1172	141	300	455
股本	2683	2683	2683	2683					
资本公积金	2502	2493	2493	2493					
未分配利润	6232	6821	7744	8866					
少数股东权益	327	337	350	367					
其他	1181	1493	1889	2369					
所有者权益合计	12925	13827	15159	16777					
负债和所有者权益总计	24434	25223	26390	27793					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：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；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000