



买入（维持）

所属行业：建筑材料/玻璃制造
当前价格(元)：11.00

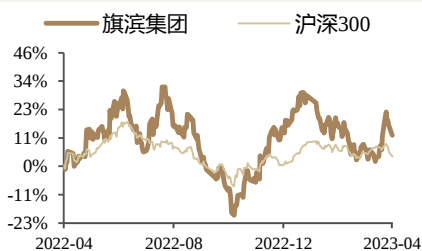
证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.29	-3.00	-12.42
相对涨幅(%)	4.89	-0.58	-7.19

资料来源：德邦证券研究所，聚源数据

相关研究

- 1.《旗滨集团(601636.SH)：22Q4 行业延续弱势，23 年有望触底回升》，2023.1.29
- 2.《旗滨集团(601636.SH)：Q3 行业整体承压，静待行业触底反弹》，2022.10.27
- 3.《旗滨集团(601636.SH)：静待浮法冷修高峰期，关注成长业务释放节奏》，2022.8.30
- 4.《旗滨集团(601636.SH)：Q2 至暗时刻已过，下半年盈利有望触底回升》，2022.6.30

旗滨集团（601636.SH）：Q1 浮法业务困境反转，23 年成长业务放量可期

投资要点

事件：公司 2022 年实现收入 133.13 亿元（-9.42%），归母净利润 13.17 亿元（-68.95%），扣非归母净利润 11.92 亿元（-71.33%）；23 年一季度实现收入 31.31 亿元（+2.21%），归母净利润 1.13 亿元（-78.42%），扣非归母净利润 0.65 亿元（-86.63%）。

点评：

23Q1 浮法玻璃价格触底回升，二季度盈利弹性可期。22 年四季度受疫情因素影响，以及地产投资延续弱势，玻璃整体需求恢复不及预期，行业弱势运行延续至 23 年 1-2 月，进入到 3 月份，地产销售及竣工逐步回暖，下游需求复苏加速，同时去年下半年以来，冷修线增多导致 Q1 整体供给同比有所下降，行业进入去库涨价阶段。根据卓创资讯数据，22 年 12 月末全国浮法玻璃均价（含税）约 1633 元/吨，而到 23 年 3 月末，价格回升至 1815 元/吨；目前行业库存已连续 7 周下降，超出市场预期，部分区域库存降至偏低位置，企业推涨价格预期强烈，4 月中下旬行业价格涨幅加大，我们认为，一季度行业底部阶段已走出，Q2 业绩弹性可期；根据卓创资讯数据，当前行业刚刚进入盈利区间，复产生产线规模有限，同时部分窑龄到期的生产线仍有冷修预期，供给端望保持动态平衡；从需求端来看，深加工企业订单恢复加速，地产仍处于地产竣工大周期，同时在“保交楼”的大背景下，竣工需求有支撑，玻璃涨价趋势有望延续。此外，22 年公司建筑节能玻璃共销售 3895 万平米，同比增长 19.48%，收入占比达到 19.3%，公司建筑节能玻璃稳健增长，根据 2022 年 4 月开始实施的《建筑节能与可再生能源利用通用规范》（GB55015-2021），要求所有建筑外墙玻璃必须使用低能耗中空玻璃，未来节能玻璃的需求有望稳定提升。

光伏产能加速扩产，打造新的业绩增长点。我们认为，公司积极布局光伏领域，拥抱新能源赛道，打造光伏第二主业初见雏形。公司第一条光伏压延生产线已经在 22 年 4 月份点火，产能爬坡顺利，第二条光伏压延生产线在 23 年 1 月 5 日点火。按照公司光伏玻璃建设规划，前期公司已计划在湖南郴州、福建漳州以及浙江绍兴、浙江宁波共新建 5 条 1200 吨/天的生产线并配套深加工生产线，同时计划在马来西亚新建 2 条 1200 吨/天生产线，此外公司计划在东山漳州基地再建一条 1200 吨生产线（二期），在云南昭通新建 4 条 1200 吨/天生产线，并配套相关的砂矿及深加工生产线，预计到 2025 年，不考虑浮法转产的产能，公司光伏玻璃产能也将达到 14400 吨/天，未来公司光伏玻璃产能规模将跃居行业头部，随着光伏玻璃产能的陆续投产，将带来新的业绩增长点。同时公司成立子公司建设分布式光伏电站项目，一方面可以提升自身发电，降低用电成本；另一方面，积累光伏电站建设及运营经验，未来在双碳背景下，公司有望更深层次布局光伏领域。

电子玻璃继续扩产，新业务开拓渐入佳境。继公司醴陵电子首条 65 吨级高性能电子玻璃生产线在 2020 年 4 月进入商业化运营，醴陵电子高性能电子玻璃生产线项目（二期）在 2022 年 7 月建成点火，电子玻璃产品的市场占有率和品牌效应稳步提升。根据公司战略发展规划和电子玻璃业务目前的实际运营情况，公司拟在浙江省绍兴市柯桥经济技术开发区新材料产业园建设 2 条高性能电子玻璃生产线，项目计划总投资约 78,000 万元，届时公司电子玻璃产能将突破 200 吨/天，而旗滨电子玻璃新一轮增资扩股，引入了小米长江产业基金，以此有望切入小米供应链，加速实现国产替代，未来规模效应及品牌优势将逐步凸显；同时中性硼硅药用玻璃一期已经于 21 年 10 月实现商业化运营，部分产品已批量化生产和销售，二期已于 22 年 Q4 建成投产，23 年 3 月份公司再次发布公告，拟在四川泸州新建 2 条 50 吨/天的中性硼硅药用玻璃生产线，届时投产后公司药玻规模优势将显现；电子玻璃与中性硼

硅管国产替代空间广阔，公司依托资源、渠道、成本等优势有望异军突起，未来产品结构将更加优化，高端产品提升公司竞争壁垒，整体估值有望抬升。

22 年分红比例超过 50%，高分红长期回馈股东。22 年分红预案拟以未分配利润向股东每 10 股派发现金股利人民币 2.5 元（含税），分红比例达到 50.87%，17-21 年公司分红比例分别为 70.66%、65.47%、59.1%、51.25%、50.51%，始终保持在 50% 以上的分红比例，公司延续高分红长期回报股东。

投资建议：当前地产销售及竣工逐步回暖，23 年或为地产复苏之年，浮法玻璃价格走出 Q1 价格底部，Q2 业绩弹性有望显现，同时公司光伏、电子玻璃及药玻扩产稳步推进，带来新的增长点。我们预计 2023-2025 年公司业绩分别为 20.3、33.9 和 47.3 亿元，对应 EPS 分别为 0.76、1.26 和 1.76 元，对应 PE 估值分别为 14.5、8.7 和 6.3 倍，维持“买入”评级。

●**风险提示：**原材料持续涨价，成本压力加剧；地产投资大幅低于预期；新业务拓展进度不及预期；环保监管放松，产能退出进度不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	2,683.50		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	2,683.50	营业收入(百万元)	14,697	13,313	18,476	27,410	32,974
52 周内股价区间(元):	7.85-12.91	(+/-)YOY(%)	52.4%	-9.4%	38.8%	48.4%	20.3%
总市值(百万元):	29,518.51	净利润(百万元)	4,241	1,317	2,034	3,385	4,724
总资产(百万元):	25,921.09	(+/-)YOY(%)	133.8%	-68.9%	54.5%	66.4%	39.6%
每股净资产(元):	4.75	全面摊薄 EPS(元)	1.58	0.49	0.76	1.26	1.76
资料来源:公司公告		毛利率(%)	49.9%	21.2%	22.6%	23.8%	25.9%
		净资产收益率(%)	31.8%	10.5%	13.9%	18.7%	20.7%
		资料来源:公司年报(2021-2022), 德邦证券研究所					
		备注:净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.49	0.76	1.26	1.76
每股净资产	4.69	5.46	6.74	8.51
每股经营现金流	0.21	1.16	1.77	2.18
每股股利	0.35	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	23.21	14.51	8.72	6.25
P/B	2.43	2.01	1.63	1.29
P/S	2.22	1.60	1.08	0.90
EV/EBITDA	13.61	12.14	8.30	6.09
股息率%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	21.2%	22.6%	23.8%	25.9%
净利润率	9.9%	11.0%	12.4%	14.3%
净资产收益率	10.5%	13.9%	18.7%	20.7%
资产回报率	5.4%	7.1%	9.2%	10.9%
投资回报率	6.5%	9.7%	12.6%	14.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-9.4%	38.8%	48.4%	20.3%
EBIT 增长率	-72.6%	68.8%	62.6%	38.3%
净利润增长率	-68.9%	54.5%	66.4%	39.6%
偿债能力指标				
资产负债率	47.1%	47.6%	49.9%	46.5%
流动比率	1.3	1.0	0.9	0.9
速动比率	1.0	0.7	0.5	0.6
现金比率	0.6	0.3	0.3	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	21.8	21.8	21.8	21.8
存货周转天数	68.2	68.2	68.2	68.2
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8
固定资产周转率	1.3	1.3	1.4	1.4

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,317	2,034	3,385	4,724
少数股东损益	7	11	19	27
非现金支出	1,167	521	536	524
非经营收益	78	266	317	366
营运资金变动	-2,001	280	486	203
经营活动现金流	568	3,113	4,744	5,844
资产	-3,749	-4,185	-5,675	-4,869
投资	-12	0	0	0
其他	876	7	12	13
投资活动现金流	-2,885	-4,178	-5,663	-4,856
债权募资	4,554	609	2,107	412
股权募资	222	0	0	0
其他	-3,655	-288	-348	-403
融资活动现金流	1,121	321	1,759	9
现金净流量	-1,172	-744	840	998

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 25 日
资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13,313	18,476	27,410	32,974
营业成本	10,488	14,293	20,886	24,443
毛利率%	21.2%	22.6%	23.8%	25.9%
营业税金及附加	136	205	292	359
营业税金率%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	137	190	283	340
营业费用率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	684	924	1,370	1,649
管理费用率%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	500	554	822	989
研发费用率%	3.8%	3.0%	3.0%	3.0%
EBIT	1,368	2,310	3,756	5,195
财务费用	21	231	289	326
财务费用率%	0.2%	1.2%	1.1%	1.0%
资产减值损失	-44	-38	-56	-42
投资收益	7	7	12	13
营业利润	1,421	2,206	3,678	5,133
营业外收支	15	11	12	16
利润总额	1,435	2,217	3,690	5,149
EBITDA	2,469	2,793	4,237	5,677
所得税	111	171	285	398
有效所得税率%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
少数股东损益	7	11	19	27
归属母公司所有者净利润	1,317	2,034	3,385	4,724

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,326	2,582	3,422	4,420
应收账款及应收票据	1,088	1,510	2,240	2,695
存货	1,959	2,669	3,901	4,565
其它流动资产	1,348	1,457	1,646	1,752
流动资产合计	7,721	8,218	11,208	13,431
长期股权投资	48	48	48	48
固定资产	9,977	14,675	19,768	23,882
在建工程	2,802	1,441	1,182	1,105
无形资产	1,789	2,153	2,519	2,884
非流动资产合计	16,713	20,422	25,624	30,024
资产总计	24,434	28,640	36,832	43,455
短期借款	1,058	1,618	3,644	3,966
应付票据及应付账款	2,424	3,303	4,827	5,649
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,283	2,924	4,036	4,642
流动负债合计	5,764	7,845	12,507	14,257
长期借款	3,668	3,718	3,798	3,888
其它长期负债	2,077	2,077	2,077	2,077
非流动负债合计	5,745	5,795	5,875	5,965
负债总计	11,509	13,640	18,382	20,222
实收资本	2,683	2,683	2,683	2,683
普通股股东权益	12,598	14,662	18,092	22,849
少数股东权益	327	338	357	384
负债和所有者权益合计	24,434	28,640	36,832	43,455

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021 年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获 2019 年金牛奖建筑材料第二名；2019 年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名；2020 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。