

旗滨集团（601636）

证券研究报告

2023 年 04 月 28 日

浮法业务底部或显现，看好公司中长期多元发展

事件：公司发布 22 年年报，22FY 实现营收 133.13 亿元，同比-9.42%，归母净利润 13.17 亿元，yoy-68.95%；预计实现扣非归母净利 11.92 亿元，yoy-71.33%，均处于业绩预告区间中值水平。其中，Q4 单季度营收/归母净利润/扣非归母净利润 34.7/0.68/0.45 亿元。23Q1 营收/归母净利润/扣非归母净利润 31.3/1.13/0.65 亿元，净利率环比略有提升。

玻璃全年价格下滑，底部或已显现

分业务看，浮法/节能玻璃 22FY 实现营收 87.14/25.71 亿元，yoy-17.69%/24.09%，公司披露口径下，浮法/节能玻璃单位售价 80.66 元/重箱、66 元/平米，yoy -23%/+6%，浮法/节能玻璃销量 10803 万重箱/3895 万平米，yoy+3.88%/+19.48%。盈利端，22FY 公司综合毛利率 21.2%，同比降低 29pct，浮法/节能玻璃毛利率分别为 22.98%/21.22%，同比分别下降 31、19.8pct，我们认为，盈利能力大幅下降主要系原材料&燃料成本上升及浮法玻璃价格大幅下降所致。

浮法玻璃行业价格已连续两个月上行，库存去库至 4400 万重箱（对应 23 天库存天数），3 月竣工数据进一步回暖，需求端正逐步恢复；供给端，目前日熔量 16 万 t/d，较去年高点减少 7.7%；供需结构优化明显。我们认为浮法玻璃行业或已底部显现，后续需求（疫情滞后的家装需求+竣工）释放的持续性决定业绩弹性。

光伏玻璃业务有序推进，电子/药用玻璃投入加大

公司目前光伏玻璃产能 2400t/d，在建&筹建 9400t/d。公司马来西亚及云南光伏产线均有配套砂矿，主业浮法玻璃带来部分原材料&燃料优势，产能全部释放后盈利能力有望向头部企业靠拢。

公司投资 9.7 亿元投建两条(65 t/d +150t/d)电子玻璃产线，投资 7.8 亿元投建两条 50t/d 中硼药用玻璃产线（均在泸县）。公司目前拥有两条电子玻璃产线（均为 65 t/d），二期于 23M1 进入商业化运营，高性能电子玻璃除了在电子领域外不断向新能源车等领域发展，同时行业国产替代需求持续，我们持续看好产业资本加持下公司电子玻璃业务的发展。公司目前拥有 65t/d 药用玻璃产线，本次投产扩大规模，有利于进一步降本。

看好公司业务多元化发展，维持“买入”评级

我们认为浮法玻璃行业或已底部确认，深加工/电子/药玻的利润贡献也有望逐步显现，根据浮法玻璃最新价格，我们预计 23-25 年归母净利润 26/32/39 亿元(前值 23-24 年 25/38 亿元)，对应 PE 11、8.5、7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：浮法玻璃价格持续性不及预期；公司光伏/电子/药用玻璃产线建设及达产情况不及预期；下游需求不及预期。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,572.72	13,312.68	16,553.69	22,721.64	25,445.18
增长率(%)	51.12	(8.65)	24.35	37.26	11.99
EBITDA(百万元)	6,694.15	2,957.46	4,702.59	7,744.05	9,025.42
净利润(百万元)	4,233.53	1,316.74	2,554.91	3,238.46	3,938.00
增长率(%)	133.38	(68.90)	94.03	26.75	21.60
EPS(元/股)	1.58	0.49	0.95	1.21	1.47
市盈率(P/E)	6.51	20.93	10.79	8.51	7.00
市净率(P/B)	2.06	2.19	1.98	1.71	1.47
市销率(P/S)	1.89	2.07	1.66	1.21	1.08
EV/EBITDA	6.36	10.75	11.47	8.16	6.85

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/玻璃玻纤
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.27 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,683.50
流通 A 股股本(百万股)	2,683.50
A 股总市值(百万元)	27,559.55
流通 A 股市值(百万元)	27,559.55
每股净资产(元)	4.66
资产负债率(%)	49.51
一年内最高/最低(元)	13.50/7.78

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

熊可为 联系人
xiongkewei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《旗滨集团-季报点评:成本价格双重压力，行业仍在阶段性筑底》2022-10-27
- 2 《旗滨集团-半年报点评:浮法玻璃业务或将触底，后续成长性可期》2022-09-05
- 3 《旗滨集团-公司专题研究:浮法盈利或达底部区域，光伏有望带来中期成长》2022-06-09

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,433.59	3,326.48	4,966.11	2,272.16	2,544.52
应收票据及应收账款	299.65	1,087.90	321.88	435.51	271.30
预付账款	254.94	216.63	274.31	383.92	233.91
存货	1,966.30	1,958.65	2,950.81	2,424.05	3,754.24
其他	1,644.66	1,131.60	1,709.56	1,763.01	1,767.45
流动资产合计	8,599.15	7,721.26	10,222.66	7,278.66	8,571.42
长期股权投资	41.09	48.34	48.34	48.34	48.34
固定资产	8,413.23	9,976.87	17,615.16	46,124.01	48,996.69
在建工程	1,424.17	2,801.92	19,461.35	7,892.27	1,678.45
无形资产	1,420.24	1,789.27	1,740.82	1,692.37	1,643.92
其他	1,050.59	2,096.42	1,118.93	1,182.33	1,256.99
非流动资产合计	12,349.32	16,712.81	39,984.59	56,939.33	53,624.40
资产总计	20,948.47	24,434.07	50,207.25	64,217.98	62,195.82
短期借款	494.75	1,058.12	20,642.70	25,623.00	26,759.78
应付票据及应付账款	2,007.21	2,423.73	1,083.03	4,744.65	2,068.72
其他	1,895.62	2,174.30	1,619.67	3,069.60	2,013.59
流动负债合计	4,397.57	5,656.15	23,345.40	33,437.25	30,842.09
长期借款	1,026.02	3,667.84	11,286.89	12,909.95	10,522.40
应付债券	1,192.85	1,255.45	612.08	765.10	956.37
其他	696.17	821.46	674.53	689.50	720.42
非流动负债合计	2,915.04	5,744.76	12,573.50	14,364.55	12,199.19
负债合计	7,443.90	11,509.21	35,918.90	47,801.80	43,041.28
少数股东权益	158.12	326.73	335.36	338.39	345.03
股本	2,686.29	2,683.50	2,683.50	2,683.50	2,683.50
资本公积	2,517.24	2,501.86	2,501.86	2,501.86	2,501.86
留存收益	8,130.41	7,307.40	8,834.88	10,923.94	13,619.37
其他	12.52	105.36	(67.25)	(31.51)	4.78
股东权益合计	13,504.57	12,924.86	14,288.35	16,416.19	19,154.54
负债和股东权益总计	20,948.47	24,434.07	50,207.25	64,217.98	62,195.82

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	4,221.42	1,324.17	2,554.91	3,238.46	3,938.00
折旧摊销	1,003.66	1,085.39	1,750.73	3,908.67	4,389.59
财务费用	105.16	97.68	20.78	115.88	113.61
投资损失	(2.97)	(6.95)	(6.50)	(6.50)	(6.50)
营运资金变动	(74.08)	(3,624.11)	(1,278.05)	5,428.16	(4,790.98)
其它	(179.96)	1,691.39	834.43	4.70	9.69
经营活动现金流	5,073.23	567.58	3,876.30	12,689.37	3,653.40
资本支出	1,843.78	4,233.81	26,146.93	20,785.03	969.09
长期投资	(1.43)	7.25	0.00	0.00	0.00
其他	(3,803.17)	(7,126.34)	(53,780.43)	(41,578.53)	(1,962.59)
投资活动现金流	(1,960.82)	(2,885.28)	(27,633.50)	(20,793.50)	(993.50)
债权融资	674.97	3,486.02	26,602.67	6,525.52	(1,178.22)
股权融资	(1,547.94)	74.68	(1,205.84)	(1,115.33)	(1,209.33)
其他	1,280.11	(2,439.24)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	407.13	1,121.47	25,396.83	5,410.19	(2,387.55)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,519.55	(1,196.24)	1,639.63	(2,693.94)	272.35

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	14,572.72	13,312.68	16,553.69	22,721.64	25,445.18
营业成本	7,251.67	10,487.82	12,624.32	16,680.60	18,534.89
营业税金及附加	176.50	135.86	198.64	272.66	305.34
营业费用	124.99	137.22	115.88	136.33	127.23
管理费用	1,387.88	683.63	910.45	1,136.08	1,145.03
研发费用	647.07	499.81	629.04	727.09	763.36
财务费用	69.33	20.78	20.78	115.88	113.61
资产减值损失	(102.16)	(66.43)	(59.00)	(70.00)	(70.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	820.00	0.00	0.00
投资净收益	2.97	6.95	6.50	6.50	6.50
其他	100.78	(13.55)	(129.52)	(136.00)	(142.80)
营业利润	4,913.68	1,420.59	2,951.61	3,725.50	4,535.02
营业外收入	3.95	17.43	4.97	6.82	7.63
营业外支出	5.99	2.84	3.31	4.54	5.09
利润总额	4,911.65	1,435.18	2,953.26	3,727.77	4,537.57
所得税	690.22	111.01	383.92	484.61	589.88
净利润	4,221.42	1,324.17	2,569.34	3,243.16	3,947.69
少数股东损益	(12.10)	7.44	14.43	4.70	9.69
归属于母公司净利润	4,233.53	1,316.74	2,554.91	3,238.46	3,938.00
每股收益（元）	1.58	0.49	0.95	1.21	1.47

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	51.12%	-8.65%	24.35%	37.26%	11.99%
营业利润	136.30%	-71.09%	107.77%	26.22%	21.73%
归属于母公司净利润	133.38%	-68.90%	94.03%	26.75%	21.60%
获利能力					
毛利率	50.24%	21.22%	23.74%	26.59%	27.16%
净利率	29.05%	9.89%	15.43%	14.25%	15.48%
ROE	31.72%	10.45%	18.31%	20.14%	20.94%
ROIC	44.22%	13.29%	18.72%	8.29%	7.82%
偿债能力					
资产负债率	35.53%	47.10%	71.54%	74.44%	69.20%
净负债率	-12.05%	23.10%	195.75%	227.25%	187.78%
流动比率	1.90	1.34	0.44	0.22	0.28
速动比率	1.46	1.00	0.31	0.15	0.16
营运能力					
应收账款周转率	51.01	19.19	23.48	60.00	72.00
存货周转率	9.80	6.78	6.74	8.45	8.24
总资产周转率	0.83	0.59	0.44	0.40	0.40
每股指标（元）					
每股收益	1.58	0.49	0.95	1.21	1.47
每股经营现金流	1.89	0.21	1.44	4.73	1.36
每股净资产	4.97	4.69	5.20	5.99	7.01
估值比率					
市盈率	6.51	20.93	10.79	8.51	7.00
市净率	2.06	2.19	1.98	1.71	1.47
EV/EBITDA	6.36	10.75	11.47	8.16	6.85
EV/EBIT	7.44	16.56	18.27	16.48	13.33

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com