

谨慎推荐 (首次)

旗滨集团 (601636) 研究报告

风险评级: 中风险

激励政策充分 进军高端业务将打开成长空间

2020年8月31日

何敏仪

SAC 执业证书编号:

S0340513040001

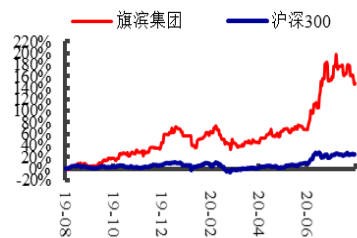
电话: 0769-23320072

邮箱: hmy@dgzq.com.cn

主要数据 2020年8月28日

收盘价(元)	8.14
总市值(亿元)	218.67
总股本(亿股)	2,686.41
流通股本(亿股)	240.68
ROE(TTM)	16.63%
12月最高价(元)	9.98
12月最低价(元)	3.37

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

相关报告

■ **整体观点:** 公司经过十多年稳步发展, 成为全国玻璃制造龙头之一。生产玻璃种类全国最多, 优质硅砂储量亚洲最大。在浮法玻璃产能领先下, 积极拓展节能建筑玻璃、高铝电子玻璃、中性硼硅药用玻璃等高端产品。随着新业务产能持续释放, 经营规模进一步提升值得期待。同时积极运用股权激励、实施事业合伙人持股计划、跟投制度, 并制定中长期发展战略, 上下一心助力企业发展再上新台阶。看好公司未来前景。预计四季度行业供需格局继续走好, 玻璃价格有所支持, 将带动公司全年整体业绩进一步上升。预测2020年—2021年EPS分别为0.59元和0.69元, 对应当前估值约14倍和12倍, 首次覆盖, 给予“谨慎推荐”评级。

■ **巩固主体优势, 进军高端产品打开成长空间。** 公司主要产品包括优质浮法玻璃原片、节能建筑玻璃、高铝电子玻璃及中性硼硅药用玻璃等。从目前营收构成看公司仍以玻璃原片制造为主, 但随着节能玻璃产能不断提升, 贡献业绩比例提升明显。同时电子玻璃及药用玻璃等高端产品生产也积极推进, 助力公司未来业绩规模及毛利率持续攀升值得期待。

■ **经营规模持续扩大, 毛利率向上值得期待。** 营收从2015年51.69亿上升至2019年的93.06亿, 复合增长率为15.8%; 归属净利润也从1.71亿上升至13.46亿, 复合增长率高达67.5%。公司近年销售毛利率及销售净利润率整体呈现向上趋势, 并维持在较高水平。但2018年及2019年毛利率、净利润率出现小幅下降, 主要由于持续新投产项目, 特别是节能玻璃产能处于爬坡过程, 影响整体毛利率及净利润率。随着公司产品结构持续优化, 整体利润率水平进一步上升可期。

■ **激励政策充分, 积极回报投资者。** 公司制定中长期发展战略, 积极实施事业合伙人持股计划、跟投制度, 更好实现员工与公司共创、共享、共同发展, 鼓励经营管理团队做强做大公司。股东回报方面, 公司多年来维持较高的分红率水平, 2011年上市以来至今共实施现金分红8次, 累计现金分红达31.86亿元, 平均分红率达51.2%。2020年3月发布的《未来三年(2020-2022年)股东回报规划》, 承诺未来三年每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的50%。

■ **风险提示。** 玻璃价格回落; 公司新产能推进低于预期

主要财务指标预测表

单位(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	9,306	10,190	11,413	12,668
增长率(%)	11.07%	9.50%	12.00%	11.00%
归属净利润(百万)	1,346	1,591	1,855	2,050
增长率(%)	-11.31%	18.19%	16.56%	10.53%
毛利率(%)	29.44%	31.30%	32.00%	32.00%
ROE(%)	16.33%	16.88%	17.16%	17.60%
每股收益(元)	0.50	0.59	0.69	0.76
市盈率(倍)	16.24	13.74	11.79	10.67

资料来源: 东莞证券研究所, Wind

目 录

1. 平板玻璃龙头，高端产品持续拓展	3
2. 巩固主体优势，进军高端产品打开成长空间	3
3. 经营规模持续扩大，毛利率向上值得期待	6
4. 坚持创新驱动，极力提升公司核心竞争力	7
5. 激励政策充分，积极回报投资者	8
6. 总结与投资建议	9
7. 风险提示	9

插图目录

图 1：公司发展历程	3
图 2：2019 年各业务营收占比	4
图 3：公司近年玻璃原片产销量变化	4
图 4：公司玻璃原片产销率变化情况	4
图 5：公司玻璃原片库存变化情况	4
图 6：公司近年营收增长情况	6
图 7：公司近年归属净利润增长情况	6
图 8：销售毛利率净利润率情况	6
图 9：ROE 变化情况	6
图 10：公司研发支出情况	7
图 11：公司研发人员占比情况	7
图 12：公司历年股利支付率变化情况	8

表格目录

表 1：公司盈利预测（截至 2020/8/28）	10
--------------------------------	----

1. 平板玻璃龙头，高端产品持续拓展

旗滨集团成立于 1988 年，2005 年进军玻璃行业，并于 2011 年登陆 A 股市场。公司从事玻璃产品制造与销售，包括优质浮法玻璃原片、节能建筑玻璃、高铝电子玻璃、中性硼硅药用玻璃等玻璃产品。公司十多年稳步发展，持续壮大，发展成拥有亚洲最大产能浮法玻璃基地，以及亚洲最大优质硅砂储量。成为全国生产最多玻璃种类的全玻璃产业集团。

公司生产基地布局在湖南省、福建省、浙江省、广东省和马来西亚，拥有 26 条优质浮法生产线，1 条高铝电子玻璃生产线，在建 1 条中性硼硅药用玻璃生产线，4 个节能建筑玻璃基地、2 个在建节能建筑玻璃基地，日熔化量 17600 吨，平板玻璃品种达到 20 多种。经过 10 多年的发展，公司已成为一家集硅砂原料、优质浮法玻璃、节能建筑玻璃、高铝电子玻璃、中性硼硅药用玻璃研发、生产、销售为一体的大型玻璃企业集团，现有总资产超 120 亿，员工 6000 余人。

图1：公司发展历程



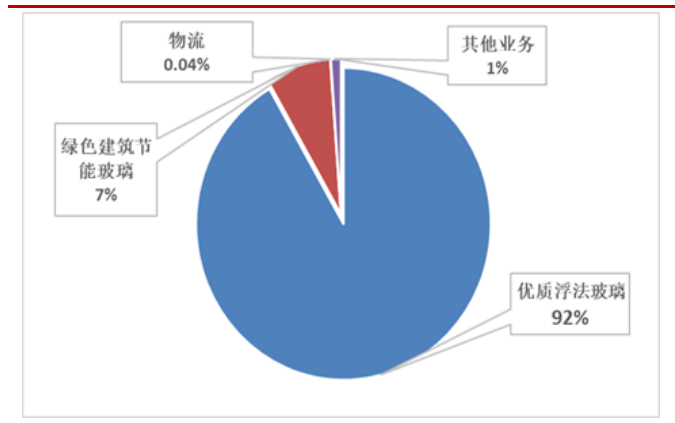
数据来源：公司网站，东莞证券研究所

2. 巩固主体优势，进军高端产品打开成长空间

公司主要产品包括优质浮法玻璃原片、节能建筑玻璃、高铝电子玻璃及中性硼硅药用玻璃等。从目前营收构成看公司仍以玻璃原片制造为主，但随着节能玻璃产能不断提升，贡献业绩比例提升明显。同时电子玻璃及药用玻璃等高端产品生产也积极推进，助力公司未来业绩规模及毛利率持续攀升值得期待。

从公司 2019 年营收构成看，浮法玻璃营业收入占比达 91.65%，建筑节能玻璃收入占比约 7.2%。而从 2020 年上半年公司营收构成看，其中节能玻璃营收达到 4.2 亿，同比大幅增长 62%，占整体收入比例达到 11%。

图2：2019年各业务营收占比



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

浮法原片玻璃：公司近年玻璃原片产销规模均呈现持续平稳增长，业务发展情况良好。公司当前拥有优质浮法玻璃生产线 26 条，产能规模 17600 吨/日，年产各种优质浮法玻璃约 1.2 亿重箱，2019 年市场占比约 13%。在国家严格控制平板玻璃新增产能的政策下，规模成为集团最大的竞争优势。

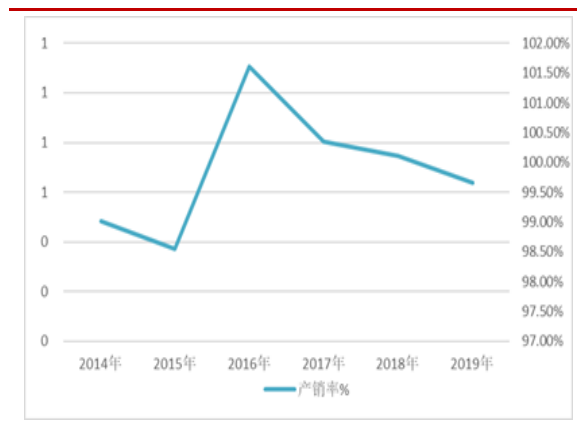
2019 年集团生产各种优质浮法玻璃原片 1.18 亿重箱，同比增加 895 万重箱，主要是郴州旗滨投入商业化运营增加；销售各种优质浮法玻璃原片 11845 万重箱，同比增加 842 万重箱，产销率达 99.66%。公司近年产销率维持在高水平，库存则维持在低位。2019 年末公司浮法玻璃库存仅 254 万重量箱，库存处于低位。

图3：公司近年玻璃原片产销量变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图4：公司玻璃原片产销率变化情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图5：公司玻璃原片库存变化情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

节能建筑玻璃：公司分别在广东河源、浙江绍兴、马来西亚及湖南新建四大节能工程玻璃生产基地，是高中低透三银 Low-E 产品全覆盖的创新型节能玻璃实力企业。当前广东节能、浙江节能、马来西亚节能处于产能爬坡过程，湖南节能刚建成投产，但整体进程良好。

公司 2019 年度生产节能玻璃 1160 万平米，同比增幅为 202.87%，销售 1127 万平米，同比增幅为 212.19%。实现营业收入 6.87 亿元，同比增幅约 283.06%，产能利用率大幅提升。2020 年上半年节能玻璃营收达到 4.2 亿，同比大幅增长达 62%。后续产能持续释放提升业绩可期。公司计划 2024 年末节能玻璃产能规模较 2018 年增加 200% 以上。

高端电子及光伏超白玻璃：郴州项目主要生产高端电子及光伏超白玻璃，产品可用于电子玻璃（高端电子及家电类产品显示屏及面板），光电材料基板及光伏组件基板制镜、家私、LED 反射镜板玻璃，以及高档工程、建筑、室内高端装饰、汽车玻璃等领域。郴州旗滨光伏光电玻璃项目于 2019 年投产，填补公司低铁超白玻璃空白，产能为 1000 吨/天。

醴陵旗滨 65 吨高性能电子玻璃项目也基本完成项目建设，于 2019 年 7 月下旬点火烤窑，8 月底成功引头子后，进入生产线调试及不同产品试生产阶段。投产后醴陵旗滨高端电子产品可广泛应用于智能手机、平板电脑、笔记本电脑、智能手表、车载应用、工业控制、医疗等各个领域。

药玻：2019 年 12 月公司董事会及股东大会同意公司投资中性硼硅药用玻璃项目。建设规模为计划建设 3 窑 8 线 100 吨/天中性硼硅药用玻璃素管。项目分期建设，一期 1 窑 2 线日熔化量 25 吨生产线正在建设中，项目建成投产后将加快后期投入。预计一期项目建设周期为 12 个月，建成后满产约 6700 吨/年，公司力争在 2020 年年底完成项目建设。项目建成后其加工的中性硼硅药用玻璃瓶产品可以用于生物制品、血液制品、冻干制剂、疫苗等药用包装。受新冠肺炎影响后续疫苗生产将大幅增长，将带来药用玻璃瓶需求的提升。

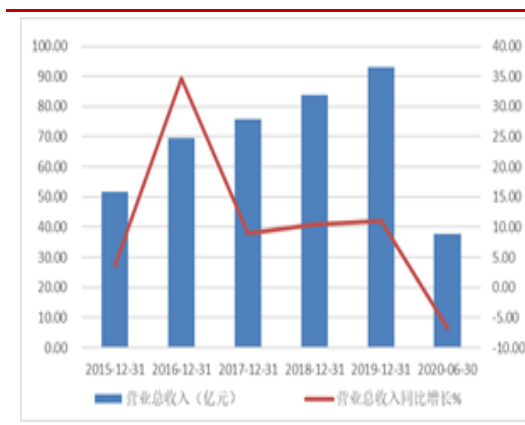
公司进军高端电子、光伏超白玻璃及中性硼硅药用玻璃业务，发展迎来再次飞扬值得期待。

3. 经营规模持续扩大，毛利率向上值得期待

公司营收及净利润均实现持续较快增长。营收从 2015 年 51.69 亿上升至 2019 年的 93.06 亿，复合增长率为 15.8%；归属净利润也从 1.71 亿上升至 13.46 亿，复合增长率高达 67.5%。

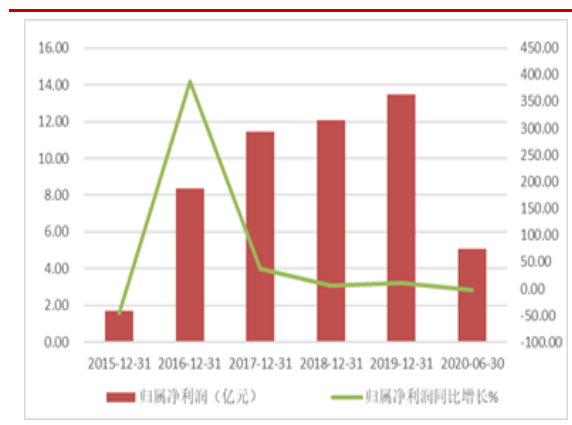
2020 年上半年受疫情影响开复工，公司生产各种优质浮法玻璃原片 5839 万重箱，同比减少 58 万重箱；销售各种优质浮法玻璃原片 5126 万重箱，同比减少 281 万重箱。实现营业收入 37.9 亿元，同比下降 6.78 %；实现归属母公司所有者净利润 5.06 亿元，同比下降 2.36%。下半年随着需求端回暖，以及公司产能提升，业绩实现增长仍值得期待。

图6：公司近年营收增长情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图7：公司近年归属净利润增长情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

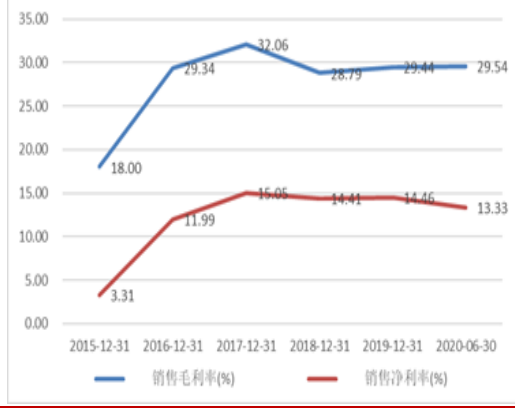
公司在国内具备明显的规模优势，能整合内部资源、招标资源，实施集中化、全球化、规模化战略采购策略，实现有效降低采购成本。同时发挥多产线优势，灵活调整生产方案，实施差异化产品生产，丰富产品的多样性，及时填补市场阶段性需求，缓解同质化竞争，一定程度上提升企业经济效益和整体竞争力。

公司近年销售毛利率及销售净利润率整体呈现向上趋势，并维持在较高水平。但 2018 年及 2019 年毛利率、净利润率出现小幅下降，主要由于持续新投产项目，特别是节能玻璃产能处于爬坡过程，影响整体毛利率及净利润率。

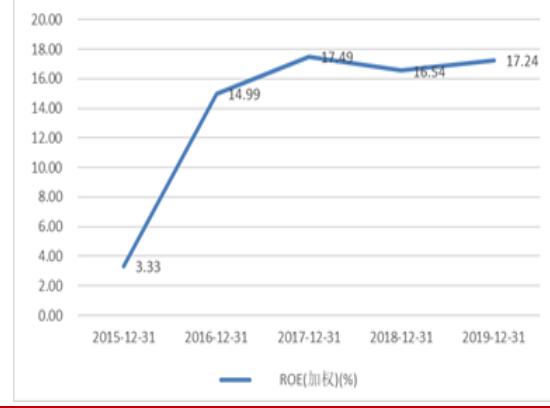
而随着各节能玻璃产能的不断发挥，同时电子玻璃、药用玻璃等投产量产的推进，公司产品结构持续优化，整体利润率水平进一步上升可期。

图8：销售毛利率净利润率情况

图9：ROE变化情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

4. 坚持创新驱动，极力提升公司核心竞争力

旗滨集团重视技术提升，持续加大研发投入及引进研发人才，近年研发费用及研发费用率持续攀升，研发人员占公司比例达 13%左右。公司拥有福建省省级工程技术中心，配备有原料化验实验室、镀膜膜层设计和性能测试实验室、玻璃产品性能测试实验室、燃料多元化试验和测试实验室、薄膜太阳能电池试验和测试实验室、玻璃配方试验和测试实验室。

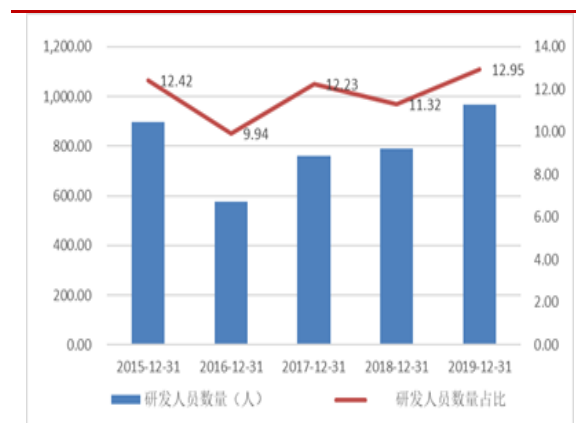
同时公司拥有一支百余人的工程技术团队和技术研发团队，在玻璃工艺、在线镀膜、窑炉、锡槽、退火工艺、切割工艺、公用工程、自动控制、化验分析、环保一体化等各专业技术方面力量齐全。近几年也在不断取得玻璃行业在线镀膜新技术、新产品的突破。在线 CVD 镀膜技术、在线 LOW-E 节能玻璃和 TCO 光伏太阳能玻璃产品的生产在国内名列前茅，公司还创新开发了完整的超白玻璃生产技术和各种吸热玻璃生产技术。

图10：公司研发支出情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图11：公司研发人员占比情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

另外，公司制定中长期发展战略规划，助力企业规模再上一台阶。按照《株洲旗滨集团股份有限公司中长期发展战略规划纲要（2019-2024 年）》，公司推进浮法规模扩张计划，巩固和扩大规模化优势，通过稳健的财务管理手段、兼并收购重组与投融资策略完

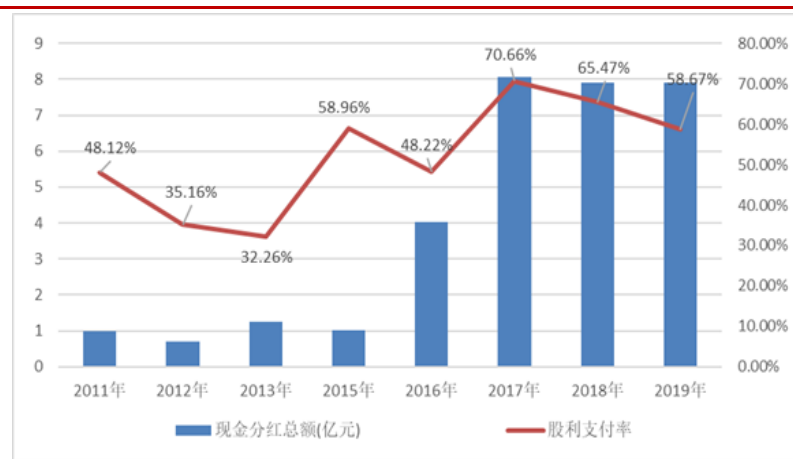
善区域布局、产品布局、产业链（上下游）布局，争取 2024 年末浮法原片产能规模比 2018 年增加 30%以上、节能玻璃产能规模增加 200%以上。通过资源整合实现原材料供应渠道、供应价格、供应质量的稳定性与领先性，全面推进营收增长、成本控制、利润提升三大计划，实现中长期增量目标。

5. 激励政策充分，积极回报投资者

公司制定中长期发展战略及积极实施事业合伙人持股计划、跟投制度，充分调动员工积极性，更好实现员工与公司共创、共享、共同发展，鼓励经营管理团队做强做大公司。其中公司创始人、实际控制人俞其兵先生主动承诺将其持有的不超过 1 亿股旗滨集团股票分两批无偿赠与给事业合伙人持股计划作为股票来源，力度之大体现实控人激励员工及推动公司进一步发展壮大的决心。当前醴陵旗滨电子玻璃项目以及中性硼硅药用玻璃素管项目均实行跟投制度。其中电子玻璃项目跟投金额 3164 万元，增资后跟投平台获得醴陵电子 17.4%股权；中性硼硅药用玻璃项目跟投平台认缴 3080 万元，持股 30.8%。跟投制度的落实将更好强化共享共担机制，保障新投资项目效益及发展。

股东回报方面，公司多年来维持较高的分红率水平，2011 年上市以来至今共实施现金分红 8 次，累计现金分红达 31.86 亿元，平均分红率达 51.2%。2015 年至 2019 年公司股利支付率分别为 58.96%、48.22%、70.66%、65.47%及 58.67%。公司 2020 年 3 月发布的《未来三年（2020-2022 年）股东回报规划》，承诺未来三年每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的 50%。持续稳定及较高的分红率水平彰显公司对投资者回报的重视，并将对长期资金有较大的吸引力。

图12：公司历年股利支付率变化情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

6. 总结与投资建议

公司经过十多年稳步发展，成为全国玻璃制造龙头企业之一。生产玻璃种类全国最多，优质硅砂储量亚洲最大。在浮法玻璃产能领先同行情况下，积极拓展附加值更高的节能建筑玻璃、高铝电子玻璃、中性硼硅药用玻璃等高端产品。随着新业务产能持续释放，公司经营规模进一步提升值得期待。同时公司积极运用股权激励、实施事业合伙人持股计划、跟投制度，并制定中长期发展战略，上下一心助力企业发展再上新台阶。看好公司未来前景。另外预计四季度行业供需格局继续走好，玻璃价格有所支持，将带动公司全年整体业绩进一步上升。预测公司 2020 年—2021 年 EPS 分别为 0.59 元和 0.69 元，对应当前股价估值约 14 倍和 12 倍，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

7. 风险提示

- 1) 玻璃价格回落
- 2) 公司新产能推进低于预期

表 1：公司盈利预测（截至 2020/8/28）

科目（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	9,306	10190	11,413	12668
营业成本	6,566	7,000	7,761	8,614
营业税金及附加	121	143	148	165
销售费用	129	143	160	177
管理费用	514	571	628	697
财务费用	112	153	148	165
研发费用	371	408	514	570
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	1	2	3	5
营业利润	1581	1875	2157	2385
加 营业外收入	4	5	7	8
减 营业外支出	17	17	28	32
利润总额	1568	1863	2136	2361
减 所得税	222	270	278	307
净利润	1346	1593	1859	2054
减 少数股东损益	-1	2	4	4
归母公司所有者的净利润	1346	1591	1855	2050
基本每股收益(元)	0.50	0.59	0.69	0.76

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn