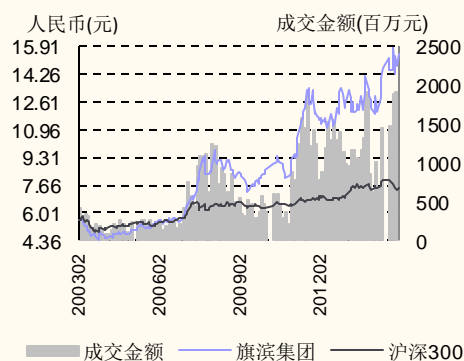


市场价格 (人民币): 15.48 元

行业保持高景气, 业绩有望继续提升

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	26.86
已上市流通 A 股(亿股)	26.86
总市值(亿元)	415.83
年内股价最高最低(元)	15.91/4.36
沪深 300 指数	5419
上证指数	3551



公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.449	0.501	0.682	1.166	1.288
每股净资产(元)	2.82	3.06	3.40	3.87	4.26
每股经营性现金流(元)	0.77	0.75	1.14	1.72	1.81
市盈率(倍)	8.46	10.96	22.70	13.28	12.02
净利润增长率(%)	5.69%	11.49%	36.10%	70.88%	10.49%
净资产收益率(%)	15.95%	16.35%	20.06%	30.14%	30.27%
总股本(百万股)	2,688.36	2,687.70	2,687.15	2,686.24	2,686.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司发布 20 年业绩快报, 全年共实现营业收入 96.45 亿元, 同比增加 3.63%; 归母净利润 18.32 亿元, 同比增加 36.03%; 基本 EPS0.69 元。

点评

- **产品价格上涨+成本同比下降, 业绩大幅提升:** 受益供给侧改革的持续推进, 玻璃行业供给整体保持平稳。2020 年下半年开始, 随着房地产竣工修复需求的爆发以及部分浮法玻璃产线转产光伏组件背板, 浮法玻璃呈现供不应求的紧张态势, 推动玻璃价格持续上涨。此外, 纯碱等主要原燃料价格低位运行, 且公司在价格低点时进行了战略储备, 使得成本实现同比下降, 公盈利能力显著提高。我们认为, 在供需格局改善以及在 2020 年上半年价格低基数下, 2021 年玻璃价格中枢将进一步抬升。
- **单季成本环比增加, 盈利能力短时回落:** 分季度来看, 公司四季度实现营业收入 30.89 亿元, 环比增加 11.76%、同比增加 11.36%; 实现归母净利润 6.16 亿元, 环比减少 13.24%、同比增加 47.02%; 净利率为 19.94%, 环比减少 5.75 个百分点、同比增加 4.84 个百分点。公司 Q4 营业收入环比增长的主要原因在于产品售价的提升, 但实际销量却出现下滑, 使得固定成本分摊增加, 同时主要原燃材料重质纯碱与石油焦均价分别较 Q3 增加 12%、26%, 进而导致公司盈利能力出现一定程度下滑。未来玻璃行业成本或仍有一定幅度增加, 不过在玻璃价格的拉动下, 企业盈利能力仍然较强。
- **持续推动高端产品布局, 成长属性愈发明显:** 在“一体两翼”战略指引下, 公司不断向高端产品领域进军, 湖南醴陵电子玻璃项目已正式投入商业化运营; 湖南郴州中性硼硅药用玻璃一期于 21 年 1 月点火投产, 并拟在浙江绍兴再建设两条 25t/d 中性硼硅药用玻璃产线。此外, 公司顺应光伏产业发展趋势, 拟在湖南省资兴市和浙江省绍兴市分别投资建设 1 条 1200t/d 光伏组件高透基板材料生产线, 进入光伏压延玻璃领域。在浮法玻璃行业产能过剩的背景下, 向高端产品领域拓展可以提高未来成长性, 提升公司估值水平。

盈利调整与投资建议

- 公司在 20 年开始涉足光伏产业领域, 我们盈利预测中首次导入光伏玻璃产品, 同时上调 20-22 年浮法玻璃均价, 同步上调公司 20-22 年归母净利润至 18.32/31.31/34.60 亿元 (较上次预测调整 -2%/50%/60%), 对应 EPS0.68/1.17/1.29 元, 维持“买入”评级。

风险提示

- 房地产行业下行、玻璃价格下跌、原材料成本上涨、海外疫情反复。

相关报告

1. 《主业盈利好转, 深加工提升估值-旗滨集团三季报点评》, 2020.10.30
2. 《立足浮法主业, 布局转型升级-旗滨集团首次覆盖报告》, 2020.6.16

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

冯孟乾 分析师 SAC 执业编号: S1130521010001
fengmengqian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	7,585	8,378	9,306	9,643	13,193	15,988
增长率		10.5%	11.1%	3.6%	36.8%	21.2%
主营业务成本	-5,153	-5,966	-6,566	-6,285	-7,920	-10,004
%销售收入	67.9%	71.2%	70.6%	65.2%	60.0%	62.6%
毛利	2,432	2,412	2,740	3,357	5,273	5,984
%销售收入	32.1%	28.8%	29.4%	34.8%	40.0%	37.4%
营业税金及附加	-144	-117	-121	-126	-172	-208
%销售收入	1.9%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
销售费用	-46	-108	-129	-145	-211	-272
%销售收入	0.6%	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%
管理费用	-790	-507	-514	-540	-739	-895
%销售收入	10.4%	6.1%	5.5%	5.6%	5.6%	5.6%
研发费用	0	-310	-371	-384	-525	-637
%销售收入	0.0%	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	1,451	1,370	1,604	2,163	3,626	3,971
%销售收入	19.1%	16.3%	17.2%	22.4%	27.5%	24.8%
财务费用	-104	-100	-112	-77	-33	4
%销售收入	1.4%	1.2%	1.2%	0.8%	0.3%	0.0%
资产减值损失	-68	-60	-14	-18	-11	-12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	33	1	0	0	0
%税前利润	0.0%	2.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,349	1,349	1,581	2,147	3,660	4,043
营业利润率	17.8%	16.1%	17.0%	22.3%	27.7%	25.3%
营业外收支	3	-2	-13	-13	-13	-13
税前利润	1,352	1,347	1,568	2,134	3,647	4,030
利润率	17.8%	16.1%	16.8%	22.1%	27.6%	25.2%
所得税	-210	-139	-222	-302	-516	-570
所得税率	15.5%	10.3%	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%
净利润	1,142	1,208	1,346	1,832	3,131	3,460
少数股东损益	-1	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,143	1,208	1,346	1,832	3,131	3,460
净利率	15.1%	14.4%	14.5%	19.0%	23.7%	21.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,142	1,208	1,346	1,832	3,131	3,460
少数股东损益	-1	0	-1	0	0	0
非现金支出	904	974	999	998	1,069	1,147
非经营收益	99	70	189	103	80	65
营运资金变动	207	-186	-519	131	346	203
经营活动现金净流	2,352	2,066	2,014	3,065	4,626	4,875
资本开支	-1,412	-1,057	-714	-1,267	-1,236	-1,236
投资	-9	47	9	50	0	0
其他	91	137	-197	0	0	0
投资活动现金净流	-1,331	-873	-902	-1,217	-1,236	-1,236
股权募资	213	0	13	7	0	0
债权募资	-1,642	173	-48	-561	-465	0
其他	228	-1,559	-1,018	-1,035	-1,944	-2,466
筹资活动现金净流	-1,202	-1,386	-1,054	-1,589	-2,409	-2,466
现金净流量	-181	-192	58	260	981	1,173

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	681	435	488	748	1,730	2,902
应收账款	97	166	178	178	244	295
存货	594	705	673	767	859	1,031
其他流动资产	727	777	1,165	1,075	1,094	1,118
流动资产	2,099	2,083	2,505	2,768	3,926	5,346
%总资产	16.5%	16.2%	19.2%	20.4%	26.3%	32.6%
长期投资	60	37	39	39	39	39
固定资产	8,999	9,204	9,044	9,091	9,062	8,959
%总资产	70.8%	71.7%	69.2%	66.9%	60.8%	54.6%
无形资产	936	942	973	1,155	1,335	1,513
非流动资产	10,617	10,754	10,560	10,825	10,977	11,051
%总资产	83.5%	83.8%	80.8%	79.6%	73.7%	67.4%
资产总计	12,716	12,838	13,065	13,593	14,903	16,397
短期借款	320	950	1,792	1,230	766	766
应付款项	1,399	1,373	933	1,115	1,421	1,785
其他流动负债	273	271	368	384	602	690
流动负债	1,991	2,594	3,093	2,730	2,788	3,241
长期贷款	1,916	1,483	1,113	1,113	1,113	1,113
其他长期负债	1,732	1,190	615	606	606	606
负债	5,639	5,267	4,821	4,449	4,508	4,960
普通股股东权益	7,078	7,570	8,237	9,137	10,388	11,430
其中：股本	2,693	2,688	2,688	2,686	2,686	2,686
未分配利润	2,585	2,830	3,247	4,140	5,391	6,433
少数股东权益	0	0	8	8	8	8
负债股东权益合计	12,716	12,838	13,065	13,593	14,903	16,397

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.426	0.449	0.501	0.682	1.166	1.288
每股净资产	2.641	2.816	3.065	3.400	3.867	4.255
每股经营现金净流	0.878	0.769	0.749	1.141	1.722	1.815
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.350	0.700	0.900
回报率						
净资产收益率	16.14%	15.95%	16.35%	20.06%	30.14%	30.27%
总资产收益率	8.99%	9.41%	10.31%	13.48%	21.01%	21.10%
投入资本收益率	13.16%	12.25%	12.32%	16.14%	25.32%	25.56%
增长率						
主营业务收入增长率	8.96%	10.46%	11.07%	3.62%	36.82%	21.19%
EBIT 增长率	19.31%	-5.61%	17.09%	34.86%	67.61%	9.54%
净利润增长率	36.83%	5.69%	11.49%	36.10%	70.88%	10.49%
总资产增长率	2.83%	0.95%	1.77%	4.04%	9.64%	10.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.4	2.9	3.9	3.9	3.9	3.9
存货周转天数	61.2	39.7	38.3	45.0	40.0	38.0
应付账款周转天数	49.0	43.2	34.7	34.7	34.7	34.7
固定资产周转天数	378.7	363.3	330.4	309.6	217.5	170.5
偿债能力						
净负债/股东权益	21.97%	26.40%	26.28%	14.71%	-0.97%	-11.13%
EBIT 利息保障倍数	14.0	13.7	14.3	28.2	109.3	-904.2
资产负债率	44.34%	41.03%	36.90%	32.73%	30.25%	30.25%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	8	19	41	91
增持	0	0	1	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.05	1.07	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

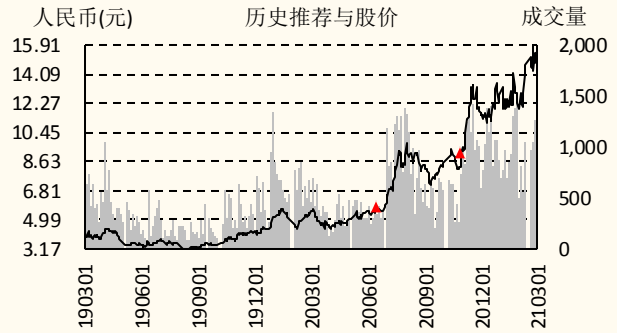
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-06-16	买入	5.79	N/A
2	2020-10-30	买入	9.12	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402