

旗滨集团 (601636)

证券研究报告

2021年04月30日

浮法受益价格上行，多元化布局提供成长性

21Q1 业绩高弹性，周期向上兼顾中长期成长，维持“买入”评级

公司发布 2020 年年报及一季报，20FY 营收 96.4 亿元，YoY+3.6%，归母净利润 18.3 亿元，YoY+35.6%，与业绩快报一致，扣非净利 17.3 亿元，YoY+36.3%。21Q1 在浮法玻璃价格大幅上涨背景下，公司营收/归母净利 29.2/8.8 亿元，yoy+125%/448%，相比 19Q1 增长 59%/319%。20FY 公司 CFO 净流入 31 亿元，同比多流入 11 亿元，分红率 51%。近期玻璃期货价格持续创新高，我们认为在供需持续向好态势下，21FY 公司浮法玻璃利润有望大幅增长，而节能/光伏/电子/药用玻璃作为公司多元化战略重要组成，未来有望为公司带来持续成长性，预计 21-23 年 EPS1.41/1.54/1.67 元，维持“买入”评级。

售价提升、原燃料成本下降带动毛利率大幅提升

20Q1-21Q1 公司单季度营收增速-29%/12%/12%/11%/125%，归母净利增速-23%/12%/74%/45%/448%。20FY 公司原片/节能玻璃收入 84/11 亿元，yoy-1.2%/+65.9%，公司披露口径下，单位售价 74.1 元/重箱、54.5 元/平米，yoy+2.9%/-8.2%，但我们预计 21Q1 公司产品单价同比大幅上行。盈利端，20FY 公司综合毛利率 37.28%，同口径同比提升约 8.5pct，按公司披露口径（未还原销售费用），公司原片每重箱成本/毛利 46.5/27.6 元，yoy-9.2%/+32.5%，节能玻璃每平米成本/毛利 33.2/21.3 元，yoy-17.6%/+11.8%，尽管售价变动不显著，但成本下降带动毛利显著提升。我们预计 21 年浮法售价涨幅或超过成本涨幅，公司单位毛利仍有望上行。

费用率/资产减值同比有所提升，部分因素有望在 21 年消除

20 年公司销售（剔除运费）/管理（剔除激励费用）/研发/财务费用率 0.90%/6.22%/4.28%/1.34%，同比变动+0.2/+1.04/+0.3/+0.14pct，同口径销售及管理费用率提升主要系员工薪酬增加所致，我们认为可能行业高景气阶段员工奖金较多，及公司多元化产能扩张带来费用前置相关，而财务费用率在可转债成功发行后未来有望边际改善。20FY 公司计提资产减值损失 1.38 亿元，其中固定资产减值 1.2 亿元，我们认为此项具有一次性特征。综合而言，我们认为 21FY 公司费用率有望改善，进一步带动净利率上行。

看好 21 年利润高增长及随后成长性，维持“买入”评级

公司同时公告拟投资新建 3 条 1200t/d 光伏玻璃产线及超白石英砂生产基地，在相关产能规划下，我们认为公司 21 年节能玻璃产量有望取得较快增长，电子及药用玻璃有望取得突破，21 年后光伏玻璃也有望进入放量阶段。同时浮法供需改善情况下，盈利有望保持高位运行。预计 21-23 年 EPS 1.41/1.54/1.67 元（21/22 年前值 1.14/1.50 元），参考可比公司估值，给予公司 21 年 13 倍 PE，对应目标价 18.33 元，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。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,305.76	9,644.09	14,139.89	15,976.01	18,533.57
增长率(%)	11.07	3.64	46.62	12.99	16.01
EBITDA(百万元)	2,916.97	3,739.26	4,937.36	5,348.10	5,805.31
净利润(百万元)	1,346.43	1,825.36	3,799.57	4,137.90	4,483.82
增长率(%)	11.49	35.57	108.15	8.90	8.36
EPS(元/股)	0.50	0.68	1.41	1.54	1.67
市盈率(P/E)	29.53	21.78	10.46	9.61	8.87
市净率(P/B)	4.83	4.20	3.35	2.72	2.21
市销率(P/S)	4.27	4.12	2.81	2.49	2.15
EV/EBITDA	5.60	9.26	7.42	6.31	5.00

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/玻璃制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.8 元
目标价格	18.33 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,686.22
流通 A 股股本(百万股)	2,686.22
A 股总市值(百万元)	39,756.01
流通 A 股市值(百万元)	39,756.01
每股净资产(元)	3.87
资产负债率(%)	32.45
一年内最高/最低(元)	16.00/5.08

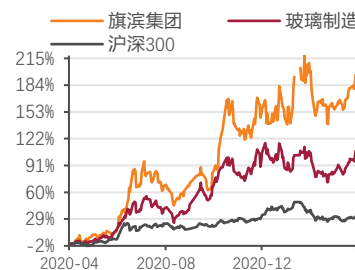
作者

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
xiongekwei@tfzq.com

股价走势



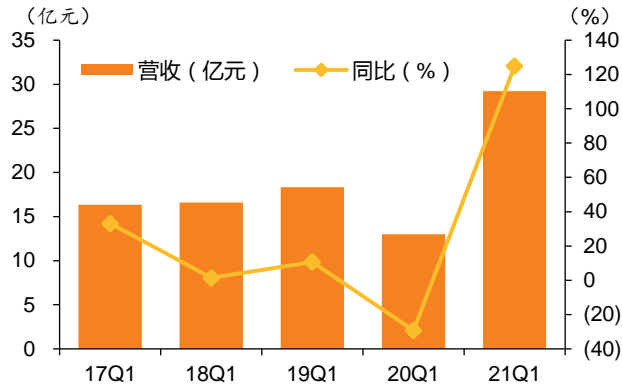
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《旗滨集团-公司点评:净利率创历史新高，多元布局赋能长期成长》2021-03-01
- 《旗滨集团-公司点评:高端产品布局持续推进，玻璃价格中枢有望提升》2020-01-02
- 《旗滨集团-季报点评:需求拉动玻璃价格走高，三季度实现高增长》2019-10-17

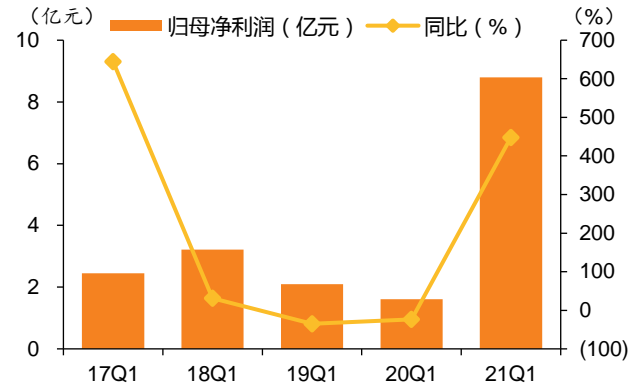
公司经营数据及可比公司估值表

图 1：公司营收及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司归母净利润及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

表 1：可比公司估值

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
000012.SZ	南玻 A	277	9.02	0.25	0.61	0.72	36.1	14.7	12.5
600660.SH	福耀玻璃	1285	51.21	1.04	1.54	1.91	49.2	33.2	26.8
00868.HK	信义玻璃	842.5	21.70	1.59	1.97	2.17	13.6	11.0	10.0
	平均值						33.0	19.6	16.4
601636.SH	旗滨集团	398	14.80	0.68	1.41	1.54	21.8	10.5	9.6

注：数据截至 20210429 收盘，除旗滨集团外，其余公司 21/22 年 EPS 为 Wind 一致预期

资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	488.36	909.85	5,229.55	8,119.85	12,753.78
应收票据及应收账款	157.26	271.75	210.42	(150.22)	(174.27)
预付账款	112.06	66.99	93.80	126.62	145.28
存货	673.48	1,006.59	827.87	1,352.71	1,232.37
其他	1,074.15	1,057.16	991.02	1,040.15	1,054.64
流动资产合计	2,505.29	3,312.34	7,352.66	10,489.11	15,011.80
长期股权投资	38.72	42.52	42.52	42.52	42.52
固定资产	8,422.96	8,118.14	8,139.51	7,990.99	7,727.52
在建工程	620.82	1,104.53	698.72	467.23	310.34
无形资产	880.38	1,058.59	1,026.87	995.15	963.43
其他	597.17	689.50	590.25	565.35	585.45
非流动资产合计	10,560.04	11,013.28	10,497.87	10,061.23	9,629.25
资产总计	13,065.34	14,325.62	17,850.52	20,550.34	24,641.05
短期借款	937.63	1,267.55	2,000.00	2,000.00	2,000.00
应付票据及应付账款	628.46	1,044.58	1,024.33	1,320.36	1,599.97
其他	1,526.76	1,416.07	1,797.90	1,580.79	2,014.85
流动负债合计	3,092.85	3,728.20	4,822.22	4,901.14	5,614.82
长期借款	1,113.06	494.07	300.00	300.00	300.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	614.64	565.85	790.25	656.92	671.01
非流动负债合计	1,727.70	1,059.93	1,090.25	956.92	971.01
负债合计	4,820.55	4,788.13	5,912.47	5,858.06	6,585.83
少数股东权益	7.52	64.32	61.04	57.46	53.58
股本	2,687.70	2,686.24	2,686.22	2,686.22	2,686.22
资本公积	1,947.58	2,116.06	2,116.06	2,116.06	2,116.06
留存收益	5,759.77	6,963.60	9,190.80	11,948.61	15,315.43
其他	(2,157.80)	(2,292.73)	(2,116.06)	(2,116.06)	(2,116.06)
股东权益合计	8,244.78	9,537.49	11,938.05	14,692.28	18,055.22
负债和股东权益总计	13,065.34	14,325.62	17,850.52	20,550.34	24,641.05

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,345.89	1,823.78	3,799.57	4,137.90	4,483.82
折旧摊销	984.89	986.67	476.16	491.73	502.08
财务费用	129.37	128.11	155.54	159.76	203.87
投资损失	(1.15)	(2.45)	(2.69)	(6.50)	(6.50)
营运资金变动	(1,004.69)	376.26	623.25	(242.90)	910.85
其它	563.02	(194.47)	(3.29)	(3.58)	(3.88)
经营活动现金流	2,017.31	3,117.90	5,048.54	4,536.42	6,090.24
资本支出	1,393.15	1,346.05	(164.39)	213.33	35.91
长期投资	1.47	3.80	0.00	0.00	0.00
其他	(2,296.55)	(2,470.02)	210.42	(345.72)	(74.60)
投资活动现金流	(901.94)	(1,120.17)	46.03	(132.39)	(38.69)
债权融资	2,904.79	2,061.33	2,837.73	2,863.85	2,767.09
股权融资	(0.32)	71.14	21.11	(159.76)	(203.87)
其他	(3,955.53)	(3,731.21)	(3,633.71)	(4,217.82)	(3,980.85)
筹资活动现金流	(1,051.06)	(1,598.73)	(774.87)	(1,513.73)	(1,417.62)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	64.30	398.99	4,319.70	2,890.30	4,633.93

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,305.76	9,644.09	14,139.89	15,976.01	18,533.57
营业成本	6,566.16	6,048.69	7,800.78	9,049.26	10,938.68
营业税金及附加	121.35	125.79	183.82	207.69	240.94
营业费用	129.35	86.93	141.40	143.78	148.27
管理费用	514.41	720.58	1,018.07	1,118.32	1,204.68
研发费用	370.54	412.30	565.60	639.04	741.34
财务费用	111.81	129.42	155.54	159.76	203.87
资产减值损失	(13.96)	(138.35)	(28.28)	(31.95)	(37.07)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.15	2.45	2.69	6.50	6.50
其他	(75.76)	158.81	(72.88)	(79.35)	(75.63)
营业利润	1,580.71	2,097.47	4,373.16	4,762.96	5,162.00
营业外收入	3.65	4.78	4.24	4.79	5.56
营业外支出	16.64	6.09	14.14	15.98	18.53
利润总额	1,567.72	2,096.16	4,363.26	4,751.78	5,149.02
所得税	221.83	272.38	566.98	617.46	669.08
净利润	1,345.89	1,823.78	3,796.29	4,134.32	4,479.94
少数股东损益	(0.54)	(1.58)	(3.29)	(3.58)	(3.88)
归属于母公司净利润	1,346.43	1,825.36	3,799.57	4,137.90	4,483.82
每股收益(元)	0.50	0.68	1.41	1.54	1.67

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	11.07%	3.64%	46.62%	12.99%	16.01%
营业利润	17.16%	32.69%	108.50%	8.91%	8.38%
归属于母公司净利润	11.49%	35.57%	108.15%	8.90%	8.36%
获利能力					
毛利率	29.44%	37.28%	44.83%	43.36%	40.98%
净利率	14.47%	18.93%	26.87%	25.90%	24.19%
ROE	16.35%	19.27%	31.99%	28.27%	24.91%
ROIC	16.35%	19.74%	40.54%	48.79%	54.06%
偿债能力					
资产负债率	36.90%	33.42%	33.12%	28.51%	26.73%
净负债率	29.31%	12.07%	-20.04%	-35.77%	-55.31%
流动比率	0.81	0.89	1.52	2.14	2.67
速动比率	0.59	0.62	1.35	1.86	2.45
营运能力					
应收账款周转率	63.16	44.96	58.65	530.78	-114.23
存货周转率	13.50	11.48	15.42	14.65	14.34
总资产周转率	0.72	0.70	0.88	0.83	0.82
每股指标(元)					
每股收益	0.50	0.68	1.41	1.54	1.67
每股经营现金流	0.75	1.16	1.88	1.69	2.27
每股净资产	3.07	3.53	4.42	5.45	6.70
估值比率					
市盈率	29.53	21.78	10.46	9.61	8.87
市净率	4.83	4.20	3.35	2.72	2.21
EV/EBITDA	5.60	9.26	7.42	6.31	5.00
EV/EBIT	8.21	12.36	8.22	6.95	5.47

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 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