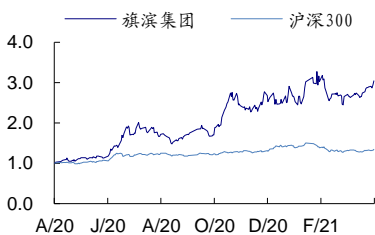


**证券研究报告—动态报告**
**建材**
**玻璃 II**
**旗滨集团(601636)**
**买入**
**2020 年年报&2021 一季报点评**

(维持评级)

2021 年 04 月 30 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	2,686/2,686
总市值/流通(百万元)	39,756/39,756
上证综指/深圳成指	3,475/14,464
12 个月最高/最低(元)	16.00/4.93

**相关研究报告:**

《旗滨集团-601636-重大事件快评: 一季度量价齐升, 业绩大超预期》——2021-04-09  
 《旗滨集团-601636-重大事件快评: 业绩创历史新高, 看好未来成长性》——2021-03-01  
 《旗滨集团-601636-重大事件快评: 拓展光伏玻璃领域, 巩固中长期成长发展》——2020-09-25  
 《旗滨集团-601636-2020 年中报点评: Q2 业绩快速回升, 战略规划积极推进》——2020-08-11  
 《旗滨集团-601636-深度报告: 不坠青云志, 破浪会有时》——2020-07-03

**证券分析师: 黄道立**

电话: 0755-82130685  
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

**证券分析师: 陈颖**

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

**证券分析师: 冯梦琪**

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521040002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**原片景气持续, 深加工有望发力**
**● 全年业绩创新高, 一季度增长延续**

2020 年公司实现营收 96.44 亿, 同增 3.6%, 归母净利润 18.25 亿, 同增 35.6%, 基本 EPS 为 0.6937 元/股, 拟 10 派 3.50 元 (含税), Q4 单季度营收和归母净利润分别为 30.89 亿 (+11.4%) 和 6.16 亿 (+47.0%), 符合此前业绩快报。业绩增长主要受益于下半年玻璃价格持续上涨、原材料价格低位运行等因素。在行业高景气度延续下, 21Q1 实现营收 29.22 亿 (+125.0%), 归母净利润 8.80 亿 (+448.1%)。

**● 盈利能力进一步优化, 现金流大幅增长**

公司全年浮法玻璃销量 1.14 亿重箱, 同比减少 3.95%, 21Q1 销量大增 79%, 我们测算全年箱收入、箱成本、箱毛利分别为 74.08 元 (+2.1 元)、46.5 元 (-4.7 元)、27.58 元 (+6.8 元); 节能玻璃全年销售 2191 万平 (+94.4%), 营收 11.10 亿 (+65.86%), 占总收入比重提升 4.3pct 至 11.5%, 主要受益于前期项目达产程度提升和新增项目投产, 板块毛利率为 33.18% (+3.0pct)。还原运费口径下全年期间费用率为 14.67% (+2.6pct), 主要受薪酬增加、股权激励成本、修理费、汇兑损失等因素所致。2020 年经营性净现金流实现 31.18%, 同比大增 54.6%。截至 21Q1 资产负债率为 32.45%, 较去年末进一步下行 1pct。

**● 深加工项目有序推进, 积极打造业务平台**

公司按照中长期“一体两翼”战略规划, 稳步推进深加工项目, 去年至今, 湖南节能一期、醴陵电子、湖南药玻陆续投产, 长兴节能、天津节能、湖南节能二期、药玻二期、郴州光伏、绍兴光伏建设均有序进行, 同时, 公司确定了郴州光伏和福建药玻产业发展平台, 电子玻璃、药玻项目合伙人跟投已到位, 未来深加工路径清晰明确。

**● 全面发展, 成长可期, 维持“买入”评级**

公司是国内浮法玻璃行业龙头, 目前行业保持高景气运行, 公司有望明显受益。同时, 公司近年来积极完善上游硅砂资源布局 and 推动下游深加工建设, 产品逐步从单一浮法玻璃走向深加工多样化产品, 随着项目建设的持续推进, 未来业绩增长亮点丰富, 预计 21-23 年 EPS 为 1.25/1.46/1.55 元/股, 对应 PE 为 11.8/10.1/9.5x, 维持“买入”评级。

**● 风险提示: 竣工回暖低于预期; 深加工推进不及预期; 汇兑风险。**
**盈利预测和财务指标**

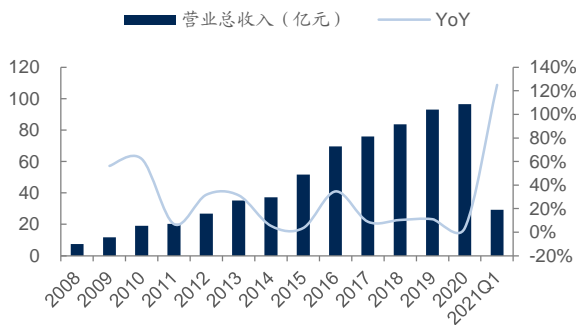
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,306	9,644	14,707	16,369	17,335
(+/-%)	11.1%	3.6%	52.5%	11.3%	5.9%
净利润(百万元)	1346	1825	3371	3924	4175
(+/-%)	11.5%	35.6%	84.7%	16.4%	6.4%
摊薄每股收益(元)	0.50	0.68	1.25	1.46	1.55
EBIT Margin	21.2%	27.6%	29.4%	30.7%	31.0%
净资产收益率(ROE)	16.3%	19.3%	33.3%	36.1%	35.8%
市盈率(PE)	29.5	21.8	11.8	10.1	9.5
EV/EBITDA	15.4	12.4	8.6	7.5	7.0
市净率(PB)	4.83	4.20	3.93	3.66	3.41

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

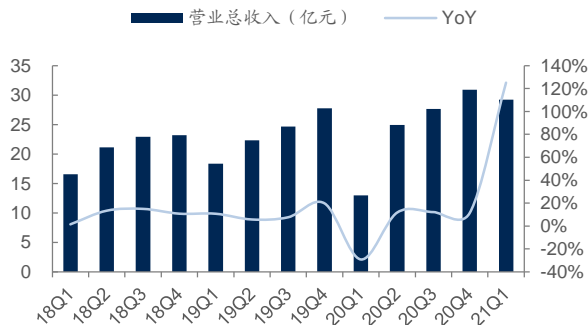
全年业绩创新高,一季度增长延续。2020年公司实现营收96.44亿,同增3.6%,归母净利润18.25亿,同增35.6%,基本EPS为0.6937元/股,拟10派3.50元(含税),Q4单季度营收和归母净利润分别为30.89亿(+11.4%)和6.16亿(+47.0%),符合此前业绩快报。业绩增长主要受益于下半年玻璃价格持续上涨、原材料价格低位运行以及公司各种增收节支措施。在行业高景气度延续下,2021Q1公司实现营收29.22亿,同增125.0%,归母净利润8.80亿,同增448.1%。

图 1: 公司营业收入及同比增速



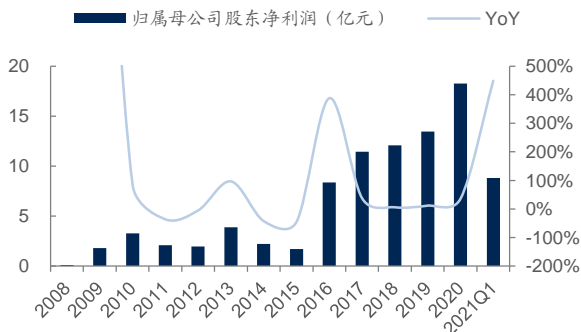
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营业收入及同比增速



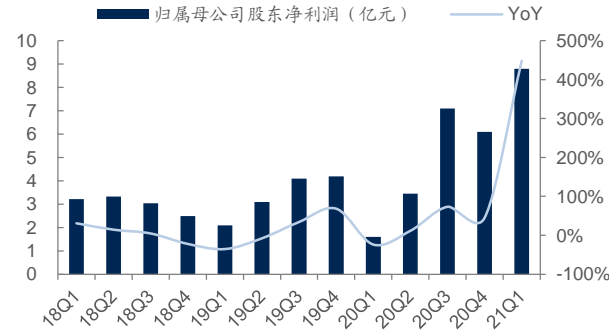
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (19年增速为1664.3%)

图 4: 公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

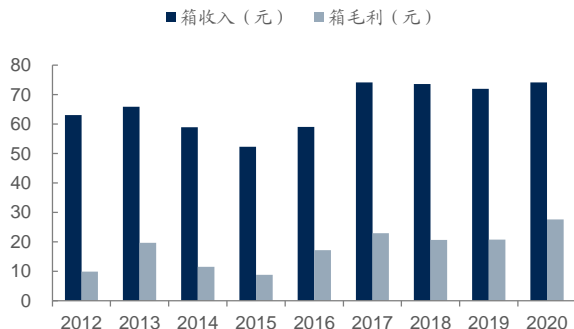
盈利能力进一步优化,现金流大幅增长。公司全年浮法玻璃销量为1.14亿重箱,同比小幅减少3.95%,主要受前期疫情带来的需求影响,我们测算全年箱收入、箱成本、箱毛利分别为74.08元(+2.1元)、46.5元(-4.7元)、27.58元(+6.8元),Q1浮法玻璃销量大增79%,全口径下箱收入、箱成本、箱毛利分别为102.23元(+20.9元)、49.37元(-4.2元)、52.86元(+25.1元);节能玻璃全年销售2191万平米,同增94.4%,板块营收11.10亿,同增65.86%,占总收入比重提升4.3pct至11.5%,主要受益于浙江和马来项目达产程度提升,以及广东二期和湖南一期投入商业化运营,板块毛利率为33.18%(+3.0pct)。还原运费口径下全年期间费用率为14.67%(+2.6pct),其中销售、管理、财务、研发费用率分别为1.59%(+0.2pct)、7.47%(+1.9pct)、1.34%(+0.1pct)和4.9%(+0.3pct),主要受薪酬增加、股权激励成本、修理费、汇兑损失等因素所致。2020年经营性净现金流实现31.18%,同比大增54.6%,今年Q1实现资产负债率32.45%,较去年末进一步下行1pct。

图 5: 公司玻璃原片销量及增速



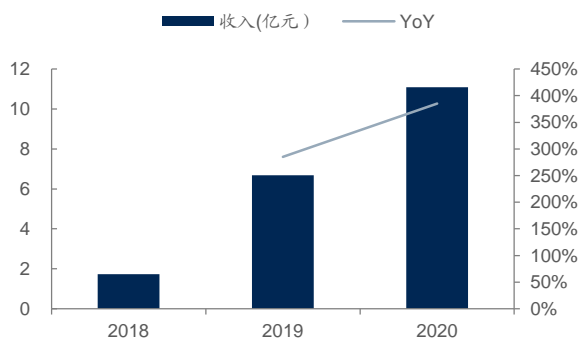
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司箱收入和箱毛利



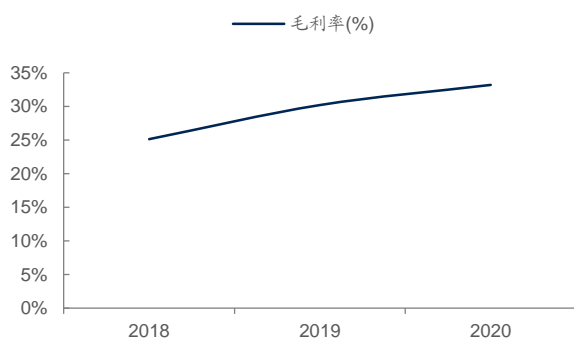
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司节能玻璃收入与增速



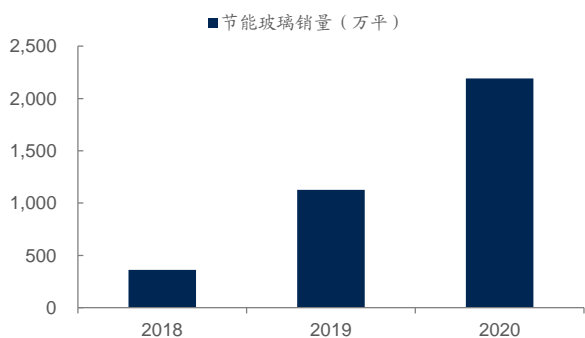
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司节能玻璃毛利率



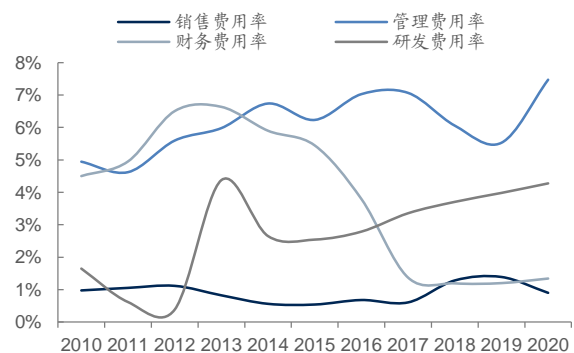
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (13 年增速为 4326.4%)

图 9: 公司节能玻璃销量



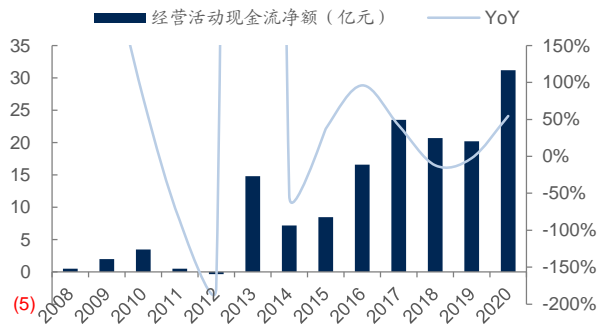
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司期间费用率 (%)



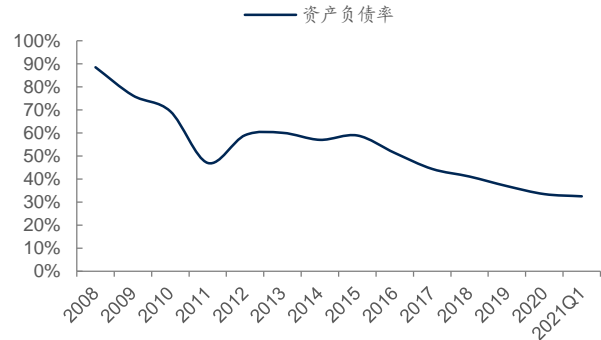
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 公司经营净现金流及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (13 年增速为 4326.4%)

图 12: 公司资产负债率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**深加工项目有序推进, 积极打造业务平台。**公司按照中长期“一体两翼”战略规划, 稳步推进深加工项目, 去年至今, 湖南节能一期、醴陵电子、湖南药玻陆续投产, 长兴节能、天津节能、湖南节能二期、药玻二期、郴州光伏、绍兴光伏建设均有序进行, 同时, 公司确定了郴州光伏和福建药玻产业发展平台, 电子玻璃、药玻项目合伙人跟投已到位, 未来深加工路径清晰明确。

**投资建议: 全面发展, 成长可期, 维持“买入”评级。**公司是国内浮法玻璃行业龙头, 目前行业保持高景气运行, 公司有望明显受益。同时, 公司近年来积极完善上游硅砂资源布局和推动下游深加工建设, 产品逐步从单一浮法玻璃走向深加工多样化产品, 随着项目建设的持续推进, 未来业绩增长亮点丰富, 预计 21-23 年 EPS 为 1.25/1.46/1.55 元/股, 对应 PE 为 11.8/10.1/9.5x, 维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	910	994	1920	2412	营业收入	9644	14707	16369	17335
应收款项	294	365	452	454	营业成本	6049	9016	9903	10470
存货净额	1007	1226	1384	1442	营业税金及附加	126	192	213	226
其他流动资产	822	1350	1449	1563	销售费用	87	118	123	130
<b>流动资产合计</b>	<b>3312</b>	<b>4215</b>	<b>5486</b>	<b>6152</b>	管理费用	721	1056	1106	1134
固定资产	9223	9463	9425	9327	财务费用	129	122	129	129
无形资产及其他	1040	998	957	915	投资收益	2	1	1	1
投资性房地产	708	708	708	708	资产减值及公允价值变动	(138)	50	50	50
长期股权投资	43	45	48	51	其他收入	(299)	(350)	(403)	(463)
<b>资产总计</b>	<b>14326</b>	<b>15429</b>	<b>16625</b>	<b>17154</b>	营业利润	2097	3905	4544	4834
短期借款及交易性金融负债	1567	1800	1800	1800	营业外净收支	(1)	(8)	(8)	(8)
应付款项	1045	1337	1639	1641	<b>利润总额</b>	<b>2096</b>	<b>3897</b>	<b>4536</b>	<b>4826</b>
其他流动负债	1116	1369	1700	1682	所得税费用	272	529	616	655
<b>流动负债合计</b>	<b>3728</b>	<b>4506</b>	<b>5139</b>	<b>5124</b>	少数股东损益	(2)	(3)	(3)	(4)
长期借款及应付债券	494	494	494	494	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1825</b>	<b>3371</b>	<b>3924</b>	<b>4175</b>
其他长期负债	566	254	73	(173)					
<b>长期负债合计</b>	<b>1060</b>	<b>748</b>	<b>567</b>	<b>321</b>					
<b>负债合计</b>	<b>4788</b>	<b>5253</b>	<b>5706</b>	<b>5445</b>					
少数股东权益	64	64	63	62					
股东权益	9473	10112	10856	11647					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14326</b>	<b>15429</b>	<b>16625</b>	<b>17154</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1825	3371	3924	4175
资产减值准备	125	19	0	(1)
折旧摊销	936	932	1029	1091
公允价值变动损失	(138)	(50)	(50)	(50)
财务费用	129	122	129	129
营运资本变动	479	(567)	108	(437)
其它	(126)	(19)	(1)	1
<b>经营活动现金流</b>	<b>3102</b>	<b>3686</b>	<b>5010</b>	<b>4779</b>
资本开支	(1350)	(1100)	(900)	(900)
其它投资现金流	(30)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1384)</b>	<b>(1103)</b>	<b>(903)</b>	<b>(903)</b>
权益性融资	66	0	0	0
负债净变化	(619)	0	0	0
支付股利、利息	(933)	(2732)	(3180)	(3384)
其它融资现金流	1740	233	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(1297)</b>	<b>(2499)</b>	<b>(3180)</b>	<b>(3384)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>421</b>	<b>84</b>	<b>927</b>	<b>492</b>
货币资金的期初余额	488	910	994	1920
货币资金的期末余额	910	994	1920	2412
企业自由现金流	2382	3004	4579	4400
权益自由现金流	3503	3131	4468	4289

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.68	1.25	1.46	1.55
每股红利	0.35	1.02	1.18	1.26
每股净资产	3.53	3.76	4.04	4.34
ROIC	21%	33%	38%	40%
ROE	19%	33%	36%	36%
毛利率	37%	39%	40%	40%
EBIT Margin	28%	29%	31%	31%
EBITDA Margin	37%	36%	37%	37%
收入增长	4%	53%	11%	6%
净利润增长率	36%	85%	16%	6%
资产负债率	34%	34%	35%	32%
息率	2.3%	6.9%	8.0%	8.5%
P/E	21.8	11.8	10.1	9.5
P/B	4.2	3.9	3.7	3.4
EV/EBITDA	12.4	8.6	7.5	7.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032