

旗滨集团 (601636.SH)

单箱盈利创新高，光伏玻璃加速布局

事件: 公司披露 2020 年年报和 2021 年一季报, 2020 年全年和 2021 年一季度分别实现营业总收入 96.44 亿元和 29.22 亿元, 同比分别增长 3.6% 和 125.0%, 分别实现归母净利润 18.25 亿元和 8.80 亿元, 同比增长 35.6% 和 448.1%。公司 2020 年度拟每 10 股派发现金股利 3.5 元 (含税)。

原片价格中枢持续上行, 驱动收入端加速和盈利高增长, 单箱净利创新高。 公司 2020Q4 收入端同比增长 11.4%, 预计主要得益于原片价格的同比上涨, 2021Q1 收入端同比增长 125.0%, 主要得益于去年疫情影响的低基数下销量和价格的大幅增长。测算公司 2020Q4 和 2021Q1 单箱均价分别超过 90 元和接近 100 元, 均为近年来的新高。公司 2020 年全年和 2021Q1 毛利率分别为 37.3% 和 51.7%, 同比分别上升 7.8pct、17.6pct, 考虑到本期运输费用调整计入营业成本, 实际毛利率的提升幅度更大。毛利率的提升主要得益于原片均价的提升, 其中纯碱和石油焦提前的储备使得单位原片成本仍然处在相对低位。测算公司 2020Q4、2021Q1 原片综合单箱净利分别约为 19 元和 30 元, 同比提升约 7 元和 20 元。

费用端总体有所扩张, 但得益于 Q1 销量增长的摊薄, 单位费用基本持平。(1) 公司 2020 年全年单箱销售费用、管理费用、研发费用、财务费用同比分别 -0.3 元、+2.0 元、+0.5 元和 +0.2 元。单箱对应销售费用的减少主要是原计入销售费用的运输费用调整进入营业成本所致。管理费用的增加与修理费、计提业绩奖励及确认的股份支付成本增加所致, 财务费用的增加主要是汇兑损失增加。此外公司 Q4 计提资产减值损失 1.38 亿元。**(2)** 公司 2021 年 Q1 单箱销售费用、管理费用、研发费用、财务费用同比分别 -0.3 元、+2.0 元、+0.5 元和 +0.2 元, 管理费用总额同比增长 176.1%, 主要是业绩奖励增加所致, 此外公司 Q1 财务费用总额同比减少 55.0%, 主要得益于汇兑损失影响的减小以及利息支出的减少。

经营性现金流同步大幅改善, 资本开支持续扩张, 资产负债率显著下降。 公司 2020 年和 2021Q1 经营活动现金净流量分别为 31.18 亿元和 8.72 亿元, 同比分别增长 54.6% 和 464.5%, 基本与盈利的增长同步。同期购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 11.52 亿元和 3.08 亿元, 同比分别增长 58.9% 和 35.9%, 主要与节能玻璃、光伏玻璃等产能扩张、生产线冷修技改等投入所致, 反映公司外延扩张的力度持续增强。公司 2020 年年报及 2021 年一季报资产负债率分别为 33.4% 和 32.4%, 同比分别下降 3.5pct 和 8.4pct。两期带息债务余额分别为 20.61 亿元和 20.57 亿元, 同比分别减少 8.43 亿元和 16.68 亿元。

光伏玻璃加速扩张, 新业务布局有望逐步迎来收获期。 公司公告光伏玻璃新产线投资以及超白石英砂基地建设计划, 累计在建光伏玻璃产能合计 6000t/d, 原材料成本优势有望进一步加强。

投资建议: (1) 中期角度, 供需紧平衡状态难以打破, 下半年旺季刚需以及下游补库拉动下价格有望再创新高。中长期角度, 基于供给端受环保、产业政策、窑龄等多重约束, 我们看好玻璃高景气的韧性有望超预期。(2) 中长期环保将重塑行业成本曲线, 资源是长期超额利润主要来源, 大型企业、优质产能受益。公司凭借资源优势中期盈利中枢提升。(3) 份额提升、产业链延伸潜力可观, 除深加工快速增长外, 光伏玻璃、药用玻璃、电子玻璃持续发力, 且行业竞争力逐步增强, 公司中长期成长亮点十足。(4) 高分红率带来一定安全边际, 同时有望享受成长性带来的估值溢价提升。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 40.0、43.4、45.8 亿元, 对应 10.3、9.5、9.0 倍市盈率, 维持“增持”评级。

风险提示: 宏观政策反复、行业供给超预期增加、原材料价格大幅波动。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	9,306	9,644	13,502	15,212	18,799
增长率 yoy (%)	11.1	3.6	40.0	12.7	23.6
归母净利润 (百万元)	1,346	1,825	4,003	4,336	4,583
增长率 yoy (%)	11.5	35.6	119.3	8.3	5.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.50	0.68	1.49	1.61	1.71
净资产收益率 (%)	16.3	19.1	31.7	29.0	26.4
P/E (倍)	30.6	22.6	10.3	9.5	9.0
P/B (倍)	5.0	4.4	3.3	2.8	2.4

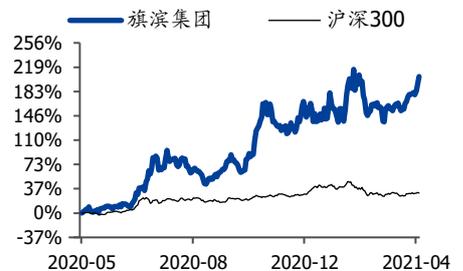
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 4 月 30 日收盘价

增持 (维持)

股票信息

行业	玻璃制造
前次评级	增持
4 月 30 日收盘价(元)	15.36
总市值(百万元)	41,260.29
总股本(百万股)	2,686.22
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	36.00

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号: S0680518030009

邮箱: huangshitao@gszq.com

分析师 石峰源

执业证书编号: S0680519080001

邮箱: shifengyuan@gszq.com

相关研究

- 1、《旗滨集团 (601636.SH): Q1 量价齐升业绩靓丽, 旺季弹性可期》2021-04-09
- 2、《旗滨集团 (601636.SH) G-ESG 评级报告》2021-01-06
- 3、《旗滨集团 (601636.SH): 单季盈利创新高, 多元扩张持续发力》2020-10-29



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2505	3312	3845	4167	4747
现金	488	910	1608	1506	1821
应收票据及应收账款	157	272	279	306	378
其他应收款	21	22	38	29	54
预付账款	112	67	113	121	114
存货	673	1007	771	1169	1344
其他流动资产	1053	1035	1035	1035	1035
非流动资产	10560	11013	13430	16108	18507
长期投资	39	43	48	53	59
固定资产	8423	8118	10068	12339	14353
无形资产	880	1059	1273	1578	1874
其他非流动资产	1218	1794	2040	2137	2221
资产总计	13065	14326	17275	20275	23254
流动负债	3093	3728	3627	4331	4953
短期借款	938	1268	1268	1268	1268
应付票据及应付账款	628	1045	873	1381	1678
其他流动负债	1527	1416	1486	1683	2007
非流动负债	1728	1060	1052	1017	962
长期借款	1113	494	475	436	378
其他非流动负债	615	566	576	580	584
负债合计	4821	4788	4678	5347	5914
少数股东权益	8	64	61	57	53
股本	2688	2686	2686	2686	2686
资本公积	1948	2116	2116	2116	2116
留存收益	3812	4848	6847	9014	11303
归属母公司股东权益	8237	9473	12536	14871	17286
负债和股东权益	13065	14326	17275	20275	23254

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2017	3118	5221	5914	6546
净利润	1346	1824	3999	4333	4579
折旧摊销	985	987	930	1227	1511
财务费用	112	129	108	122	150
投资损失	-1	-2	-2	-1	-2
营运资金变动	-528	62	245	261	337
其他经营现金流	104	119	-60	-27	-30
投资活动现金流	-902	-1120	-3274	-3874	-3874
资本支出	725	1152	2329	2639	2355
长期投资	9	0	-6	-5	-6
其他投资现金流	-168	31	-951	-1240	-1524
筹资活动现金流	-1051	-1599	-1248	-2142	-2357
短期借款	447	330	0	0	0
长期借款	-370	-619	-19	-39	-59
普通股增加	-1	-1	0	0	0
资本公积增加	56	168	0	0	0
其他筹资现金流	-1183	-1477	-1229	-2103	-2298
现金净增加额	62	402	698	-102	315

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9306	9644	13502	15212	18799
营业成本	6566	6049	6933	8147	11057
营业税金及附加	121	126	172	194	239
营业费用	129	87	88	88	90
管理费用	514	721	1081	1138	1347
研发费用	371	412	552	622	768
财务费用	112	129	108	122	150
资产减值损失	-14	-138	-110	-76	-75
其他收益	120	118	149	168	208
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	2	2	1	2
资产处置收益	-15	-1	0	0	0
营业利润	1581	2097	4597	4981	5264
营业外收入	4	5	5	5	5
营业外支出	17	6	3	3	3
利润总额	1568	2096	4599	4983	5266
所得税	222	272	600	650	687
净利润	1346	1824	3999	4333	4579
少数股东损益	-1	-2	-3	-4	-4
归属母公司净利润	1346	1825	4003	4336	4583
EBITDA	2668	3165	5584	6255	6818
EPS (元)	0.50	0.68	1.49	1.61	1.71

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	11.1	3.6	40.0	12.7	23.6
营业利润(%)	17.2	32.7	119.2	8.3	5.7
归属于母公司净利润(%)	11.5	35.6	119.3	8.3	5.7
获利能力					
毛利率(%)	29.4	37.3	48.7	46.4	41.2
净利率(%)	14.5	18.9	29.6	28.5	24.4
ROE(%)	16.3	19.1	31.7	29.0	26.4
ROIC(%)	12.3	15.7	27.1	25.3	23.5
偿债能力					
资产负债率(%)	36.9	33.4	27.1	26.4	25.4
净负债比率(%)	36.4	17.7	6.2	5.8	3.0
流动比率	0.8	0.9	1.1	1.0	1.0
速动比率	0.3	0.4	0.6	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.9	0.8	0.9
应收账款周转率	63.2	45.0	49.0	52.0	55.0
应付账款周转率	8.5	7.2	7.2	7.2	7.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.68	1.49	1.61	1.71
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	1.16	1.94	2.20	2.44
每股净资产(最新摊薄)	3.07	3.53	4.67	5.54	6.44
估值比率					
P/E	30.6	22.6	10.3	9.5	9.0
P/B	5.0	4.4	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	16.5	13.5	7.5	6.7	6.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 4 月 30 日收盘价

内容目录

事件.....	4
点评.....	4
投资建议.....	6
风险提示.....	7

图表目录

图表 1: 公司半年度单位重箱毛利和净利测算.....	5
图表 2: 公司资产负债率呈下行趋势.....	5
图表 3: 公司带息债务余额同比压缩.....	5
图表 4: 全国建筑玻璃原片价格同比大幅上涨.....	6
图表 5: 卓创统计的厂商库存仍处在历史较低水平.....	6

事件

公司披露 2020 年年报和 2021 年一季报，2020 年全年和 2021 年一季度分别实现营业收入 96.44 亿元和 29.22 亿元，同比分别增长 3.6%和 125.0%，分别实现归母净利润 18.25 亿元和 8.80 亿元，同比分别增长 35.6%和 448.1%。公司 2020 年度拟每 10 股派发现金股利 3.5 元（含税）。

点评

1. 原片价格中枢持续上行，驱动收入端加速和盈利高增长，单箱净利创新高

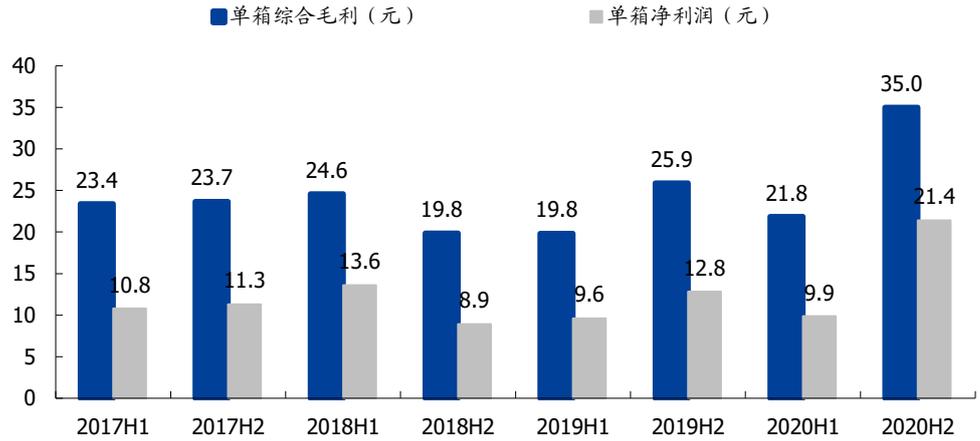
受益于赶工以及较强的刚需释放，在前期低库存基础上，2020 年 Q4 原片价格大幅走高。虽然春节前后的淡季原片价格有所回落，但在节后玻璃市场在较强开工需求、下游强劲补库需求的拉动下，节后价格延续了较强的上行趋势。公司 2020Q4 收入端同比增长 11.4%，预计主要得益于原片价格的同比上涨，2021Q1 收入端同比增长 125.0%，主要得益于去年疫情影响的低基数下销量和价格的大幅增长。我们测算公司 2020Q4 和 2021Q1 单箱均价分别超过 90 元和接近 100 元，均为近年来的新高，其中 Q1 原片销量在产销率大幅提升之下预计有 80%的增长。公司 2020 年全年和 2021Q1 毛利率分别为 37.3%和 51.7%，同比分别上升 7.8pct、17.6pct，考虑到本期运输费用调整计入营业成本，实际毛利率的提升幅度更大。毛利率的提升主要得益于原片均价的提升，此外预计 2021Q1 单箱成本环比 2020Q4 也有减少，其中纯碱和石油焦提前的储备使得单位原片成本仍然处在相对低位。我们测算公司 2020Q4、2021Q1 原片综合单箱净利分别约为 19 元和 30 元，同比提升约 7 元和 20 元，Q1 单箱净利也是近年来新高。

2. 费用端总体有所扩张，但得益于 Q1 销量增长的摊薄，单位费用基本持平。

公司 2020 年全年单箱期间费用为 11.9 元，同比增加 2.4 元，其中单箱销售费用、管理费用、研发费用、财务费用分别为 0.8 元、6.3 元、3.6 元和 1.1 元，同比分别-0.3 元、+2.0 元、+0.5 元和+0.2 元。单箱对应销售费用的减少主要是原计入销售费用的运输费用调整进入营业成本所致，实际销售费用波动不大。单箱对应管理费用的增加与修理费、计提业绩奖励及确认的股份支付成本增加所致，影响较大的分项主要是职工薪酬（同比+7802 万元）和职工薪酬（同比+8919 万元）。财务费用的增加主要是汇兑损失增加 3229 万元所致。此外公司 Q4 计提资产减值损失 1.38 亿元，主要是漳州旗滨储油资产和醴陵旗滨配套处置的淘汰及处置，影响报告期内盈利。

公司 2021 年 Q1 单箱对应期间费用为 17.0 元，同比增加 0.5 元，其中单箱销售费用、管理费用、研发费用、财务费用分别为 0.8 元、6.3 元、3.6 元和 1.1 元，同比分别-0.3 元、+2.0 元、+0.5 元和+0.2 元。单箱对应销售费用的变动主要也是受到运费调整的影响，而管理费用总额同比增长 176.1%至 2.91 亿元，主要是利润增长背景下公司业绩奖励增加所致，但在期间原片大幅增长的摊薄之下对单箱期间费用的影响较小。此外公司 Q1 财务费用总额同比减少 55.0%，主要得益于汇兑损失影响的减小以及利息支出的减少。

图表 1: 公司半年度单位重箱毛利和净利测算



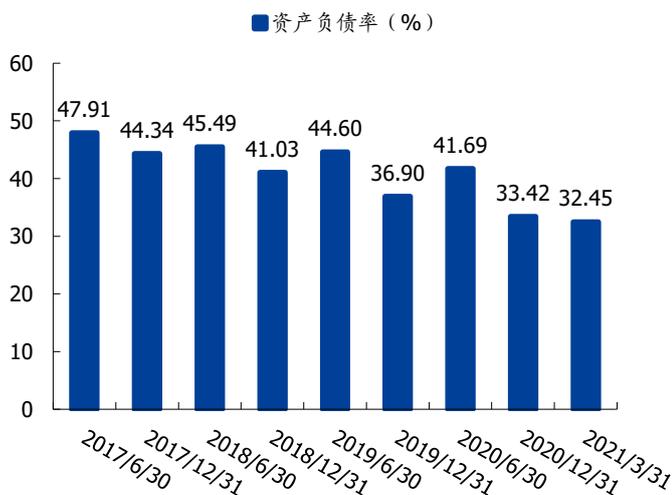
资料来源: Wind、公司定期报告、国盛证券研究所

3. 经营性现金流同步大幅改善, 资本开支持续扩张, 资产负债率显著下降。

公司 2020 年和 2021Q1 经营活动现金净流量分别为 31.18 亿元和 8.72 亿元, 同比分别增长 54.6%和 464.5%, 基本与盈利的增长同步。同期的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 11.52 亿元和 3.08 亿元, 同比分别增长 58.9%和 35.9%, 主要与节能玻璃、光伏玻璃等产能扩张、生产线冷修技改等投入所致, 反映公司外延扩张的力度持续增强。

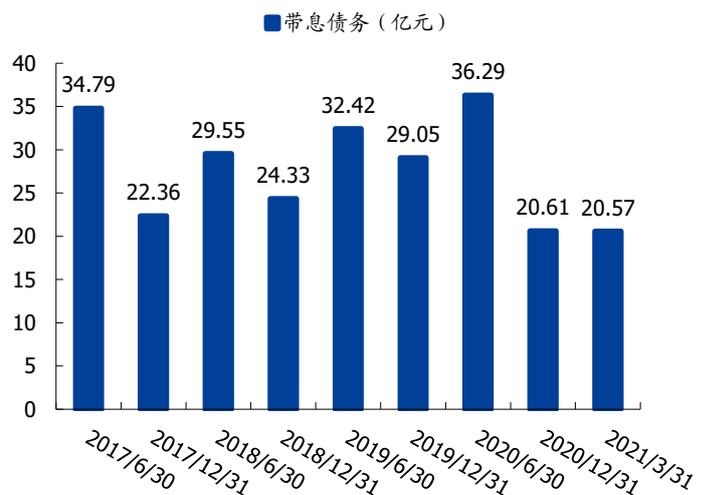
盈利高增长推动公司资产负债率显著下降。虽然近年公司维持高分红比例, 且资本性支出维持增长的趋势, 但得益于原片盈利弹性, 公司 2020 年年报及 2021 年一季报资产负债率分别为 33.4%和 32.4%, 同比分别下降 3.5pct 和 8.4pct。两期带息债务余额分别为 20.61 亿元和 20.57 亿元, 同比分别减少 8.43 亿元和 16.68 亿元, 其中长期借款余额的压缩较为明显, 反映公司资产负债表也在持续优化, 也支撑公司持续高分红。公司本期可转债发行后, 有望进一步增强其资本实力、优化资本结构。

图表 2: 公司资产负债率呈下行趋势



资料来源: Wind、公司公告、国盛证券研究所

图表 3: 公司带息债务余额同比压缩



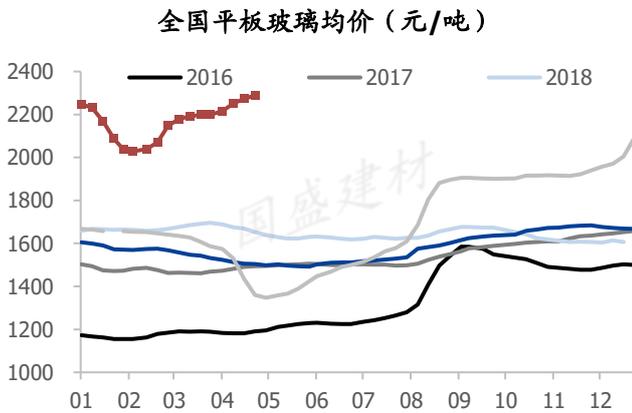
资料来源: Wind、公司公告、国盛证券研究所

4. 下半年原片价格有望创新高，公司盈利弹性有望持续显现

尽管行业盈利处历史新高，但新增供给释放受到产业政策、环保等因素更为严格约束，后续行业开工率提升节奏仍然较缓且空间有限。从需求端来看，新房竣工需求有存量施工体量支撑预计能延续较强韧性，而存量房更新也有望贡献需求增量，中期玻璃终端使用的刚需仍将有较好的支撑，行业供需紧平衡难以打破，景气有望持续超预期。

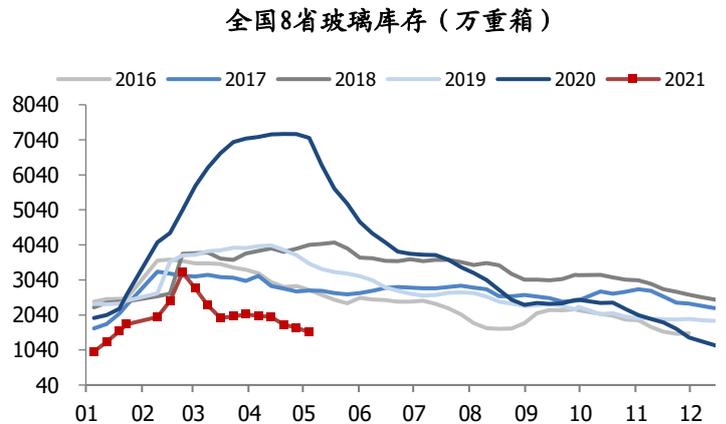
短期在厂商库存较低以及社会库存去化较好的背景下，随着旺季刚需释放，玻璃价格呈现温和上涨的态势，后续淡季价格回落幅度也大概率显著小于季节性规律。此外，我们判断在下半年传统旺季刚需释放叠加下游贸易商、加工厂较强补库需求的拉动下，旺季玻璃原片价格具备强弹性，有望创新高。我们预计公司原片季度单箱净利也有望延续上行趋势。

图表 4: 全国建筑玻璃原片价格同比大幅上涨



资料来源: 玻璃期货网、国盛证券研究所

图表 5: 卓创统计的厂商库存仍处在历史较低水平



资料来源: 卓创资讯、国盛证券研究所

5. 光伏玻璃加速扩张，新业务布局有望逐步迎来收获期

公司公告光伏玻璃新产线投资以及超白石英砂基地建设计划。(1)光伏玻璃生产线方面，公司拟投资 13.35 亿元于福建东山基地新建 1200t/d 生产线，拟投资 29.89 亿元于浙江宁海建设 2 条 1200t/d 生产线及配套码头。结合此前公司在郴州和绍兴两条 1200t/d 新建玻璃生产线，目前公司在建光伏玻璃产能合计 6000t/d，加上当前浮法生产线拟转产产能，公司光伏玻璃产能有望超过 8000t/d，对应超过 5 亿平年产能。其中转产浮法产线以及郴州、绍兴两条 1200t/d 生产线有望于年内达产贡献收入。(2) 石英砂资源方面，公司拟投资 4.64 亿元于湖南资兴获取石英砂采矿权并建设年产 57.6 万吨的超白石英砂基地，结合此前公司在石英砂资源特别是超白石英砂资源的前瞻储备，原材料方面的成本优势有望进一步加强。

此外公司醴陵电子玻璃业务已商业化运营，电子玻璃产品的市场占有率和品牌效应稳步提升，中性硼硅药用玻璃项目建设有序推进。2020 年电子玻璃子公司略有亏损，今年随着产品市场开拓的推进，盈利能力有望改善。

投资建议

(1) 中期角度，供需紧平衡状态难以打破，下半年旺季刚需以及下游补库拉动下价格有望再创新高。中长期角度，基于供给端受环保、产业政策、窑龄等多重约束，我们看好玻璃高景气的韧性有望超预期。(2) 中长期环保将重塑行业成本曲线，资源是长期超额

利润主要来源，大型企业、优质产能受益。公司凭借资源优势中期盈利中枢提升。(3) 份额提升、产业链延伸潜力可观，除深加工快速增长外，光伏玻璃、药用玻璃、电子玻璃持续发力，且行业竞争力逐步增强，公司中长期成长亮点十足。(4) 高分红率带来一定安全边际，同时有望享受成长性带来的估值溢价提升。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 40.0、43.4、45.8 亿元，对应 10.3、9.5、9.0 倍市盈率，维持“增持”评级。

风险提示

宏观政策反复、行业供给超预期增加、原材料价格大幅波动。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com