

公司研究

玻璃价格仍将高位运行，关注公司成长突围

——旗滨集团（601636.SH）2021年三季度报点评

买入（维持）

当前价：17.00元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebsecn.com

联系人：高鑫

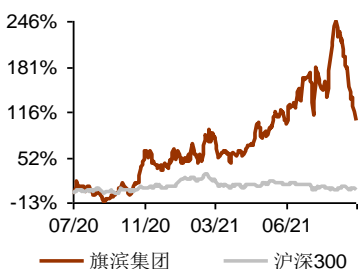
021-52523872

xingao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	26.86
总市值(亿元):	456.66
一年最低/最高(元):	7.86/28.93
近3月换手率:	149.95%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-24.98	-7.44	86.34
绝对	-26.09	-11.27	92.64

资料来源：Wind

要点

事件：

公司发布21年第三季度报告，前三季度实现营业收入107.66亿元，同增64.24%；归母净利润36.58亿元，同增200.85%；扣非归母净利润35.90亿元，同增215.15%。单三季度，公司营收39.86亿元，同增44.17%；归母净利润14.65亿元，同增106.40%。

点评：

受益三季度浮法玻璃价格继续上涨，公司单季度盈利创历史新高。2021Q3全国浮法玻璃均价为3006元/吨，同比增长79%，环比增长18%。公司单Q3毛利率达到57.51%，同比提升14.9pct，环比提升3.39pct；单Q3净利率达到36.74%，同比提升11.07pct，环比提升2.88pct。

进入传统旺季以后，浮法玻璃市场并未“旺季更旺”，反而因需求下滑出现持续累库、价格松动的现象，不过当前价格仍处于高位。根据隆众资讯数据，截至2021年9月30日，全国样本企业总库存为3476万重箱，环比8月月底上涨44.67%；浮法玻璃均价为2967元/吨，较年内高点小幅回落。我们分析原因如下：1) 由于大宗商品价格上涨幅度较大，且受制资金压力，地产施工或再度出现放缓；2) 地产产业链资金紧张，下游深加工主动降低订单饱和度，规避风险；3) 能耗双控、限电限产，影响下游开工率。

我们再次明确房地产竣工修复周期仍在，需求只是放缓而非消失，制约需求释放的因素有望消退。房地产未来融资环境有望迎来边际改善，在拿地需求降低、交房刚性约束下，施工项目将继续推进，并且相关资金在一定程度上也能有所保障，有利于需求的恢复。此外，需求的延后也将对22年玻璃价格带来支撑，反而进一步延长玻璃景气周期。

玻璃原燃料价格继续攀升，盈利能力暂时承压，不过从成本传导角度分析，待需求向好，玻璃价格仍有较强提涨预期，可有效对冲生产成本的上涨。2021Q3，全国重质纯碱均价为2400元/吨，截至2021年10月11日，已达3500元/吨，另外天然气、石油焦等燃料产品价格亦在上调，玻璃成本增加较为明显。

旗滨集团积极进行成长突围，找寻企业新一轮增长曲线。公司已开始进行超白浮法玻璃应用于光伏组件面板的尝试，如若成功，浮法资产有望迎来价值重估。此外，公司不断在光伏、节能、电子、医药玻璃等方面进行业务拓展，上述领域均属成长性赛道，均有较好的发展前景，相关代表企业估值水平平均高于传统浮法企业。

盈利预测、估值与评级：浮法玻璃行业仍将维持高景气，同时公司已开始进行超白浮法应用光伏组件面板的尝试，我们看好公司在光伏、节能、电子、医药玻璃等方面业务的拓展，未来具备较高成长潜力。我们维持公司 21-23 年 EPS 分别为 1.88、1.80 和 1.75 元，维持“买入”评级。

风险提示：浮法玻璃价格下跌、浮法玻璃应用光伏组件面板进展不及预期、投建项目拓展不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9,306	9,644	15,157	17,496	19,442
营业收入增长率	11.07%	3.64%	57.17%	15.43%	11.12%
净利润（百万元）	1,346	1,825	5,045	4,829	4,695
净利润增长率	11.49%	35.57%	176.40%	-4.28%	-2.78%
EPS（元）	0.50	0.68	1.88	1.80	1.75
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.35%	19.27%	37.16%	32.46%	28.99%
P/E	33.9	25.0	9.1	9.5	9.7
P/B	5.5	4.8	3.4	3.1	2.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-11

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,306	9,644	15,157	17,496	19,442
营业成本	6,566	6,049	7,350	9,648	11,486
折旧和摊销	927	936	925	1,022	1,092
税金及附加	121	126	198	228	254
销售费用	129	87	136	157	175
管理费用	514	721	1,213	1,400	1,555
研发费用	371	412	682	787	875
财务费用	112	129	-58	-70	-69
投资收益	1	2	0	0	0
营业利润	1,581	2,097	5,798	5,550	5,396
利润总额	1,568	2,096	5,797	5,549	5,394
所得税	222	272	753	721	701
净利润	1,346	1,824	5,044	4,828	4,693
少数股东损益	-1	-2	-2	-2	-2
归属母公司净利润	1,346	1,825	5,045	4,829	4,695
EPS(元)	0.50	0.68	1.88	1.80	1.75

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,017	3,118	6,079	5,935	5,851
净利润	1,346	1,825	5,045	4,829	4,695
折旧摊销	927	936	925	1,022	1,092
净营运资金增加	554	-470	383	79	60
其他	-811	827	-275	5	3
投资活动产生现金流	-902	-1,120	-1,700	-1,225	-1,200
净资本支出	-714	-1,141	-1,700	-1,200	-1,200
长期投资变化	39	43	0	0	0
其他资产变化	-227	-22	0	-25	0
融资活动现金流	-1,051	-1,599	-2,149	-3,461	-3,310
股本变化	-1	-1	0	0	0
债务净变化	472	-843	-1,268	0	0
无息负债变化	-919	811	569	636	521
净现金流	62	402	2,230	1,249	1,341

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	29.4%	37.3%	51.5%	44.9%	40.9%
EBITDA 率	29.3%	36.2%	44.1%	37.2%	33.1%
EBIT 率	18.7%	26.0%	38.0%	31.4%	27.5%
税前净利润率	16.8%	21.7%	38.2%	31.7%	27.7%
归母净利润率	14.5%	18.9%	33.3%	27.6%	24.1%
ROA	10.3%	12.7%	28.4%	24.6%	21.8%
ROE (摊薄)	16.3%	19.3%	37.2%	32.5%	29.0%
经营性 ROIC	13.2%	19.2%	40.2%	37.5%	36.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	37%	33%	23%	24%	24%
流动比率	0.81	0.89	1.96	2.09	2.25
速动比率	0.59	0.62	1.56	1.65	1.79
归母权益/有息债务	2.84	4.60	17.11	18.74	20.40
有形资产/有息债务	4.11	6.29	20.40	22.62	24.71

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	13,065	14,326	17,731	19,664	21,499
货币资金	488	910	3,139	4,388	5,729
交易性金融资产	250	280	280	280	280
应收帐款	115	140	215	248	276
应收票据	43	132	212	245	272
其他应收款 (合计)	21	22	35	40	44
存货	673	1,007	1,225	1,610	1,916
其他流动资产	803	755	755	755	755
流动资产合计	2,505	3,312	5,943	7,673	9,400
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	39	43	43	43	43
固定资产	8,422	8,118	9,018	9,163	9,073
在建工程	600	1,096	644	403	331
无形资产	871	1,040	1,217	1,391	1,561
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	354	388	388	388	388
非流动资产合计	10,560	11,013	11,788	11,991	12,099
总负债	4,821	4,788	4,090	4,726	5,247
短期借款	938	1,268	0	0	0
应付账款	545	975	1,185	1,556	1,852
应付票据	83	69	73	96	115
预收账款	63	0	0	0	0
其他流动负债	-6	15	15	15	15
流动负债合计	3,093	3,728	3,030	3,666	4,187
长期借款	1,113	494	494	494	494
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	588	536	536	536	536
非流动负债合计	1,728	1,060	1,060	1,060	1,060
股东权益	8,245	9,537	13,641	14,938	16,252
股本	2,688	2,686	2,686	2,686	2,686
公积金	2,512	2,776	3,280	3,459	3,459
未分配利润	3,247	4,188	7,788	8,908	10,224
归属母公司权益	8,237	9,473	13,578	14,877	16,192
少数股东权益	8	64	63	61	60

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.39%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%
管理费用率	5.53%	7.47%	8.00%	8.00%	8.00%
财务费用率	1.20%	1.34%	-0.38%	-0.40%	-0.36%
研发费用率	3.98%	4.28%	4.50%	4.50%	4.50%
所得税率	14%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.30	0.35	1.31	1.26	1.22
每股经营现金流	0.75	1.16	2.26	2.21	2.18
每股净资产	3.06	3.53	5.05	5.54	6.03
每股销售收入	3.46	3.59	5.64	6.51	7.24

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	33.9	25.0	9.1	9.5	9.7
PB	5.5	4.8	3.4	3.1	2.8
EV/EBITDA	18.3	13.8	6.7	6.7	6.6
股息率	1.8%	2.1%	7.7%	7.4%	7.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE