



买入 (维持)

所属行业: 建筑材料/玻璃制造
当前价格(元): 17.00
合理区间(元): 24.18-26.04

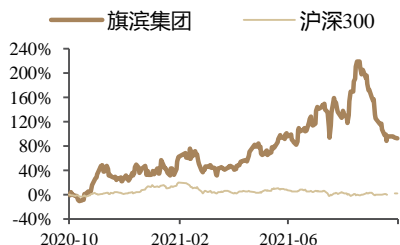
证券分析师

闫广

资格编号: S0120521060002

邮箱: yanguang@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-29.48	-14.95	-9.95
相对涨幅(%)	-27.94	-12.83	-7.32

资料来源: 德邦证券研究所, 聚源数据

相关研究

- 1.《旗滨集团(601636.SH): 浮法业务高弹性, 产业链延伸打开未来成长空间》, 2021.8.20
- 2.《建材中期策略报告-聚焦地产竣工周期, 把握消费建材集中度提升》, 2021.8.18
- 3.《旗滨集团: 厚积薄发, 再攀高峰》, 2021.7.12

旗滨集团(601636.SH): 浮法业绩高速增长, 静待新业务突破性进展

投资要点

事件: 公司2021年前三季度实现营收107.66亿元(+64.24%), 归母净利润为36.58亿元(+200.85%), 扣非归母净利润35.9亿元(+215.15%); 其中Q3实现营收39.86亿元(+44.17%), 归母净利润为14.65亿元(+106.4%), 扣非归母净利润为14.44亿元(+112.79%)。

点评:

Q3 价格继续上涨, 业绩表现亮眼。 我们测算, 公司三季度浮法玻璃销量在2700万重箱以上, 同比回落约500万重箱, 一方面是去年疫情后行业去库存, 基数较高所致; 另一方面, 8-9月份随着局部疫情反复以及地产负面信息增多, 下游提货速度放缓, 同时公司8月底有一条生产线进入冷修; 从价格端来看, 地产竣工需求强劲, 新增供给愈发困难, 行业供需格局稳中向好, 库存持续低位运行, 三季度浮法价格继续上涨, 21Q3全国均价约2970元/吨, 环比增长约18.1%; 全营收口径计算, 公司三季度均价约147元/重箱, 同比增长70.4%, 价格持续上涨推升盈利水平, Q3公司平均箱净利约54元/重箱, 创历史新高。我们认为, 四季度进入年前赶工期, 竣工周期下需求仍有支撑, 同时随着纯碱、石油焦、天然气等原燃料价格不断上涨, 成本支撑下价格易涨难跌, Q4业绩有望继续维持高位。

现金流充沛, 支撑产业链快速扩张。 报告期末, 公司经营性净现金流为39.39亿元, 同比增长141.27%, 其中Q3经营性净现金流为15.59亿元, 同比增长44.92%; 公司现金流十分充沛, 一方面保障各项业务稳步推进, 支撑产业链快速扩张; 另一方面, 公司过去三年都维持高分红比例回馈股东, 充足的现金流支撑高分红。公司可转债募投项目长兴节能玻璃、天津节能玻璃基地以及湖南节能玻璃二期建设将陆续投产, 节能玻璃业务保持快速增长, 盈利水平也稳步提升; 根据住建部公布的《绿色建筑创建行动方案》, 到2022年当年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到70%, 同时2021年老旧小区改造5.3万个(同增35.9%), 未来建筑节能玻璃需求旺盛, 随着公司产能逐步释放, 市占率将进一步提升。

光伏产能加速扩产, 预计到23年产能将达到8500吨/天。 近期随着纯碱、天然气等原燃料成本上涨, 光伏玻璃价格有所回升, 3.2mm(镀膜)回升至26-27元/平米, 2mm(镀膜)价格回升至20-21元/平米; 我们认为, 今年以来光伏玻璃价格高开低走, 价格基本降至小厂成本线, 一定程度遏制行业无序扩张, 有利于行业规范化发展; 中期来看, 在“碳达峰、碳中和”目标指引下, 未来光伏行业有望保持快速发展, 预计“十四五”期间全球年均新增装机量达到210-260GW, 同时随着双玻组件渗透率不断提升, 光伏玻璃的需求将维持高增长; 而龙头公司拥有资金、渠道及成本等优势, 更有利于产能扩张快速抢占市场份额; 旗滨集团通过转产及新建生产线快速提升光伏玻璃产能, 未来公司将在湖南郴州、福建漳州以及浙江绍兴、浙江宁波共新建5条1200吨/天的生产线并配套深加工生产线, 进一步扩大光伏玻璃产能, 目前公司已经跟隆基开展合作, 预计到2023年末公司光伏玻璃产能将达到8500吨/天。在快速成长的光伏赛道, 随着公司产能释放, 将为公司带来新的业绩增长点。

新业务有望突破, 打开未来成长空间。 公司电子玻璃技术路径基本实现突破, 当前积极拓展下游渠道, 21H2有望实现商业化放量, 并且二期项目已经启动建设; 同时中性硼硅药用玻璃一期已经于21年1月末投产, 随着技术瓶颈的突破以及产品的问世, 产能扩张也有望加速; 电子玻璃与中性硼硅管国产替代空间广阔, 公司依托资源、渠道、成本等优势有望异军突起, 未来产品结构将更加优化, 高端产品提升公司竞争壁垒, 整体估值有望抬升。

推出第三期员工持股计划，彰显中长期发展信心。近期公司推出第三期员工持股计划（根据2019年推出中长期发展计划，拟定2019-2024年滚动实施6期员工持股计划，各期计划相互独立），此次员工持股计划覆盖员工总数及金额（629人，2.35亿元）较第一期（416人，0.14亿）、第二期（510人，0.93亿）均明显提升，员工持股计划将员工与公司利益绑定，将进一步调动员工积极性，彰显中长期发展信心。

投资建议：公司浮法业务推升业绩弹性，产业链延伸打开未来成长性，维持2021-2023年公司业绩分别为49.9、57.4和68.2亿元，对应EPS分别为1.86、2.14和2.54元，对应PE估值分别为9.16、7.95和6.7倍；维持“买入”评级，目标价区间为24.18-26.04元。

风险提示：原材料持续涨价，成本压力加剧；地产投资大幅低于预期；新业务拓展进度不及预期；环保监管放松，产能退出进度不及预期。

股票数据	
总股本(百万股):	2,686.22
流通A股(百万股):	2,686.22
52周内股价区间(元):	7.95-28.17
总市值(百万元):	45,665.69
总资产(百万元):	19,004.36
每股净资产(元):	4.57

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,306	9,644	14,831	19,218	22,821
(+/-)YOY(%)	11.1%	3.6%	53.8%	29.6%	18.7%
净利润(百万元)	1,346	1,825	4,986	5,742	6,819
(+/-)YOY(%)	11.5%	35.6%	173.1%	15.2%	18.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.50	0.68	1.86	2.14	2.54
毛利率(%)	29.4%	37.3%	50.9%	47.5%	46.9%
净资产收益率(%)	16.3%	19.3%	34.5%	28.4%	25.2%

资料来源：公司年报（2019-2020），德邦证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.68	1.86	2.14	2.54
每股净资产	3.53	5.38	7.52	10.06
每股经营现金流	1.16	2.21	2.57	2.93
每股股利	0.35	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	18.84	9.16	7.95	6.70
P/B	3.63	3.16	2.26	1.69
P/S	4.74	3.08	2.38	2.00
EV/EBITDA	10.98	7.17	6.08	4.87
股息率%	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	37.3%	50.9%	47.5%	46.9%
净利润率	18.9%	33.6%	29.9%	29.9%
净资产收益率	19.3%	34.5%	28.4%	25.2%
资产回报率	12.7%	24.7%	21.3%	19.7%
投资回报率	16.9%	29.3%	25.1%	22.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	3.6%	53.8%	29.6%	18.7%
EBIT 增长率	40.3%	150.9%	16.0%	17.6%
净利润增长率	35.6%	173.1%	15.2%	18.7%
偿债能力指标				
资产负债率	33.4%	27.9%	24.9%	21.8%
流动比率	0.9	1.9	2.0	2.4
速动比率	0.6	1.5	1.5	2.0
现金比率	0.2	1.0	1.1	1.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	5.3	5.3	5.3	5.3
存货周转天数	60.7	60.7	60.7	60.7
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	1.2	1.3	1.2	1.2

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,825	4,986	5,742	6,819
少数股东损益	-2	-4	-5	-6
非现金支出	1,129	685	714	699
非经营收益	78	80	88	91
营运资金变动	87	182	359	262
经营活动现金流	3,118	5,929	6,898	7,866
资产	-1,141	-3,983	-5,494	-4,693
投资	3	0	0	0
其他	18	3	4	5
投资活动现金流	-1,120	-3,981	-5,490	-4,688
债权募资	2,869	-1,218	80	90
股权募资	66	0	0	0
其他	-4,534	1,413	-97	-101
融资活动现金流	-1,599	196	-17	-11
现金净流量	402	2,144	1,392	3,167

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 11 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	9,644	14,831	19,218	22,821
营业成本	6,049	7,284	10,097	12,128
毛利率%	37.3%	50.9%	47.5%	46.9%
营业税金及附加	126	193	251	298
营业税金率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	87	134	173	206
营业费用率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	721	964	1,343	1,539
管理费用率%	7.5%	6.5%	7.0%	6.7%
研发费用	412	612	808	951
研发费用率%	4.3%	4.1%	4.2%	4.2%
EBIT	2,250	5,644	6,547	7,700
财务费用	129	87	97	101
财务费用率%	1.3%	0.6%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-138	-57	-87	-72
投资收益	2	3	4	5
营业利润	2,097	5,688	6,604	7,815
营业外收支	-1	5	7	7
利润总额	2,096	5,693	6,611	7,822
EBITDA	3,236	6,271	7,175	8,328
所得税	272	711	874	1,009
有效所得税率%	13.0%	12.5%	13.2%	12.9%
少数股东损益	-2	-4	-5	-6
归属母公司所有者净利润	1,825	4,986	5,742	6,819

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	910	3,054	4,445	7,612
应收账款及应收票据	272	418	542	643
存货	1,007	1,212	1,680	2,018
其它流动资产	1,124	1,150	1,191	1,221
流动资产合计	3,312	5,833	7,858	11,494
长期股权投资	43	43	43	43
固定资产	8,118	11,435	15,951	19,751
在建工程	1,105	931	1,029	1,059
无形资产	1,040	1,210	1,379	1,548
非流动资产合计	11,013	14,316	19,101	23,099
资产总计	14,326	20,149	26,958	34,593
短期借款	1,268	0	0	0
应付票据及应付账款	1,045	1,258	1,744	2,094
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,416	1,762	2,268	2,650
流动负债合计	3,728	3,020	4,012	4,745
长期借款	494	544	624	714
其它长期负债	566	2,066	2,066	2,066
非流动负债合计	1,060	2,610	2,690	2,780
负债总计	4,788	5,630	6,702	7,525
实收资本	2,686	2,686	2,686	2,686
普通股股东权益	9,473	14,459	20,201	27,020
少数股东权益	64	60	55	49
负债和所有者权益合计	14,326	20,149	26,958	34,593

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021 年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获 2019 年金牛奖建筑材料第二名；2019 年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名；2020 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。