

旗滨集团 (601636.SH)

Q4 景气下行彰显公司阿尔法，新业务逐一突破可期

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2021 年业绩预告, 预计 2021 年营业收入 138.45~153.02 亿元, 同比+44%~59%; 归母净利润为 40.40~44.66 亿元, 同比+121%~145%。
- **21Q4 浮法玻璃景气度回落, 压力测试彰显公司阿尔法。** 部分房开商资金紧张使得浮法玻璃需求受到压制, 在行业阶段性景气度承压时期, 公司的阿尔法显著。经测算, 21Q4 旗滨相比行业具备约 25 元/重箱的盈利领先优势。成本曲线拉开背后主要是公司良好的布局与物流优势、砂矿自给、原材料集团化采购、持续的技术优化以及优秀的运营管理能力, 带来突出的成本优势, 以及通过产业链延伸, 深加工业务增厚底部盈利能力。
- **重视 2022 上半年浮法玻璃价格弹性。** 2022 年初至今, 玻璃期货主力合约 (FG2205) 收盘价累计上涨约 31% (截止 2022/1/28 收盘, Wind), 现货供需亦有边际改善, 淡季库存显著去化。期货“躁动”背后或反映 2022 上半年玻璃涨价预期。
- **新业务逐一突破放量可期。** 从成长角度来看, 旗滨集团的阿尔法来自多元新业务的突围。高端产品 (光伏玻璃、电子玻璃、中硼硅药用玻璃) 正处于 0 到 1 突破期, 未来逐一放量可期。
- **盈利预测与投资建议:** 基于 21Q4 浮法玻璃景气度回落, 我们下调公司盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润为 43.22、44.54、54.64 亿元, 对应 EPS 为 1.61、1.66、2.03 元/股, 按最新收盘价计算对应 PE 估值分别为 9.8、9.5、7.8 倍, 基于公司成本优势及新业务成长性, 给予公司 2022 年 PE 为 15x, 对应合理价值为 24.9 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 浮法玻璃行业景气度低预期, 玻璃行业政策大变化。

盈利预测:

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 9,306 | 9,644 | 14,754 | 18,110 | 24,259 |
| 增长率 (%) | 11.1 | 3.6 | 53.0 | 22.8 | 34.0 |
| EBITDA (百万元) | 2,589 | 3,236 | 6,175 | 6,597 | 8,154 |
| 归母净利润 (百万元) | 1,346 | 1,825 | 4,322 | 4,454 | 5,464 |
| 增长率 (%) | 11.5 | 35.6 | 136.8 | 3.1 | 22.7 |
| EPS (元/股) | 0.50 | 0.68 | 1.61 | 1.66 | 2.03 |
| 市盈率 (P/E) | 10.96 | 18.84 | 9.80 | 9.51 | 7.75 |
| ROE (%) | 16.3 | 19.3 | 33.3 | 26.5 | 25.4 |
| EV/EBITDA | 6.63 | 10.98 | 7.07 | 6.74 | 5.52 |

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

| | |
|------|------------|
| 当前价格 | 15.77 元 |
| 合理价值 | 24.9 元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2022-01-30 |

相对市场表现



分析师:

邹戈



SAC 执证号: S0260512020001



021-38003689



zouge@gf.com.cn

分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

分析师:

苗蒙



SAC 执证号: S0260521120002



021-38003633



miaomeng@gf.com.cn

请注意, 邹戈, 苗蒙并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

| | |
|----------------------|------------|
| 旗滨集团(601636.SH):21Q3 | 2021-10-12 |
| 盈利能力创新高, 新业务突破 | |
| 放量蓄势待发 | |
| 旗滨集团(601636.SH):浮法 | 2021-08-20 |
| 玻璃持续高景气, 新业务突破 | |
| 蓄势待发 | |
| 旗滨集团(601636.SH):玻璃 | 2021-08-11 |
| 行业新周期下的强阿尔法 | |

事件：公司发布2021年业绩预告，预计2021年营业收入138.45~153.02亿元，同比+44%~59%；归母净利润为40.40~44.66亿元，同比+121%~145%；21Q4归母净利润3.82~8.08亿元，环比21Q3下滑45%~74%。

21Q4浮法玻璃景气度回落，压力测试彰显公司阿尔法。部分房开商资金紧张使得浮法玻璃需求受到压制，21Q4浮法玻璃行业景气度回落，据卓创资讯数据，21Q4浮法玻璃均价2365元/吨，环比回落23%（21Q3均价3078元/吨）。但在行业阶段性景气度承压时期，公司的阿尔法显著。经测算，21Q4公司单箱净利润约13-28元/重箱，中枢约20元/重箱，预计公司21Q4单箱毛利中枢约45元/重箱（按照21年前三季度单箱毛利和单箱净利差值来测算），而同期浮法玻璃行业单箱毛利约19元/重箱（管道气为燃料，卓创资讯），旗滨相比行业具备约25元/重箱的盈利领先优势。成本曲线拉开背后主要是公司良好的布局与物流优势、砂矿自给、原材料集团化采购、持续的技术优化以及优秀的运营管理能力，带来突出的成本优势，以及通过产业链延伸，深加工业务增厚底部盈利能力。

重视2022上半年浮法玻璃价格弹性。2022年初至今，玻璃期货主力合约（FG2205）收盘价累计上涨约31%（截止2022/1/28收盘，Wind），现货供需亦有边际改善，淡季库存显著去化。期货“躁动”背后或反映2022上半年玻璃涨价预期。展望2022上半年，需求方面，下游加工企业的限电影响基本解除，房企资金紧张因素也有边际改善；同时基于广发证券地产小组测算，预计2022年竣工义务同比正增长，地产资金链压力边际改善情况下2022年竣工需求仍值得期待。供给方面，玻璃行业目前仍处在大冷修周期（这也是我们判断玻璃行业新周期的主要逻辑依据之一），但过去一年行业高景气下部分产线选择“超期服役”，目前行业内服役接近10年的窑炉日熔量约1.8万吨，占在产产能比重约10%，后续冷修和转产将带来行业供给收缩。

新业务逐一突破放量可期。从成长角度来看，旗滨集团的阿尔法来自多元新业务的突围。建筑玻璃深加工业务（节能玻璃）最先开始启动，目前正处于快速成长期，印证公司能力；高端产品（光伏玻璃、电子玻璃、中硼硅药用玻璃）正处于0到1突破期，未来逐一放量可期——在扩张力度最大的光伏玻璃领域，公司兼具快速扩张的意愿与能力，且公司在浮法玻璃领域积累的低成本竞争优势可以平移至光伏玻璃领域；公司持续的研发投入突破玻璃领域底层共性问题，助力高端制造（光伏玻璃+碱铝玻璃+中硼硅药用玻璃）技术突破，逐步兑现国产替代。

盈利预测与投资建议：基于21Q4浮法玻璃景气度回落，我们下调公司盈利预测，预计2021-2023年归母净利润为43.22、44.54、54.64亿元，对应EPS为1.61、1.66、2.03元/股，按最新收盘价计算对应PE估值分别为9.8、9.5、7.8倍，基于公司成本优势及新业务成长性，给予公司2022年PE为15x，对应合理价值为24.9元/股，维持“买入”评级。

风险提示：浮法玻璃行业景气度低预期，玻璃行业政策大变化。

资产负债表

单位：百万元

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 2,505 | 3,312 | 4,389 | 5,851 | 7,578 |
| 货币资金 | 488 | 910 | 1,800 | 2,700 | 3,600 |
| 应收及预付 | 269 | 339 | 446 | 588 | 781 |
| 存货 | 673 | 1,007 | 1,072 | 1,485 | 2,104 |
| 其他流动资产 | 1,074 | 1,057 | 1,071 | 1,078 | 1,093 |
| 非流动资产 | 10,560 | 11,013 | 14,724 | 19,650 | 25,495 |
| 长期股权投资 | 39 | 43 | 43 | 43 | 43 |
| 固定资产 | 8,423 | 8,118 | 11,065 | 15,008 | 19,669 |
| 在建工程 | 621 | 1,105 | 1,805 | 2,705 | 3,805 |
| 无形资产 | 871 | 1,040 | 1,123 | 1,206 | 1,289 |
| 其他长期资产 | 607 | 708 | 690 | 690 | 690 |
| 资产总计 | 13,065 | 14,326 | 19,113 | 25,501 | 33,073 |
| 流动负债 | 3,093 | 3,728 | 4,993 | 7,539 | 10,358 |
| 短期借款 | 938 | 1,268 | 2,283 | 3,990 | 5,486 |
| 应付及预收 | 691 | 1,045 | 1,125 | 1,531 | 2,184 |
| 其他流动负债 | 1,464 | 1,416 | 1,585 | 2,018 | 2,688 |
| 非流动负债 | 1,728 | 1,060 | 1,060 | 1,060 | 1,060 |
| 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 | 615 | 566 | 566 | 566 | 566 |
| 负债合计 | 4,821 | 4,788 | 6,053 | 8,598 | 11,418 |
| 股本 | 2,688 | 2,686 | 2,686 | 2,686 | 2,686 |
| 资本公积 | 1,948 | 2,116 | 2,116 | 2,116 | 2,116 |
| 留存收益 | 3,812 | 4,848 | 8,362 | 12,172 | 16,852 |
| 归属母公司股东权益 | 8,237 | 9,473 | 12,987 | 16,798 | 21,478 |
| 少数股东权益 | 8 | 64 | 72 | 104 | 177 |
| 负债和股东权益 | 13,065 | 14,326 | 19,113 | 25,501 | 33,073 |

现金流量表

单位：百万元

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | 2,017 | 3,118 | 5,716 | 6,337 | 7,962 |
| 净利润 | 1,346 | 1,824 | 4,330 | 4,486 | 5,536 |
| 折旧摊销 | 985 | 987 | 1,112 | 1,276 | 1,517 |
| 营运资金变动 | -519 | 87 | 63 | 277 | 496 |
| 其它 | 206 | 220 | 211 | 298 | 413 |
| 投资活动现金流 | -902 | -1,120 | -4,106 | -5,126 | -5,844 |
| 资本支出 | -714 | -1,141 | -4,108 | -5,128 | -5,847 |
| 投资变动 | 9 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -197 | 18 | 2 | 2 | 2 |
| 筹资活动现金流 | -1,051 | -1,599 | -720 | -312 | -1,217 |
| 银行借款 | 2,438 | 2,869 | 1,016 | 1,706 | 1,496 |
| 股权融资 | 13 | 66 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -3,502 | -4,534 | -1,736 | -2,018 | -2,714 |
| 现金净增加额 | 62 | 402 | 890 | 900 | 900 |
| 期初现金余额 | 377 | 439 | 910 | 1,800 | 2,700 |
| 期末现金余额 | 439 | 841 | 1,800 | 2,700 | 3,600 |

主要财务比率

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入增长 | 11.1% | 3.6% | 53.0% | 22.8% | 34.0% |
| 营业利润增长 | 17.2% | 32.7% | 137.5% | 3.6% | 23.3% |
| 归母净利润增长 | 11.5% | 35.6% | 136.8% | 3.1% | 22.7% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 29.4% | 37.3% | 47.0% | 41.9% | 39.8% |
| 净利率 | 14.5% | 18.9% | 29.3% | 24.8% | 22.8% |
| ROE | 16.3% | 19.3% | 33.3% | 26.5% | 25.4% |
| ROIC | 12.4% | 16.9% | 27.3% | 21.4% | 20.7% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 36.9% | 33.4% | 31.7% | 33.7% | 34.5% |
| 净负债比率 | 58.5% | 50.2% | 46.4% | 50.9% | 52.7% |
| 流动比率 | 0.81 | 0.89 | 0.88 | 0.78 | 0.73 |
| 速动比率 | 0.56 | 0.60 | 0.65 | 0.56 | 0.51 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.71 | 0.67 | 0.77 | 0.71 | 0.73 |
| 应收账款周转率 | 81.18 | 68.96 | 76.52 | 74.51 | 74.16 |
| 存货周转率 | 13.82 | 9.58 | 13.77 | 12.19 | 11.53 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.50 | 0.68 | 1.61 | 1.66 | 2.03 |
| 每股经营现金流 | 0.75 | 1.16 | 2.13 | 2.36 | 2.96 |
| 每股净资产 | 3.06 | 3.53 | 4.83 | 6.25 | 8.00 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 10.96 | 18.84 | 9.80 | 9.51 | 7.75 |
| P/B | 1.79 | 3.63 | 3.26 | 2.52 | 1.97 |
| EV/EBITDA | 6.63 | 10.98 | 7.07 | 6.74 | 5.52 |

利润表

单位：百万元

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 9,306 | 9,644 | 14,754 | 18,110 | 24,259 |
| 营业成本 | 6,566 | 6,049 | 7,817 | 10,524 | 14,612 |
| 营业税金及附加 | 121 | 126 | 192 | 236 | 316 |
| 销售费用 | 129 | 87 | 103 | 127 | 170 |
| 管理费用 | 514 | 721 | 988 | 1,177 | 1,553 |
| 研发费用 | 371 | 412 | 590 | 724 | 970 |
| 财务费用 | 112 | 129 | 123 | 195 | 282 |
| 资产减值损失 | -14 | -138 | -71 | -74 | -94 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 营业利润 | 1,581 | 2,097 | 4,982 | 5,163 | 6,368 |
| 营业外收支 | -13 | -1 | -5 | -7 | -4 |
| 利润总额 | 1,568 | 2,096 | 4,976 | 5,157 | 6,363 |
| 所得税 | 222 | 272 | 647 | 670 | 827 |
| 净利润 | 1,346 | 1,824 | 4,330 | 4,486 | 5,536 |
| 少数股东损益 | -1 | -2 | 8 | 32 | 73 |
| 归属母公司净利润 | 1,346 | 1,825 | 4,322 | 4,454 | 5,464 |
| EBITDA | 2,589 | 3,236 | 6,175 | 6,597 | 8,154 |
| EPS (元) | 0.50 | 0.68 | 1.61 | 1.66 | 2.03 |

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 苗蒙：高级分析师，南京大学材料工程硕士，2021年3月加入广发证券发展研究中心。
- 张乾：研究助理，南京大学硕士，2020年6月加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------|----------------------------------|---------------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼 | 深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层 | 北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼 | 香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | - |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。