

旗滨集团 (601636)

Q4 盈利承压，光伏玻璃扩产再加速

增持 (首次)

2022年04月09日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书: S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 14,573 | 15,417 | 18,507 | 22,909 |
| 同比 | 51% | 6% | 20% | 24% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 4,234 | 3,344 | 4,260 | 4,699 |
| 同比 | 133% | -21% | 27% | 10% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 1.58 | 1.24 | 1.59 | 1.75 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 8.55 | 10.83 | 8.50 | 7.71 |

投资要点

- **事件: 公司披露 2021 年年报**, 全年实现营业收入 145.73 亿元, 同比增长 51.1%, 实现归母净利润 42.34 亿元, 同比增长 133.4%。其中四季度单季度实现营业收入 38.07 亿元, 同比增长 23.3%, 实现归母净利润 5.75 亿元, 同比减少 3.8%。公司拟每 10 股派发现金股利 8.0 元, 现金分红比例为 50.7%。
- **地产资金链拖累建筑玻璃需求, Q4 单季收入和盈利增速回落**。2021 年下半年由于施工放缓、产业链资金紧张等因素导致终端需求显著走弱, 建筑玻璃景气在四季度超预期下行。我们测算公司 2021 年下半年浮法原片销量同比减少 7.3%, 对应单位重箱综合均价、毛利、净利分别为 134 元、64 元、35 元, 同比提升 41 元、25 元、14 元, 差异主要因成本受纯碱等原燃料价格影响上涨。(2) Q4 单季收入同比增长 23.2%, 环比 Q3 减少 4.5%, 单季毛利率为 37.6%, 环比减少 20.0pct, 受价格和成本端双重影响。
- **费用端随公司大力扩张延续增加态势**。公司 2021 年下半年单箱期间费用为 19.9 元, 同比增加 7.1 元, 其中股权激励成本、汇兑损失影响单箱成本 3.1 元、0.1 元。剔除上述两项后单箱期间费用为 16.5 元, 同比增加 4.9 元, 其中管理费用主要因计提业绩奖励增加。
- **经营性现金流净额延续高增长, 大宗材料储备力度加大, 负债率维持稳定**。公司 2021 年全年经营活动产生的现金净流量为 50.73 亿元, 同比增长 62.7%, 增幅低于利润增速主要是存货因系大宗材料战略备货及产成品库存增加。购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 14.46 亿元, 同比增长 25.6%, 反映公司光伏玻璃和砂矿项目加速建设。公司 2021 年年报资产负债率为 35.5%, 同比上升 2.0pct。
- **短期社会库存已处相对低位, 后续关注终端需求改善情况, 中长期看好玻璃长期盈利中枢的提升**。短期社会库存已经降至阶段性低位, 库存上行放缓, 后续随着季节性施工旺季到来, 终端需求有望改善, 但地产链资金状况的改善指标仍是需求强度的重要影响因素。若叠加玻璃生产线加速冷修, 价格回升将更有持续性。长期来看, 基于新增产能约束以及长期建筑玻璃需求潜力, 玻璃长期产能利用率中枢有望延续高位, 支撑景气中枢提升。
- **光伏玻璃加速布局, 新板块产能释放有望贡献业绩增量**。公司新公告福建及云南两基地共建设 5*1200t/d 光伏玻璃生产线, 并在云南配套投资硅砂矿项目。叠加此前湖南郴州、福建漳州、浙江宁波等地光伏高透材料生产线项目及配套砂矿项目逐步进入投产期, 光伏玻璃业务增量有望逐步释放。电子玻璃和药用玻璃二期建设也将增强公司业内竞争力, 盈利能力有望提升。
- **盈利预测与投资评级**: 高分红率提供一定安全边际, 同时享受成长性带来的估值溢价提升。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 33.4、42.6、47.0 亿元, 对应 10.8、8.5、7.7 倍市盈率, 首次覆盖给予“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的风险。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 13.48 |
| 一年最低/最高价 | 11.70/28.17 |
| 市净率(倍) | 2.77 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 36,211.35 |
| 总市值(百万元) | 36,211.35 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 4.88 |
| 资产负债率(% ,LF) | 35.53 |
| 总股本(百万股) | 2,686.30 |
| 流通 A 股(百万股) | 2,686.30 |

相关研究

1. 事件

公司披露 2021 年年报：全年实现营业收入 145.73 亿元，同比增长 51.1%，实现归母净利润 42.34 亿元，同比增长 133.4%。其中四季度单季度实现营业收入 38.07 亿元，同比增长 23.3%，实现归母净利润 5.75 亿元，同比减少 3.8%。公司拟每 10 股派发现金股利人民币 8.0 元，现金分红比例为 50.71%。

2. 点评

地产资金链拖累建筑玻璃需求，Q4 单季收入和盈利增速回落。

(1) 2021 年下半年由于施工放缓、产业链资金紧张等因素导致终端需求显著走弱，建筑玻璃景气在四季度超预期下行。我们测算公司 2021 年下半年浮法原片销量同比减少 7.3%，对应单位重箱综合均价、毛利、净利分别为 134 元、64 元、35 元，同比提升 41 元、25 元、14 元，差异主要因成本受纯碱等原燃料价格影响上涨。

(2) Q4 单季收入同比增长 23.2%，环比 Q3 减少 4.5%，预计主要是建筑浮法玻璃价格环比下行所致。Q4 单季毛利率为 37.6%，同比减少 4.5pct，环比减少 20.0pct，除了价格因素外，预计还受到纯碱、天然气等原燃料成本以及人工成本提升的影响。

费用端随公司大力扩张延续增加态势。

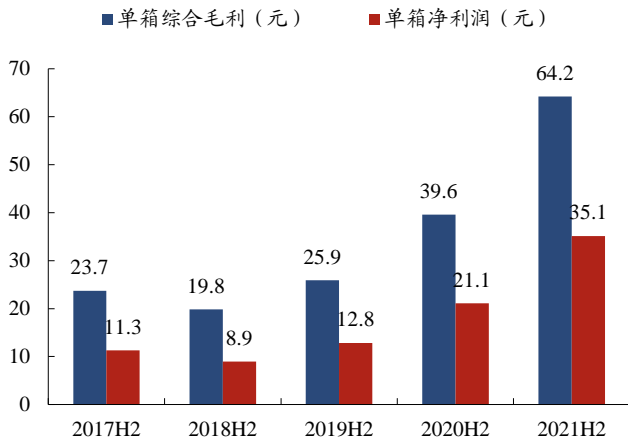
公司 2021 年下半年单箱期间费用为 19.9 元，同比增加 7.1 元，其中股权激励成本影响单箱成本 3.1 元，同比增加 1.6 元，汇兑损失影响单箱 0.1 元/重箱，同比增加 0.4 元。剔除上述两项后单箱期间费用为 16.5 元，同比增加 4.9 元，测算 2021 年下半年单箱销售、管理及研发（剔除股权激励成本）、财务费用（剔除汇兑损失）分别为 1.3 元、15.1 元、0.2 元，同比分别+0.8 元、+4.9 元、-1.2 元。其中管理费用主要因职工薪酬增加，系本年根据经营情况计提业绩奖励增加；研发费用因直接材料投入、职工薪酬和折旧费增加。

经营性现金流净额延续高增长，大宗材料储备力度加大，负债率维持稳定。

(1) 公司 2021 年全年经营活动产生的现金净流量为 50.73 亿元，同比增长 62.7%，现金流增幅低于利润增速，主要是存货因系本年大宗材料战略备货及产成品库存增加，有望平缓成本上行的压力。购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 14.46 亿元，同比增长 25.6%，反映公司光伏玻璃板块和砂矿项目加速建设，外延扩张提速。

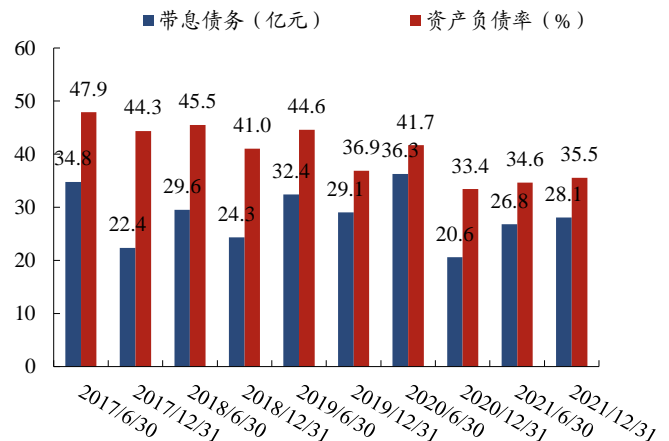
(2) 公司 2021 年年报资产负债率为 35.5%，同比上升 2.0pct，环比三季报上升 1.8pct。报告期末带息债务总额为 28.06 亿元，同比增加 7.44 亿元，环比三季报增加 0.66 亿元，同比主要是应付债券的增长所致。

图1: 公司单箱综合毛利和净利润情况



数据来源: 公司公告、Wind、东吴证券研究所

图2: 公司带息债务和资产负债率



数据来源: 公司公告、Wind、东吴证券研究所

短期社会库存已处相对低位，短期关注终端需求改善情况，中长期看好玻璃长期盈利中枢的提升。短期社会库存已经降至阶段性低位，库存上行放缓，后续随着季节性施工旺季到来，终端需求有望改善，但地产链资金状况的改善指标仍是需求强度的重要影响因素。若叠加玻璃生产线加速冷修，价格回升将更有持续性。长期来看，基于新增产能的严格约束以及长期建筑玻璃需求潜力，玻璃长期的产能利用率中枢有望延续高位，支撑景气中枢提升。

光伏玻璃加速布局，新板块产能释放有望贡献业绩增量。公司新公告福建及云南两基地共建设 5*1200t/d 光伏玻璃生产线，并在云南配套投资硅砂矿项目。叠加此前湖南郴州、福建漳州、浙江宁波等地光伏高透材料生产线项目及配套砂矿项目逐步进入投产期，光伏玻璃业务增量有望逐步释放。电子玻璃和药用玻璃二期项目的建设也将增强公司业内竞争力，盈利能力有望提升。

3. 盈利预测与投资建议

中长期角度，基于供给端受环保、产业政策、窑龄等多重约束，需求端受益建筑节能标准提升，我们看好建筑玻璃盈利中枢提升。(2) 除深加工持续增长外，光伏玻璃、药用玻璃、电子玻璃加速扩张，且行业竞争力逐步增强，公司中长期成长性显现。(3) 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 2022-2024 年归母净利润分别为 33.4、42.6、47.0 亿元，对应 10.8、8.5、7.7 倍市盈率，首次覆盖给予“增持”评级。

4. 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的风险。

旗滨集团三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 8,599 | 8,114 | 9,252 | 10,842 | 营业总收入 | 14,573 | 15,417 | 18,507 | 22,909 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 5,254 | 3,874 | 4,482 | 4,889 | 营业成本(含金融类) | 7,252 | 9,202 | 11,017 | 14,373 |
| 经营性应收款项 | 555 | 641 | 768 | 976 | 税金及附加 | 177 | 185 | 222 | 275 |
| 存货 | 1,966 | 2,773 | 3,169 | 4,135 | 销售费用 | 125 | 125 | 129 | 132 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 1,388 | 1,337 | 1,383 | 1,709 |
| 其他流动资产 | 825 | 826 | 833 | 841 | 研发费用 | 647 | 583 | 700 | 867 |
| 非流动资产 | 12,349 | 14,533 | 17,015 | 19,794 | 财务费用 | 69 | 58 | 41 | 51 |
| 长期股权投资 | 41 | 41 | 41 | 41 | 加:其他收益 | 102 | 106 | 128 | 158 |
| 固定资产及使用权资产 | 8,434 | 9,158 | 9,882 | 10,606 | 投资净收益 | 3 | 3 | 4 | 6 |
| 在建工程 | 1,424 | 2,424 | 3,624 | 5,024 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 1,420 | 1,880 | 2,438 | 3,093 | 减值损失 | -102 | -61 | -84 | -81 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 95 | 95 | 95 | 95 | 营业利润 | 4,914 | 3,976 | 5,064 | 5,586 |
| 其他非流动资产 | 935 | 935 | 935 | 935 | 营业外净收支 | -2 | -3 | -3 | -3 |
| 资产总计 | 20,948 | 22,647 | 26,267 | 30,636 | 利润总额 | 4,912 | 3,973 | 5,061 | 5,583 |
| 流动负债 | 4,529 | 4,982 | 5,946 | 7,682 | 减:所得税 | 690 | 641 | 817 | 901 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 587 | 92 | 92 | 92 | 净利润 | 4,221 | 3,332 | 4,244 | 4,682 |
| 经营性应付款项 | 2,007 | 2,547 | 3,049 | 3,978 | 减:少数股东损益 | -12 | -12 | -16 | -17 |
| 合同负债 | 131 | 167 | 199 | 260 | 归属母公司净利润 | 4,234 | 3,344 | 4,260 | 4,699 |
| 其他流动负债 | 1,804 | 2,176 | 2,605 | 3,351 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 1.58 | 1.24 | 1.59 | 1.75 |
| 非流动负债 | 2,915 | 2,915 | 2,915 | 2,915 | EBIT | 5,038 | 3,985 | 5,057 | 5,554 |
| 长期借款 | 1,026 | 1,026 | 1,026 | 1,026 | EBITDA | 6,058 | 4,101 | 5,175 | 5,675 |
| 应付债券 | 1,193 | 1,193 | 1,193 | 1,193 | 毛利率(%) | 50.24 | 40.32 | 40.47 | 37.26 |
| 租赁负债 | 12 | 12 | 12 | 12 | 归母净利率(%) | 29.05 | 21.69 | 23.02 | 20.51 |
| 其他非流动负债 | 684 | 684 | 684 | 684 | 收入增长率(%) | 51.12 | 5.80 | 20.04 | 23.79 |
| 负债合计 | 7,444 | 7,897 | 8,861 | 10,597 | 归母净利润增长率(%) | 133.38 | -21.01 | 27.38 | 10.32 |
| 归属母公司股东权益 | 13,346 | 14,605 | 17,276 | 19,926 | | | | | |
| 少数股东权益 | 158 | 146 | 130 | 113 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 13,505 | 14,751 | 17,406 | 20,039 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 20,948 | 22,647 | 26,267 | 30,636 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|--------|--------|--------|--------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流 | 5,073 | 3,562 | 4,879 | 5,434 | 每股净资产(元) | 4.88 | 5.34 | 6.34 | 7.32 |
| 投资活动现金流 | -1,961 | -2,300 | -2,599 | -2,897 | 最新发行在外股份(百万股) | 2,686 | 2,686 | 2,686 | 2,686 |
| 筹资活动现金流 | 407 | -2,642 | -1,672 | -2,130 | ROIC(%) | 31.05 | 20.01 | 23.04 | 22.13 |
| 现金净增加额 | 3,517 | -1,380 | 608 | 407 | ROE-摊薄(%) | 31.72 | 22.90 | 24.66 | 23.58 |
| 折旧和摊销 | 1,020 | 116 | 118 | 121 | 资产负债率(%) | 35.53 | 34.87 | 33.73 | 34.59 |
| 资本开支 | -1,430 | -2,303 | -2,603 | -2,903 | P/E (现价&最新股本摊薄) | 8.55 | 10.83 | 8.50 | 7.71 |
| 营运资本变动 | -427 | -318 | 12 | -184 | P/B (现价) | 2.77 | 2.52 | 2.13 | 1.84 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

