

旗滨集团 2021 年报点评：短期成本处在高位 光伏玻璃再造新旗滨

——旗滨集团 (601636.SH)

建筑材料/玻璃制造 II



申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

全年业绩高增长，Q4 成本涨幅较大致盈利能力下滑：公司 2021 年营业收入 145.72 亿元，同比增长 51.12%，实现归母净利 42.23 亿元，同比增长 133.38%；营收与净利润均接近业绩预告中值，符合我们预期。2021Q4 单季度营收 38.07 亿元，同比增长 23.26%；归母净利润 5.76 亿元，同比下滑 4.6%；单季度毛利率下滑至 37.6%，环比下降 19.95pcts，主要由于纯碱、燃料等主要原材料上涨导致。

浮法玻璃业务全年高景气。公司全年生产浮法原片 11917 万重箱，单箱售价为 104.21 元，单箱成本 50.47 元。其中 Q4 成本上涨较大，我们测算 Q4 单箱成本约为 80 元，较前三度平均成本上升 33 元。2021 年玻璃销售价格波动幅度较大，一二季度持续上行，在三季度触及顶峰后有所回落。

节能玻璃毛利率逆势提升，建筑玻璃一体化龙头不改本色。全年节能玻璃营收 20.32 亿元，毛利率达 42.02%，超出我们预期。在玻璃原片价格涨幅较大的情况下逆势同比增长 8.83pcts，彰显玻璃一体化龙头向下游传导成本压力的能力。子公司长兴节能与天津节能仍处产能释放期，2022 年节能玻璃有望继续贡献业绩增量。

光伏玻璃行业群雄逐鹿，旗滨将取得更大份额，成长再造新旗滨。我们预计至 2024 年公司累计光伏玻璃产能有望达到 18000t/d，超出公司已有浮法玻璃产能 17600t/d，再造一个新旗滨。4 月 7 日公司公告将在云南昭通投资建设 4 条 1200t/d 光伏玻璃产线，并配套投资硅砂矿以保证原材料供应。此外公司将在马来西亚投资建设 2 条 1200t/d 产线。结合近期浙江省、福建省工信厅公布的听证会计划，公司将在宁波建设 4 条 1200t/d 产线、在漳州建设 2 条 1200t/d 产线；另有郴州 1 条产线即将投产以及绍兴 2 条产线推进中。即使不考虑公司前期转产光伏玻璃的超白浮法产能 2500t/d，至 2024 年光伏玻璃累计产能仍有望达到 18000t/d。旗滨作为玻璃龙头企业具备更雄厚的资金实力，扩产落地速度或超出中小企业，此外公司在传统浮法玻璃行业积累起的成本优势有望在新领域中延续，公司仍具备纯碱、超白砂等相似材料的采购优势，我们高度看好旗滨在光伏玻璃领域的综合竞争力。

传统玻璃长景气贡献稳健基本盘，周期向下逻辑受阻。传统浮法玻璃新建产能受政策限制，无显著产能增量，当前产线利用率已达 85.53%，供需格局长期偏紧。龙头企业较行业内落后产能（超龄产线）有着较为明显的盈利优势，落后产能充当浮法玻璃价格的安全垫，周期无下行之虞，龙头企业高盈利水平有望延续。我们预计 2022 年玻璃售价稳中有升，当前已处在底部，后续将随着地产保交楼与稳增长逐步上行。成本端预计前高后低，短期燃料及纯碱价格仍处在高位，全年成本将略高于去年。

浮法长景气周期不改且光伏玻璃产能增量大幅增长，旗滨投资价值应重新审视。公司一如既往维持较高股东回报，2021 年拟 10 派 6 元，股息率约为 4.56%。3 月 19 日公司公告拟以 4.5 亿元回购 2800 万-4200 万股，产业资本回购彰显长期发展信心，我们建议重新审视旗滨在玻璃长景气周期下的投资价值。

投资建议：我们看好公司传统业务继续贡献稳健的基本盘，光伏玻璃以及电子玻璃等创新业务助力再造一个新旗滨，当前股价严重低估。预计公司 2022 年~2024 年归母净利润分别为 39.64 亿、42.67 亿、47.71 亿元，对应 EPS 为

评级

买入（维持）

2022 年 04 月 08 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

刘宇栋

研究助理

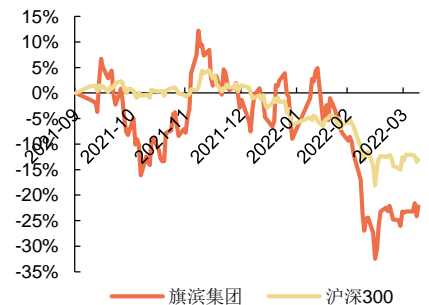
SAC 执业证书编号：S1660121110016

交易数据

时间 2022.04.08

总市值/流通市值 (亿元)	362.11/362.11
总股本 (万股)	268,630.16
资产负债率 (%)	33.77
每股净资产 (元)	4.57
收盘价 (元)	13.48
一年内最低价/最高价 (元)	11.35/28.93

公司股价表现走势图



资料来源：wind, 申港证券研究所

相关报告

- 1、《旗滨集团深度报告：业绩新高度 成长新速度》2021-11-23

1.48 元、1.59 元、1.78 元，维持公司目标价 28.3 元，继续给予“买入”评级。

风险提示：光伏玻璃产能政策变化、建筑业大幅下滑、地产企业无法竣工

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	9,643.44	14,572.72	16,196.81	18,520.73	25,084.85
增长率 (%)	3.63%	51.12%	11.14%	14.35%	35.44%
归母净利润 (百万)	1,814.02	4,233.53	3,963.87	4,267.04	4,770.81
增长率 (%)	35.71%	133.38%	-6.37%	7.65%	11.81%
净资产收益率 (%)	19.19%	31.72%	24.53%	21.97%	20.67%
每股收益(元)	0.69	1.61	1.48	1.59	1.78
PE	18.96	8.16	8.91	8.28	7.40
PB	3.74	2.65	2.19	1.82	1.53

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表					单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9643	14573	16197	18521	25085	流动资产合计	3312	8599	11077	12971	16880				
营业成本	6050	7252	9334	10999	16126	货币资金	910	4434	6784	7341	9539				
营业税金及附加	126	177	32	36	49	应收账款	140	251	416	1094	1482				
营业费用	87	125	120	164	267	其他应收款	22	29	33	37	50				
管理费用	721	1388	1432	1615	2188	预付款项	67	255	259	263	270				
研发费用	428	647	730	803	883	存货	1007	1966	2276	2950	4324				
财务费用	129	69	0	0	0	其他流动资产	755	795	772	740	647				
资产减值损失	(139)	(94)	60	60	(22)	非流动资产合计	10989	12349	12981	14843	16100				
信用减值损失	(4)	(8)	3	3	3	长期股权投资	43	41	41	41	41				
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	固定资产	0	8413	8598	10803	10830				
投资净收益	2	3	2	2	2	无形资产	1024	1420	1878	1843	1682				
营业利润	2079	4914	4614	4967	5554	商誉	0	0	0	0	0				
营业外收入	5	4	4	4	4	其他非流动资产	387	596	350	350	350				
营业外支出	6	6	6	6	6	资产总计	14302	20948	24058	27813	32979				
利润总额	2078	4912	4612	4965	5552	流动负债合计	3728	4529	4751	5233	6726				
所得税	269	690	648	698	780	短期借款	1268	495	0	0	0				
净利润	1809	4221	3964	4267	4772	应付账款	975	1556	1975	2328	3413				
少数股东损益	(5)	(12)	0	0	1	预收款项	0	0	(6)	(12)	(20)				
归属母公司净利润	1814	4234	3964	4267	4771	一年内到期的非流动负债	300	92	92	92	92				
EBITDA	4140	7334	5771	6550	7212	非流动负债合计	1060	2915	2734	2742	2762				
EPS (元)	0.69	1.61	1.48	1.59	1.78	长期借款	494	1026	1026	1026	1026				
主要财务比率						应付债券	0	1193	1193	1193	1193				
成长能力						负债合计	4788	7444	7486	7974	9487				
营业收入增长	3.6%	51.1%	11.1%	14.3%	35.4%	少数股东权益	61	158	158	159	159				
营业利润增长	33.0%	136.3%	-6.1%	7.7%	11.8%	实收资本(或股本)	2686	2686	2686	2686	2686				
归属于母公司净利润增	-6.4%	7.6%	-6.4%	7.6%	11.8%	资本公积	2116	2517	2517	2517	2517				
获利能力						未分配利润	4167	7333	9274	11550	14095				
毛利率(%)	37.3%	50.2%	42.4%	40.6%	35.7%	归属母公司股东权益合计	9452	13346	16160	19426	23078				
净利率(%)	18.8%	29.0%	24.5%	23.0%	19.0%	负债和所有者权益	14302	20948	24058	27813	32979				
总资产净利润(%)	12.7%	20.2%	16.5%	15.3%	14.5%	现金流量表									
ROE(%)	19.2%	31.7%	24.5%	22.0%	20.7%	经营活动现金流	3118	5073	5259	5061	6195				
偿债能力						净利润	1809	4221	3964	4267	4772				
资产负债率(%)	33.5%	35.5%	31.1%	28.7%	28.8%	折旧摊销	1931	2351	0	1395	1474				
流动比率	0.89	1.90	2.33	2.48	2.51	财务费用	129	69	0	0	0				
速动比率	0.62	1.46	1.85	1.92	1.87	应付账款减少	0	0	(165)	(678)	(388)				
营运能力						预收账款增加	0	0	(6)	(6)	(9)				
总资产周转率	0.71	0.83	0.72	0.71	0.83	投资活动现金流	(1120)	(1961)	(1518)	(3511)	(2899)				
应收账款周转率	75.79	74.63	48.59	24.53	19.48	公允价值变动收益	0	0	0	0	0				
应付账款周转率	12.69	11.52	9.17	8.61	8.74	长期股权投资减少	0	0	0	0	0				
每股指标(元)						投资收益	2	3	2	2	2				
每股收益(最新摊薄)	0.69	1.61	1.48	1.59	1.78	筹资活动现金流	(1599)	407	(1390)	(993)	(1099)				
每股净现金流(最新摊)	0.15	1.31	0.88	0.21	0.82	应付债券增加	0	0	0	0	0				
每股净资产(最新摊薄)	3.52	4.97	6.02	7.23	8.59	长期借款增加	0	0	0	0	0				
估值比率						普通股增加	(1)	0	0	0	0				
P/E	18.96	8.16	8.91	8.28	7.40	资本公积增加	169	401	0	0	0				
P/B	3.74	2.65	2.19	1.82	1.53	现金净增加额	582	293	129	530	334				
EV/EBITDA	8.81	4.59	5.35	4.63	3.90										

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，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、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上