

旗滨集团 (601636)

2022年中报点评：浮法景气底部，外延成长性逐步凸显 增持（维持）

2022年08月31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

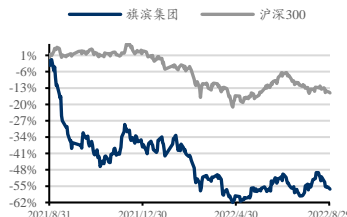
shify@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元） | 14,573 | 13,984 | 16,826 | 18,883 |
| 同比 | 51% | -4% | 20% | 12% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 4,234 | 2,160 | 2,679 | 3,289 |
| 同比 | 133% | -49% | 24% | 23% |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 1.58 | 0.81 | 1.00 | 1.23 |
| P/E（现价&最新股本摊薄） | 7.04 | 13.79 | 11.12 | 9.06 |

投资要点

- **事件：**公司披露 2022 年中报，上半年实现营业收入 64.92 亿元，同比减少 5.0%，实现归母净利润 10.79 亿元，同比减少 51.2%。
- **疫情、地产下行冲击浮法玻璃景气，Q2 单季收入和盈利同比降幅扩大。**
(1) 2022 年地产下行、产业链资金问题以及疫情管控等多重因素冲击浮法玻璃景气。公司上半年浮法原片销量同比减少 9.7%，对应单位重箱综合毛利、净利分别为 36 元、20 元，同比分别-23 元、-16 元，主要因建筑浮法玻璃价格同比下跌以及原燃料大幅上涨。(2) Q2 单季收入同比减少 12.3%，较 Q1 放缓 17.1pct，降幅小于浮法原片销量的降幅，预计是节能玻璃等增量抵消浮法原片量价的下降。测算 Q2 单箱综合毛利 33.0 元，同比、环比分别减少 31.5 元和减少 5.8 元。
- **逆势控费效果显著，Q2 单位费用同比明显下降。**公司 2022 年上半年单箱期间费用为 13.2 元，同比减少 4.5 元，剔除股权激励成本和汇兑后单箱期间费用为 11.3 元，同比减少 4.1 元，测算单箱销售、管理及研发（剔除股权激励成本）、财务费用（剔除汇兑收益）同比分别+0.2 元、-4.0 元、-0.4 元。其中管理费用主要因相应业绩奖励计提减少所致。
- **资本开支高增长显示外延扩张力度不减，景气承压下负债率上升。**(1) 公司 2022 年上半年经营活动产生的现金净流量为 5.86 亿元，同比减少 75.4%。购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 11.92 亿元，同比增长 84.8%，反映公司光伏、电子玻璃板块和砂矿项目加速建设。(2) 公司 2022 年上半年资产负债率为 42.7%，同比上升 8.0pct，环比一季报上升 8.2pct。
- **供给减量与季节性需求回升推动玻璃短期供需边际改善，中期保交付政策落地与行业供给出清有望催化超预期弹性。**短期行业盈利低位推动冷修节奏加快，前期下游补库需求开始集中落地，既得益于行业需求季节性回暖，也反映产业链信心修复，我们判断年内的价格拐点已经出现，中期来看下半年旺季的到来以及保交付政策的落地推动玻璃需求环比继续回升，玻璃景气有望延续修复的态势，若叠加产能集中冷修，价格弹性或超预期。
- **盈利预测与投资评级：**(1) 建筑浮法玻璃景气处于历史低位，公司资源储备、燃料采购构筑的成本优势凸显，享有超额利润。(2) 除深加工持续增长外，光伏玻璃大手笔布局，药用玻璃、电子玻璃加速扩张，且行业竞争力逐步增强，公司中长期多元化成长性显现。(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。由于地产下行压力超预期，我们调整公司 2022-2024 年归母净利润至 21.6 (-31%) /26.8 (-38%)、32.9 (-30%) 亿元，8 月 30 日收盘价对应市盈率 13.8、11.1、9.1 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**地产下行超预期、新业务开拓不及预期、原材料价格大幅波动的风险。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 11.10 |
| 一年最低/最高价 | 9.82/28.05 |
| 市净率(倍) | 2.49 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 29,786.78 |
| 总市值(百万元) | 29,786.78 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 4.45 |
| 资产负债率(% ,LF) | 42.71 |
| 总股本(百万股) | 2,683.49 |
| 流通 A 股(百万股) | 2,683.49 |

相关研究

《旗滨集团(601636): 2022 年一季报点评：浮法玻璃景气承压，新业务增量可期》

2022-04-12

《旗滨集团(601636): Q4 盈利承压，光伏玻璃扩产再加速》

2022-04-09

内容目录

| | |
|--------------------|---|
| 1. 事件 | 4 |
| 2. 点评 | 4 |
| 3. 盈利预测与投资建议 | 5 |
| 4. 风险提示 | 6 |

图表目录

| | |
|---------------------------|---|
| 图 1: 公司单箱综合毛利和净利润情况 | 5 |
| 图 2: 公司带息债务和资产负债率 | 5 |

1. 事件

公司披露 2022 年中报：上半年实现营业收入 64.92 亿元，同比减少 5.0%，实现归母净利润 10.79 亿元，同比减少 51.2%。其中二季度单季度实现营业收入 34.29 亿元，同比减少 12.3%，实现归母净利润 5.57 亿元，同比减少 58.2%。

2. 点评

疫情、地产下行冲击浮法玻璃景气，Q2 单季收入和盈利同比降幅扩大。

(1) 2022 年玻璃终端需求受到地产下行、产业链资金问题以及疫情管控等多重影响，建筑玻璃旺季不旺，Q2 以来随着行业库存的持续累积，价格继续下行。公司 2022 年上半年浮法原片销量同比减少 9.7%，对应单位重箱综合毛利、净利分别为 36 元、20 元，同比分别-23 元、-16 元，主要因建筑浮法玻璃价格同比下跌以及纯碱、重油、石油焦以及天然气等主要原燃料出现大幅上涨。

(2) Q2 单季收入同比减少 12.3%，较 Q1 放缓 17.1pct，降幅小于浮法原片销量的降幅，预计是节能玻璃等产能增量抵消浮法原片量价的下降。Q2 单季毛利率为 26.8%，同比减少 27.3pct，环比减少 7.6pct，我们测算单箱综合毛利 33.0 元，同比、环比分别减少 31.5 元和减少 5.8 元。

逆势控费效果显著，Q2 单位费用同比明显下降。

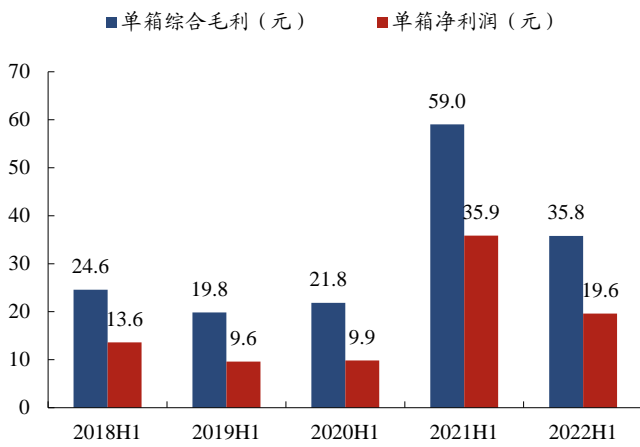
公司 2022 年上半年单箱期间费用为 13.2 元，同比减少 4.5 元，其中股权激励成本影响单箱费用 2.1 元，同比增加 0.2 元，汇兑收益减少单箱费用 0.1 元/重箱，同比减少 0.5 元。剔除上述两项后单箱期间费用为 11.3 元，同比减少 4.1 元，测算 2022 年上半年单箱销售、管理及研发（剔除股权激励成本）、财务费用（剔除汇兑收益）分别为 1.1 元、10.2 元、0.0 元，同比分别+0.2 元、-4.0 元、-0.4 元。其中管理费用主要因相应业绩奖励计提减少所致；研发费用因上半年主要集中于项目改进、完善与应用，阶段性投入减少所致。

资本开支高增长显示外延扩张力度不减，景气承压下负债率上升。

(1) 公司 2022 年上半年经营活动产生的现金净流量为 5.86 亿元，同比减少 75.4%。购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 11.92 亿元，同比增长 84.8%，反映公司光伏、电子玻璃板块和砂矿项目加速建设，外延扩张提速。

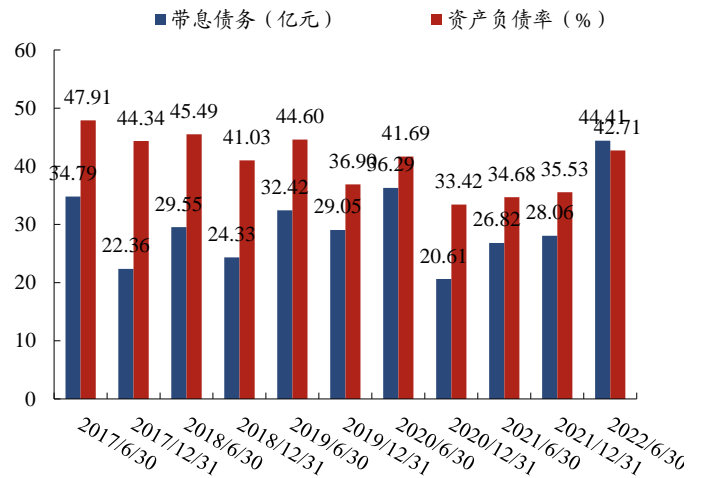
(2) 公司 2022 年上半年资产负债率为 42.7%，同比上升 8.0pct，环比一季报上升 8.2pct。报告期末带息债务总额为 44.41 亿元，同比增加 17.59 亿元，环比一季报增加 9.95 亿元，主要是长期借款的增长所致。

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

供给减量与季节性需求回升推动短期供需边际改善, 中期保交付政策落地与行业供给出清有望催化超预期弹性。短期行业盈利低位推动冷修节奏加快, 前期下游补库需求开始集中落地, 既得益于行业需求季节性回暖, 也反映产业链信心修复, 我们判断年内的价格拐点已经出现, 中期来看下半年旺季的到来以及保交付政策的落地推动玻璃需求环比继续回升, 玻璃景气有望延续修复的态势, 若叠加产能集中冷修, 价格弹性或超预期。

光伏玻璃大手笔加速布局, 电子、药用玻璃开拓渐入佳境。公司此前已公告新建光伏玻璃产能合计日熔量 14400t/d, 其中郴州压延线已于 4 月点火, 截至 6 月宁波 2*1200t/d、漳州 2*1200t/d、马来西亚沙巴 2*1200t/d 已进入建设状态。公司凭借规模化、资源优势, 随着产能逐步投放, 光伏玻璃占公司盈利比重有望大幅提升。电子玻璃和药用玻璃持续扩张迭代, 醴陵电子二线已于 7 月点火并新建绍兴产线, 市场竞争力持续增强, 盈利能力有望显著提升。

3. 盈利预测与投资建议

(1) 建筑浮法玻璃景气处于历史低位, 公司资源储备、燃料采购构筑的成本优势凸显, 享有超额利润。(2) 除深加工持续增长外, 光伏玻璃大手笔布局, 药用玻璃、电子玻璃加速扩张, 且行业竞争力逐步增强, 公司中长期多元化成长性显现。(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。由于地产下行压力超预期, 我们调整公司 2022-2024 年归母净利润至 21.6(-31%)/26.8(-38%)/32.9(-30%) 亿元, 8 月 30 日收盘价对应市盈率 13.8、11.1、9.1 倍, 维持“增持”评级。

4. 风险提示

地产下行超预期、新业务开拓不及预期、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 | 7,808 | 8,389 | 8,600 | 营业总收入 | 14,573 | 13,984 | 16,826 | 18,883 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 5,254 | 3,644 | 3,616 | 3,462 | 营业成本(含金融类) | 7,252 | 9,874 | 11,639 | 12,670 |
| 经营性应收款项 | 555 | 635 | 755 | 834 | 税金及附加 | 177 | 155 | 186 | 209 |
| 存货 | 1,966 | 2,705 | 3,189 | 3,471 | 销售费用 | 125 | 132 | 128 | 125 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 1,388 | 791 | 1,083 | 1,309 |
| 其他流动资产 | 825 | 823 | 829 | 833 | 研发费用 | 647 | 507 | 609 | 684 |
| 非流动资产 | 12,349 | 14,533 | 17,015 | 19,794 | 财务费用 | 69 | 6 | 37 | 42 |
| 长期股权投资 | 41 | 41 | 41 | 41 | 加:其他收益 | 102 | 117 | 140 | 157 |
| 固定资产及使用权资产 | 8,434 | 9,158 | 9,882 | 10,606 | 投资净收益 | 3 | 2 | 3 | 5 |
| 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 | -63 | -93 | -85 |
| 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 | 2,576 | 3,194 | 3,921 |
| 其他非流动资产 | 935 | 935 | 935 | 935 | 营业外净收支 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 20,948 | 22,341 | 25,404 | 28,394 | 利润总额 | 4,912 | 2,576 | 3,195 | 3,921 |
| 流动负债 | 4,529 | 5,247 | 6,179 | 6,737 | 减:所得税 | 690 | 418 | 518 | 636 |
| 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 | 2,158 | 2,677 | 3,286 |
| 经营性应付款项 | 2,007 | 2,733 | 3,222 | 3,507 | 减:少数股东损益 | -12 | -2 | -2 | -3 |
| 合同负债 | 131 | 179 | 211 | 229 | 归属母公司净利润 | 4,234 | 2,160 | 2,679 | 3,289 |
| 其他流动负债 | 1,804 | 2,243 | 2,655 | 2,909 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 1.58 | 0.81 | 1.00 | 1.23 |
| 非流动负债 | 2,915 | 3,515 | 3,965 | 4,365 | EBIT | 5,038 | 2,525 | 3,181 | 3,886 |
| 长期借款 | 1,026 | 1,626 | 2,076 | 2,476 | EBITDA | 6,058 | 2,641 | 3,299 | 4,007 |
| 应付债券 | 1,193 | 1,193 | 1,193 | 1,193 | 毛利率(%) | 50.24 | 29.39 | 30.83 | 32.90 |
| 租赁负债 | 12 | 12 | 12 | 12 | 归母净利率(%) | 29.05 | 15.45 | 15.92 | 17.42 |
| 其他非流动负债 | 684 | 684 | 684 | 684 | 收入增长率(%) | 51.12 | -4.04 | 20.33 | 12.22 |
| 负债合计 | 7,444 | 8,762 | 10,144 | 11,102 | 归母净利润增长率(%) | 133.38 | -48.97 | 24.02 | 22.74 |
| 归属母公司股东权益 | 13,346 | 13,423 | 15,107 | 17,141 | | | | | |
| 少数股东权益 | 158 | 156 | 154 | 151 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 13,505 | 13,579 | 15,261 | 17,292 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 20,948 | 22,341 | 25,404 | 28,394 | | | | | |

| 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 | 2,730 | 3,206 | 3,680 | 每股净资产(元) | 4.88 | 4.90 | 5.53 | 6.29 |
| 投资活动现金流 | -1,961 | -2,297 | -2,596 | -2,895 | 最新发行在外股份(百万股) | 2,683 | 2,683 | 2,683 | 2,683 |
| 筹资活动现金流 | 407 | -2,042 | -638 | -940 | ROIC(%) | 31.05 | 12.89 | 15.17 | 16.40 |
| 现金净增加额 | 3,517 | -1,609 | -28 | -154 | ROE-摊薄(%) | 31.72 | 16.09 | 17.74 | 19.19 |
| 折旧和摊销 | 1,020 | 116 | 118 | 121 | 资产负债率(%) | 35.53 | 39.22 | 39.93 | 39.10 |
| 资本开支 | -1,430 | -2,300 | -2,600 | -2,900 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 7.04 | 13.79 | 11.12 | 9.06 |
| 营运资本变动 | -427 | -46 | -84 | -57 | P/B(现价) | 2.28 | 2.26 | 2.01 | 1.77 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

