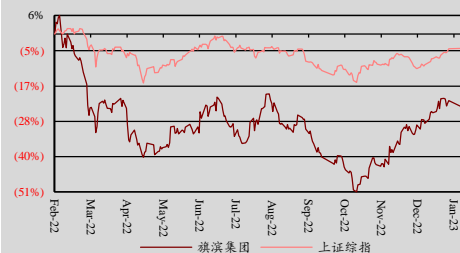


601636.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 12.00

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	5.9	7.8	54.5	(22.1)
相对上证综指	1.4	2.4	42.8	(19.0)

发行股数 (百万)	2,683.50
流通股 (百万)	2,683.50
总市值 (人民币 百万)	32,201.99
3个月日均交易额 (人民币 百万)	395.98
主要股东	
福建旗滨集团有限公司	25.38

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2023 年 1 月 31 日收市价为标准

相关研究报告

《旗滨集团》20221028
《旗滨集团》20220831
《旗滨集团》20220412

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 玻璃玻纤

证券分析师: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

联系人: 林祁楨

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080012

旗滨集团

浮法预期转好, 建议谨慎乐观

公司于 1 月 30 日发布 2022 年业绩预告, 预计全年归母净利润 12.5-14.5 亿元, 同减 65.8%-70.5%。成本高企、需求疲弱使公司利润承压, 地产预期改善, 23 年竣工需求或弱修复, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **22Q4 利润承压。**预计 2022 年归母净利润 12.5-14.5 亿元, 同减 65.8%-70.5%, 按中值测算, 2022Q4 归母净利润 1.0 亿元, 同减 82.2%, 环比下降 40.1%。
- **供给收缩, 成本高企, 库存高位。**多重因素压制下, 2022 年浮法玻璃行业盈利空间不断承压。根据卓创资讯, 年内浮法玻璃产能净减少 12,720t/d, 占在产产能的 8.2%; 年内纯碱及燃料价格维持高位, 全年原料-玻璃价差维持在较低水平; 但由于下游需求疲弱, 全年浮法玻璃库存均维持在历史较高水平。
- **预期转好, 谨慎乐观。**12 月以来, 随着保交楼、竣工修复预期转好, 浮法玻璃在小幅去库下价格表现出触底回升的趋势, 当前时点建议谨慎乐观: 1) 节前价格受预期影响较强, 短期看, 3、4 月份开春以前实际需求情况仍不明朗, 修复能否落地存疑; 2) 当前较高的库存水平仍将对价格形成压制; 3) 22 年冷修产线并未完全退出, 冷修完毕后仍存复产点火可能, 需求弱复苏下行业供给情况或难言改善。
- **高端转型持续推进, 中长期具备成长性。**截至 2023 年 1 月底, 公司光伏玻璃已投产产能达 2,400t/d, 随着公司在光伏、电子、药用玻璃领域的产能持续投放, 未来有望优化公司营收结构, 增强公司盈利能力。

估值

- 考虑 22Q4 成本高企需求疲弱, 略下调盈利预测, 预计 2022-2024 年, 公司营收分别为 130.4、168.8、245.3 亿元; 归母净利润分别为 13.8、22.2、32.1 亿元; EPS 为 0.51、0.83、1.19 元, 维持公司**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 产能投放不及预期, 原材料价格上涨, 地产竣工不及预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入(人民币 百万)	9,643	14,573	13,039	16,882	24,527
增长率(%)	3.6	51.1	(10.5)	29.5	45.3
EBITDA(人民币 百万)	3,199	6,013	2,947	4,492	6,349
归母净利润(人民币 百万)	1,814	4,234	1,380	2,222	3,206
增长率(%)	35.7	133.4	(67.4)	61.0	44.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.68	1.58	0.51	0.83	1.19
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.54	0.83	1.21
调整幅度(%)			(3.9)	(0.5)	(1.3)
市盈率(倍)	17.8	7.6	23.3	14.5	10.0
市净率(倍)	3.4	2.4	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA(倍)	11.4	8.1	12.9	8.5	6.0
每股股息(人民币)	0.3	0.3	0.2	0.3	0.5
股息率(%)	2.5	2.5	1.8	2.8	4.0

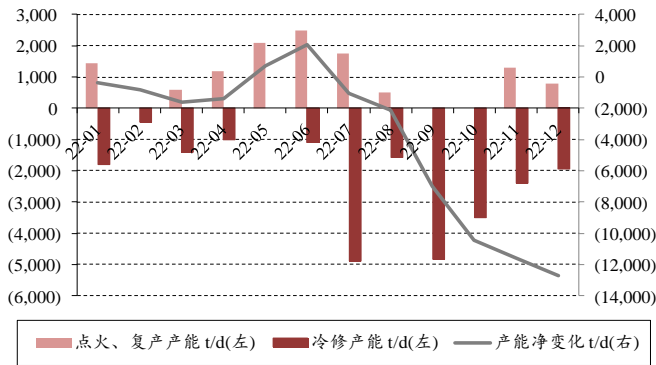
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

供给收缩，成本高企，库存高位

多重因素压制下，2022年浮法玻璃行业盈利空间不断承压。行业供给端持续收缩。根据卓创资讯，年内浮法玻璃冷修产能达24,920t/d，产能净减少12,720t/d，占当前在产产能的8.2%，大部分产线集中于7月份以后冷修，占比达全年冷修产能的76.9%。

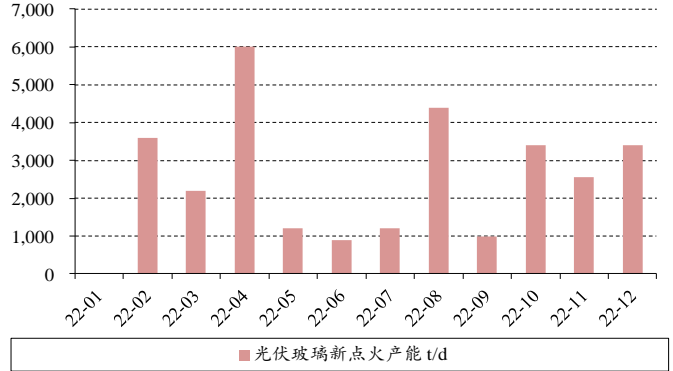
由于2022年纯碱供给较稳定，而光伏玻璃产线点火增量大于浮法玻璃冷修减量。年内纯碱需求旺盛，价格始终维持在较高水平。叠加燃料价格维持高位，使得全年原料-玻璃价差维持在较低水平，6月份以后三种燃料产线成本价差均跌破10元/重箱，使得行业盈利空间受到较大压制。

图表 1. 2022 年 7 月以后冷修产线较多



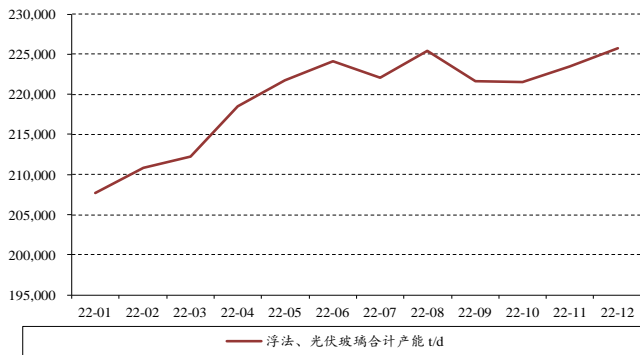
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 2. 2022 年光伏玻璃新点火产能较多



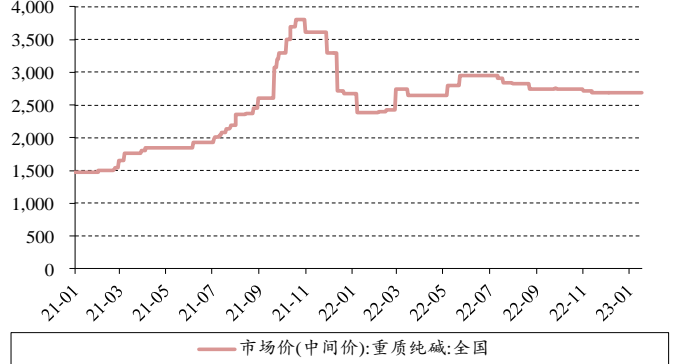
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 3. 2022 年浮法、光伏玻璃合计产能稳定增长



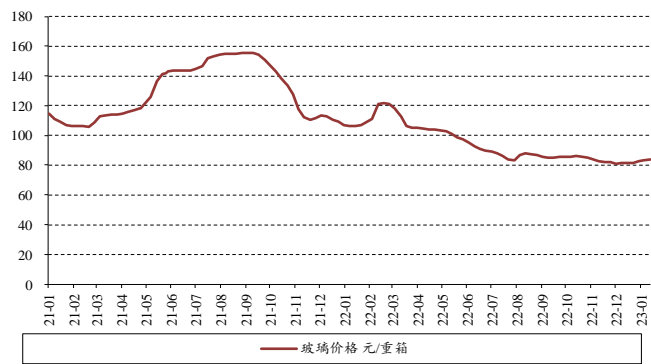
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 4. 2022 年年内纯碱价格维持高位（单位：元/吨）



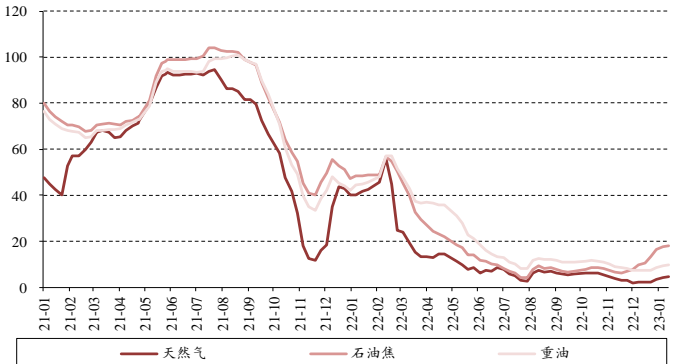
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 2022 年下半年浮法玻璃价格维持在 80 元/重箱左右的水平



资料来源：万得，中银证券

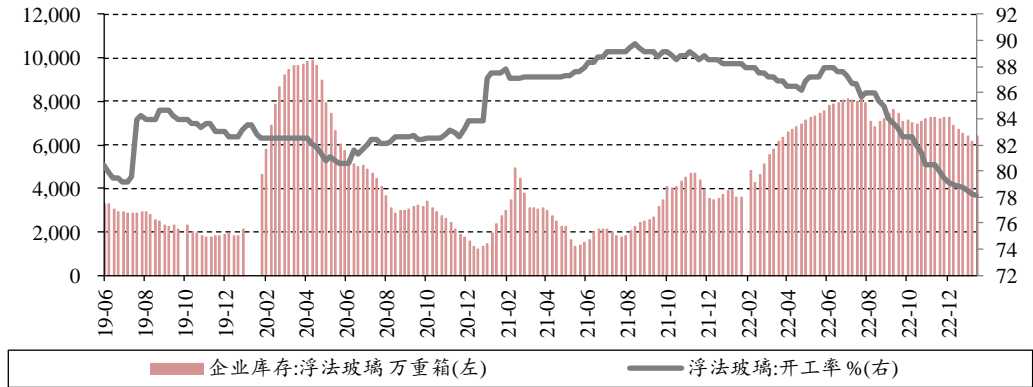
图表 6. 2022 年 6 月份以来三种燃料产线的成本价差持续维持在 10 元/重箱左右的水平（单位：元/重箱）



资料来源：万得，中银证券

下游需求疲弱之下，虽然产线冷修带来的供给收缩使得开工率持续下行，但全年浮法玻璃库存仍维持在历史较高水平。

图表 7. 年内浮法玻璃库存维持在历史较高水平

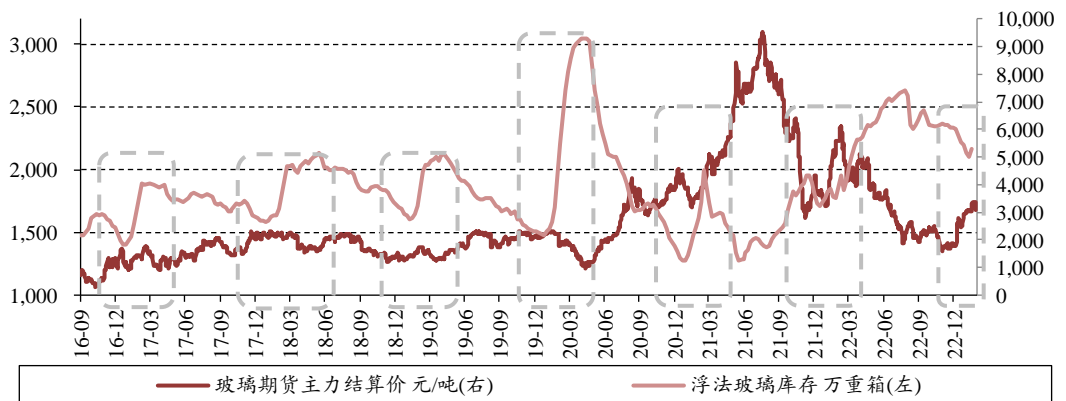


资料来源: iFinD, 中银证券

预期转好，谨慎乐观

复盘 2016 年以来玻璃期货主力合约与库存变化情况，可以发现历史上年底到春节前价格受预期引导、下游备货和产商提价出货影响，通常呈现去库提价的行情，此时的行情变化并不能反应来年真实的需求水平。17、18、19 年春节后由于去库较慢，短期价格均呈现先涨后跌的趋势，20、22 年春节前后随着库存的快速积累价格迅速下探。说明节前价格受预期影响较强，开春后的去库速度方能反应实际需求情况。此外，当前较高的库存水平将延缓去库速度，或对价格形成压制。

图表 8. 历史上年底到春节前通常呈现去库提价行情，真实需求情况通过开春后的去库速度反应



资料来源: 万得, 卓创资讯, 中银证券

12 月以来，随着保交楼、竣工修复预期转好，浮法玻璃在小幅去库下价格表现出触底回升的趋势，当前时点建议谨慎乐观：1) 节前价格受预期影响较强，短期看，3、4 月份开春以前实际需求情况仍不明朗，修复能否落地存疑；2) 当前较高的库存水平将延缓去库速度，或对价格形成压制；3) 22 年冷修产线并未完全退出，冷修完毕后仍存复产点火可能，需求弱复苏下行业供给情况或难言改善。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	9,643	14,573	13,039	16,882	24,527
营业收入	9,643	14,573	13,039	16,882	24,527
营业成本	6,050	7,252	9,985	12,214	17,667
营业税金及附加	126	177	170	219	319
销售费用	87	125	130	203	368
管理费用	721	1,388	652	844	1,226
研发费用	428	647	522	844	1,226
财务费用	129	69	93	109	140
其他收益	118	102	120	130	140
资产减值损失	(139)	(94)	11	12	16
信用减值损失	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	5	5	5
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	2,079	4,914	1,601	2,572	3,710
营业外收入	5	4	4	4	4
营业外支出	6	6	10	7	8
利润总额	2,078	4,912	1,596	2,569	3,706
所得税	269	690	207	334	482
净利润	1,809	4,221	1,388	2,235	3,224
少数股东损益	(5)	(12)	8	13	18
归母净利润	1,814	4,234	1,380	2,222	3,206
EBITDA	3,199	6,013	2,947	4,492	6,349
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.68	1.58	0.51	0.83	1.19

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,312	8,599	9,603	7,585	8,704
货币资金	888	4,404	5,130	2,596	2,683
应收账款	140	251	235	339	546
应收票据	132	49	50	50	50
存货	1,007	1,966	1,789	2,200	3,025
预付账款	67	255	300	300	300
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,079	1,674	2,100	2,100	2,100
非流动资产	10,989	12,349	17,139	21,167	23,358
长期投资	43	41	41	41	41
固定资产	8,117	8,413	10,906	14,845	18,339
无形资产	1,024	1,420	1,373	1,361	1,312
其他长期资产	1,806	2,475	4,820	4,920	3,666
资产合计	14,302	20,948	26,743	28,751	32,062
流动负债	3,728	4,529	5,634	6,056	7,103
短期借款	1,268	495	1,395	1,395	1,395
应付账款	1,044	2,007	2,494	2,891	3,862
其他流动负债	1,417	2,027	1,746	1,771	1,846
非流动负债	1,060	2,915	6,779	7,017	7,344
长期借款	494	1,026	3,226	3,226	3,226
其他长期负债	566	1,889	3,553	3,791	4,118
负债合计	4,788	7,444	12,414	13,073	14,447
股本	2,686	2,686	2,683	2,683	2,683
少数股东权益	61	158	166	179	198
归属母公司股东权益	9,452	13,346	14,163	15,499	17,417
负债和股东权益合计	14,302	20,948	26,743	28,751	32,062

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,809	4,221	1,388	2,235	3,224
折旧摊销	987	1,020	1,267	1,827	2,522
营运资金变动	(191)	(343)	(427)	93	(15)
其他	(1,040)	(2,943)	(1,060)	(412)	(583)
经营活动现金流	3,118	5,073	2,831	4,307	6,220
资本支出	1,141	1,430	6,057	5,854	4,713
投资变动	(14)	(1)	(5)	(5)	(5)
其他	7	(532)	72	58	40
投资活动现金流	(1,120)	(1,961)	(5,980)	(5,791)	(4,668)
银行借款	(502)	55	3,100	0	0
股权融资	(286)	(465)	1,500	0	0
其他	(4)	1,624	(162)	(164)	(176)
筹资活动现金流	(1,599)	407	3,875	(1,049)	(1,464)
净现金流	402	3,517	725	(2,533)	87

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长率(%)	3.6	51.1	(10.5)	29.5	45.3
营业利润增长率(%)	33.0	136.3	(67.4)	60.6	44.3
归属于母公司净利润增长率(%)	35.7	133.4	(67.4)	61.0	44.3
息税前利润增长率(%)	33.0	125.7	(66.3)	58.6	43.6
息税折旧前利润增长率(%)	20.8	88.0	(51.0)	52.4	41.3
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	35.7	133.4	(67.4)	61.0	44.3
获利能力					
息税前利润率(%)	22.9	34.3	12.9	15.8	15.6
营业利润率(%)	21.6	33.7	12.3	15.2	15.1
毛利率(%)	37.3	50.2	23.4	27.6	28.0
归母净利润率(%)	18.8	29.1	10.6	13.2	13.1
ROE(%)	19.0	31.3	9.7	14.3	18.3
ROIC(%)	13.4	20.4	5.5	8.1	10.4
偿债能力					
资产负债率	33.5	35.5	46.4	45.5	45.1
净负债权益比	12.3	(11.7)	4.8	20.5	17.8
流动比率	0.9	1.9	1.7	1.3	1.2
营运能力					
总资产周转率	67.4	69.6	48.8	58.7	76.5
应收账款周转率	11.1	8.2	8.0	8.4	8.9
应付账款周转率	63.0	101.0	91.2	86.4	79.8
费用率					
销售费用率(%)	0.9	0.9	1.0	1.2	1.5
管理费用率(%)	7.5	9.5	5.0	5.0	5.0
研发费用率(%)	4.4	4.4	4.0	5.0	5.0
财务费用率(%)	1.3	0.5	0.7	0.6	0.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.7	1.7	0.6	0.9	1.3
每股经营现金流(最新摊薄)	1.2	1.9	1.1	1.6	2.3
每股净资产(最新摊薄)	3.5	5.0	5.3	5.8	6.5
每股股息	0.3	0.3	0.2	0.3	0.5
估值比率					
P/E(最新摊薄)	17.8	7.6	23.3	14.5	10.0
P/B(最新摊薄)	3.4	2.4	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	11.4	8.1	12.9	8.5	6.0
价格/现金流(倍)	16.1	10.3	(10.2)	(21.7)	20.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371