

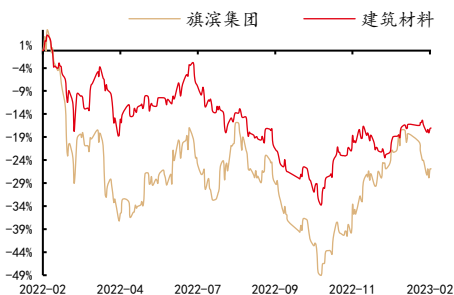
股票投资评级

买入 | 首次覆盖

旗滨集团(601636)

天时地利人和兼备，顺周期与高成长并举

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	11.39
总股本/流通股本 (亿股)	26.83 / 26.83
总市值/流通市值 (亿元)	306 / 306
52周内最高/最低价	17.16 / 7.85
资产负债率(%)	35.5%
市盈率	7.06
第一大股东	福建旗滨集团有限公司
持股比例(%)	25.4%

研究所

分析师: 丁士涛
SAC 登记编号: S1340522090005
Email: dingshitao@cnpsc.com

● 浮法周期底部拐点已现，供需格局优化推动景气向上

2022年在房地产基本面持续筑底、疫情反复等因素影响下，浮法玻璃行业需求端走弱、企业库存高位运行，浮法玻璃价格下降明显。同时，成本端纯碱、天然气、石油燃料等价格大幅上涨，导致盈利空间持续承压，2022H2行业已处于普遍亏损状态。

供给端来看，行业步入亏损阶段促进企业冷修进程加速，在产产能持续收缩。2022年全年冷修产线数量为42条，产能合计为25570t/d；新点火及复产产线数量为18条，产能合计为12965t/d，产能净减少12605t/d。进入2023年以来，另有3条产线冷修、3条产线复产，在产产能净增加50t/d；截至2022/2/9，浮法玻璃企业产能利用率为79.45%，产线开工率为78.81%，产能利用率与产线开工率均已降至2020H2的低位水平。

需求端来看，2022Q4房地产政策端催化下，“保交楼”已初显成效，Q4房地产竣工面积降幅逐月收窄；我们认为23年房地产竣工端持续修复的逻辑具备较强的确定性，作为竣工端建材的浮法玻璃需求亦有望回暖。库存方面，截至2022/2/9，全国浮法玻璃企业库存为7780.8万重量箱，环比上周下降3.54%，同比增长81.99%。价格与利润方面，全国浮法玻璃市场均价为1680元/吨，环比上周上涨0.17%，同比下降19.28%；以天然气/煤气/石油焦为燃料的浮法玻璃周均利润分别为-170/-136/74元/吨，环比上周分别提高8.60%/5.43%/21.31%。

● 2022Q4浮法主业盈利筑底，2023年有望彰显高弹性

根据业绩预告，公司2022年预计实现归母净利润12.5-14.5亿元，同比下降65.78%-70.50%；扣非归母净利润11.3-13.1亿元，同比下降68.47%-72.80%。按业绩预告中枢测算，公司2022Q4预计实现归母净利润1.01亿元，同比下降82.19%，环比下降40.14%；扣非归母净利润0.73亿元，同比下降87.08%，环比下降50.18%。我们认为当前浮法玻璃盈利底部已经确立，后续随着供需格局改善叠加库存去化，玻璃价格的制约因素将逐渐消散，玻璃价格有望迎来新一轮上涨。另外，随着纯碱行业新增产能陆续投产（预计2023年内新增产能800万吨/年），纯碱供给端逐渐转松，价格也有望边际下行，从而缓解成本端压力。我们估算公司2022Q4浮法玻璃单箱净利润约为3.7元/重量箱；参考公司往年数据，浮法玻璃单箱净利润高点出现在2021Q3，约为46.7元/重量箱，相比来看，业绩弹性空间十足，假设成本端保持稳定，浮法玻璃单价上涨10元/重量箱，公司利润将有望增厚10亿元以上。

● 规模、区位、资源皆具优势，成本端构筑坚实壁垒

2005年，公司通过收购株洲玻璃厂进入浮法玻璃行业，经过二十多年的发展，公司已构建为以浮法玻璃原片为主业，节能建筑玻璃、光伏、电子及药用玻璃多元化发展的格局。截至2022H1，公司具备浮法玻璃产线26条，产线日熔化量合计17600t/d，产能规模全国领先。从生产基地布局来看，公司生产基地多位于华南、华东等市场需求旺盛区域。运输方面，公司在多个基地配备码头，凭借港口优势可使大宗原材料和燃料通过水运购进，产品亦可通过海运到达长三角和珠三角，优越的运输条件使公司在同业中具有得天独厚的成本优势。另外，公司在多个基地均具备石英砂资源储备，截至2022Q1公司石英砂保有储量合计为3321.9万吨；2019-2021年石英砂自给率分别为47.8%/43.9%/55.6%。燃料动力方面，近年来公司利用产线冷修契机调整产线燃料系统，油气双燃料系统下公司能够根据燃料价格情况对使用配比调整从而控制成本。2022H2在行业普遍进入亏损状态下，公司依然保持单位产品盈利，凸显成本端核心优势。

● 新业务聚焦高端，2023年放量在即

公司《中长期发展战略规划纲要（2019-2024）》中提出向产品优质化、高端化转型发展。公司亦通过多期员工与事业合伙人持股计划推动高质量成长战略落地。公司自2019年起开启光伏、药用和电子玻璃等成长属性较强的高端产品布局。公司亦通过多期员工与事业合伙人持股计划推动高质量成长战略落地。药用玻璃方面，湖南药玻中性硼硅药用玻璃素管一期25t/d产线于2021年1月点火，当年10月投入商业运营；二期40t/d产线于2021年11月点火，预计2023年6月正式投入商业运营。电子玻璃方面，公司醴陵电子玻璃项目2019年7月一期65t/d点火，次年4月投入商业运营；二期65t/d 2022年7月点火，预计2023年内投入商业运营。光伏玻璃方面，目前公司已投产两条光伏压延玻璃产线（郴州光伏二线2022年4月、漳州光伏一线2023年1月点火），产能合计2400t/d。根据公司及相关省工信厅光伏玻璃听证会的公告，预计公司2023年内仍将有5条产线陆续建成（漳州光伏二线，浙江宁波宁海一线、二线，云南昭通一线、二线），2023年底产能达到8400t/d；2025年底产能有望增至15600t/d。公司光伏压延玻璃产线均为1200t/d大窑炉产线，具备生产超薄、大规格玻璃产品产能，符合当前光伏组件大尺寸、轻量化、双玻渗透率持续提升的发展趋势。公司光伏玻璃业务依托于自身资源端高质量超白石英砂供给、新产线先进技术等优势有望快速跻身行业前列，并成为公司业绩的新一成长极。

● 盈利预测与投资评级

公司作为浮法玻璃龙头，以规模、成本优势构筑坚实壁垒；2023年有望受益于行业供需格局改善而带来的景气度上行而彰显盈利高弹性。公司近年来新布局的光伏、药用、电子玻璃等成长

属性较强的高端化产品 2023 年将陆续进入产能释放期，有望为公司贡献可观的业绩增量。盈利预测方面，2021 年公司浮法玻璃销售均价 104.4 元/重量箱；我们参考玻璃期货价格走势，预计 2022 年销售均价同比下滑 20%至 83.6 元/重量箱；2023-2024 年销售均价修复至 95 元/重量箱。基于此假设，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 13.44/22.76/29.85 亿元，EPS 0.50/0.85/1.11 元，当前股价对应 PE 22.74x/13.43x/10.24x。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

浮法玻璃行业景气度回暖不及预期；原燃料价格大幅波动风险；光伏、药用、电子玻璃等新业务发展不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14573	12797	17916	21237
增长率(%)	51.12	-12.19	40.01	18.54
EBITDA（百万元）	6058.19	2459.16	3575.52	4380.81
归属母公司净利润（百万元）	4233.53	1344.00	2275.67	2984.59
增长率(%)	133.38	-68.25	69.32	31.15
EPS(元/股)	1.58	0.50	0.85	1.11
市盈率 (P/E)	7.22	22.74	13.43	10.24
市净率 (P/B)	4.97	4.57	5.42	6.53
EV/EBITDA	7.32	12.56	7.91	5.79

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	14573	12797	17916	21237	营业收入	51.1%	-12.2%	40.0%	18.5%
营业成本	7252	9708	13139	15325	营业利润	136.3%	-68.4%	69.7%	31.2%
税金及附加	177	142	199	236	归属于母公司净利润	133.4%	-68.3%	69.3%	31.2%
销售费用	125	115	161	191	获利能力				
管理费用	1388	704	985	1168	毛利率	50.2%	24.1%	26.7%	27.8%
研发费用	647	499	699	828	净利率	29.1%	10.5%	12.7%	14.1%
财务费用	69	131	164	112	ROE	31.7%	11.0%	15.6%	17.0%
资产减值损失	-94	-5	-5	-5	ROIC	26.5%	8.4%	12.6%	14.0%
营业利润	4914	1555	2638	3462	偿债能力				
营业外收入	4	8	8	8	资产负债率	35.5%	44.5%	40.7%	37.9%
营业外支出	6	0	0	0	流动比率	1.90	1.93	1.92	2.23
利润总额	4912	1563	2646	3470	营运能力				
所得税	690	219	370	486	应收账款周转率	74.63	37.59	37.51	36.62
净利润	4221	1344	2276	2985	存货周转率	9.80	6.44	8.79	9.09
归母净利润	4234	1344	2276	2985	总资产周转率	0.83	0.59	0.76	0.80
每股收益(元)	1.58	0.50	0.85	1.11	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.58	0.50	0.85	1.11
货币资金	4434	5090	6917	9618	每股净资产	4.97	4.57	5.42	6.53
交易性金融资产	820	820	820	820	估值比率				
应收票据及应收账款	300	666	787	939	PE	7.22	22.74	13.43	10.24
预付款项	255	341	462	539	PB	2.29	2.49	2.10	1.74
存货	1966	2009	2069	2603	现金流量表				
流动资产合计	8599	9749	11883	15353	净利润	4221	1344	2276	2985
固定资产	8413	8486	8539	8570	折旧和摊销	1020	711	743	775
在建工程	1424	1657	1877	2087	营运资本变动	-322	-595	596	129
无形资产	1420	1386	1353	1319	其他	154	222	253	229
非流动资产合计	12349	12656	12916	13144	经营活动现金流净额	5073	1682	3867	4118
资产总计	20948	22405	24799	28497	资本开支	-1430	-995	-1004	-1006
短期借款	495	1095	1295	1095	其他	-531	-12	4	4
应付票据及应付账款	2007	2087	2366	2870	投资活动现金流净额	-1961	-1007	-1000	-1001
其他流动负债	2027	1880	2520	2929	股权融资	111	-283	0	0
流动负债合计	4529	5062	6180	6894	债务融资	-465	2000	-1000	0
其他	2915	4915	3915	3915	其他	761	-1736	-41	-416
非流动负债合计	2915	4915	3915	3915	筹资活动现金流净额	407	-18	-1041	-416
负债合计	7444	9977	10095	10809	现金及现金等价物净增加额	3517	656	1827	2701
股本	2686	2660	2660	2660					
资本公积金	2517	2261	2261	2261					
未分配利润	7333	6338	8272	10809					
少数股东权益	158	158	158	158					
其他	809	1011	1352	1800					
所有者权益合计	13505	12428	14703	17688					
负债和所有者权益总计	20948	22405	24799	28497					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。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，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000