



买入（维持）

所属行业：建筑材料/玻璃纤维
当前价格(元)：7.48

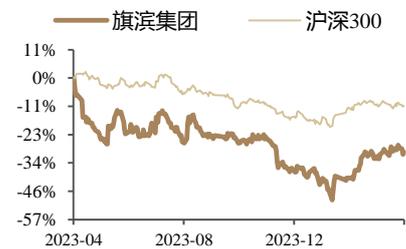
证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.74	17.61	21.04
相对涨幅(%)	4.40	16.70	13.57

资料来源：德邦证券研究所，聚源数据

相关研究

- 《旗滨集团(601636.SH): Q3环比改善，成长业务逐步放量》，2023.10.14
- 《旗滨集团(601636.SH): Q2业绩符合预期，静待成长业务放量》，2023.8.29
- 《旗滨集团(601636.SH): Q1浮法业务困境反转，23年成长业务放量可期》，2023.4.26

旗滨集团(601636.SH): Q1业绩高增，光伏玻璃第二主业雏形已现

投资要点

事件：公司2023年实现收入156.83亿元(+17.8%)，归母净利润17.51亿元(+32.98%)，扣非归母净利润16.62亿元(+39.41%)；公司24年一季度实现收入38.57亿元(+23.2%)，归母净利润4.42亿元(+292.3%)，扣非归母净利润4.16亿元(+543.09%)。同时，公司23年度分红方案，拟向全体股东每10股派发现金红利3.3元(含税)，现金分红约8.83亿元，现金分红比例为50.44%。

点评：

24Q1纯碱价格下行支撑盈利保持平稳。2023年地产竣工同比增长17%，在地产竣工的支撑下，玻璃需求尚可，公司全年销售各种优质浮法玻璃原片11402万重箱，同比增加599万重箱，根据卓创资讯数据，2023Q4全国浮法玻璃平均价格约2050元/吨，进入24年一季度，传统淡季价格有所回落，Q1全国含税均价约2001元/吨，环比回落约50元/吨，但是由于纯碱价格有所下降，公司整体盈利保持平稳，24Q1纯碱均价约2387元/吨，环比下降368元/吨，同比下降392元/吨，主要原材料成本的下降，使得公司24Q1的销售毛利率为26.09%，净利率12.18%，环比提升1.65%，同比提升8.57%，盈利保持高位稳定；展望二季度，从供给端来看，目前在产产能日容量为174365吨/天，处于近年来在产产能高位，由于当前盈利尚可，盈利驱动冷修生产线的加速复产，在产产能增加一定程度带来供给压力；而从需求端来看，24年Q1地产竣工面积同比下降20.7%，根据隆众资讯数据，截止到4月中旬，深加工企业订单天数为11.3天，环比下降8%，同比下降24%，工程类深加工订单表现仍旧一般，地产竣工下行或对当前供需格局带来一定冲击。

光伏产能加速扩产，打造新的业绩增长点。公司积极布局光伏领域，拥抱新能源赛道，打造光伏第二主业初见雏形。2023年公司漳州光伏2条各1200吨/日、宁波光伏2条各1200吨/日、马来西亚沙巴1条1200吨/日生产线相继建成点火，新增光伏玻璃产能6000吨/日，截止23年年末，公司7条光伏玻璃产能达到8200吨/日，其中在建3条单线产能1200吨/日的生产线，预计24年将陆续点火投产，23年公司超白光伏玻璃实现收入约34.12亿元，同比增长114.13%，毛利率为21.55%，同比提升13.47个pct。按照公司光伏玻璃建设规划，公司计划在马来西亚沙巴基地新建光伏新材料1,200吨/天光伏高透基材三线，届时投产后，公司光伏玻璃产能规模将跃居行业头部，随着光伏玻璃产能的陆续投产，将带来新的业绩增长点。同时公司成立子公司建设分布式光伏电站项目，一方面可以提升自身发电，降低用电成本；另一方面，积累光伏电站建设及运营经验，未来在双碳背景下，公司有望更深层次布局光伏领域。

电子玻璃继续扩产，新业务开拓渐入佳境。继公司醴陵电子首条65吨级高性能电子玻璃生产线在2020年4月进入商业化运营后，公司电子玻璃产能也稳步扩张，截止到23年末，公司已建成4条高性能电子玻璃生产线，总规模为345吨/天，同时在建2条生产线(共130吨/天)；公司透明微晶玻璃生产线项目已顺利达成一期目标，正加快进入量产以及二期扩产阶段，实现了高性能微晶盖板玻璃材料的批量国产化，加速实现国产替代，未来规模效应及品牌优势将逐步凸显；同时中性硼硅药用玻璃一期已经于21年10月实现商业化运营，目前公司有2条中性硼硅药用玻璃生产线(共60吨/天)，在四川泸州新建2条50吨/天的中性硼硅药用玻璃生产线，届时投产后公司药玻规模优势将显现；电子玻璃与中性硼硅管国产替代空间广阔，公司依托资源、渠道、成本等优势有望异军突起，未来产品结构将更加优化，高端产品提升公司竞争壁垒，整体估值有望抬升。

公司推出第五期员工持股计划，进一步提升员工积极性。23年公司适时推出第五期员工持股计划，此次员工持股计划规模不超过3144.743万股，占公司当前总股本的1.1719%，股票来源于公司回购专用账户；参加本期员工持股计划的员工总人数不超过890人，此次员工持股计划购买回购股份的价格为4.12元/股；根据公司中长期发展规划，已推出五期员工持股计划，将员工利益与公司发展深度绑定，提升员工的积极性，同时彰显了公司对未来发展的信心。

投资建议：当前地产进入调整期，浮法行业进入周期底部震荡阶段，公司规模及成本优势明显，浮法盈利相对稳定，而公司光伏、电子玻璃及药玻扩产稳步推进，未来将带来新的增长点。我们给予2024-2026年公司业绩分别为21.67、24.2和26.33亿元，对应EPS分别为0.81、0.9和0.98元，对应PE估值分别为9.3、8.3和7.6倍，维持“买入”评级。

风险提示：原材料持续涨价，成本压力加剧；地产投资大幅低于预期；新业务拓展进度不及预期；环保监管放松，产能退出进度不及预期。

股票数据	
总股本(百万股):	2,683.50
流通A股(百万股):	2,683.50
52周内股价区间(元):	5.42-10.67
总市值(百万元):	20,072.60
总资产(百万元):	33,649.79
每股净资产(元):	5.20
资料来源:公司公告	

主要财务数据及预测					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,313	15,683	21,440	23,248	25,148
(+/-)YOY(%)	-9.4%	17.8%	36.7%	8.4%	8.2%
净利润(百万元)	1,317	1,751	2,167	2,420	2,633
(+/-)YOY(%)	-69.0%	33.0%	23.8%	11.7%	8.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.49	0.65	0.81	0.90	0.98
毛利率(%)	21.2%	25.0%	22.5%	23.2%	23.5%
净资产收益率(%)	10.5%	12.9%	13.8%	13.3%	12.6%

资料来源:公司年报(2022-2023),德邦证券研究所
 备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.65	0.81	0.90	0.98
每股净资产	5.05	5.87	6.79	7.78
每股经营现金流	0.58	1.24	1.19	1.32
每股股利	0.35	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	10.48	9.26	8.29	7.62
P/B	1.35	1.27	1.10	0.96
P/S	1.28	0.94	0.86	0.80
EV/EBITDA	7.34	10.60	10.32	9.89
股息率%	5.1%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	25.0%	22.5%	23.2%	23.5%
净利润率	11.2%	10.1%	10.4%	10.5%
净资产收益率	12.9%	13.8%	13.3%	12.6%
资产回报率	5.5%	5.9%	5.6%	5.3%
投资回报率	7.3%	8.3%	7.7%	7.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	17.8%	36.7%	8.4%	8.2%
EBIT 增长率	57.5%	23.0%	13.6%	11.3%
净利润增长率	33.0%	23.8%	11.7%	8.8%
偿债能力指标				
资产负债率	53.2%	53.1%	55.0%	55.4%
流动比率	1.3	1.0	0.8	0.7
速动比率	1.0	0.7	0.5	0.5
现金比率	0.5	0.3	0.3	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	31.6	31.6	31.6	31.6
存货周转天数	62.5	62.5	62.5	62.5
总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.5
固定资产周转率	1.3	1.1	0.9	0.8

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,751	2,167	2,420	2,633
少数股东损益	-29	-36	-40	-44
非现金支出	1,449	81	110	91
非经营收益	293	455	546	692
营运资金变动	-1,921	671	145	165
经营活动现金流	1,543	3,339	3,181	3,538
资产	-5,309	-4,188	-5,682	-4,879
投资	-2	0	0	0
其他	-78	8	7	9
投资活动现金流	-5,389	-4,180	-5,675	-4,870
债权募资	6,405	187	3,878	3,024
股权募资	0	0	0	0
其他	-2,194	-456	-544	-695
融资活动现金流	4,211	-269	3,334	2,330
现金净流量	374	-1,110	840	998

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 25 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	15,683	21,440	23,248	25,148
营业成本	11,763	16,607	17,862	19,232
毛利率%	25.0%	22.5%	23.2%	23.5%
营业税金及附加	180	232	259	276
营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	171	234	254	275
营业费用率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用	842	1,072	1,162	1,257
管理费用率%	5.4%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	572	643	697	754
研发费用率%	3.6%	3.0%	3.0%	3.0%
EBIT	2,155	2,651	3,013	3,353
财务费用	163	394	486	618
财务费用率%	1.0%	1.8%	2.1%	2.5%
资产减值损失	-153	-58	-80	-64
投资收益	4	8	7	9
营业利润	2,012	2,430	2,714	2,950
营业外收支	-40	11	12	16
利润总额	1,972	2,441	2,726	2,966
EBITDA	3,454	2,675	3,043	3,380
所得税	250	310	346	376
有效所得税率%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%
少数股东损益	-29	-36	-40	-44
归属母公司所有者净利润	1,751	2,167	2,420	2,633

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,692	2,582	3,422	4,420
应收账款及应收票据	1,646	2,250	2,440	2,640
存货	2,013	2,842	3,057	3,291
其它流动资产	1,703	1,816	1,846	1,879
流动资产合计	9,054	9,490	10,765	12,230
长期股权投资	45	45	45	45
固定资产	11,985	19,518	25,770	30,544
在建工程	6,211	2,463	1,489	1,197
无形资产	2,112	2,449	2,778	3,111
非流动资产合计	22,861	26,991	32,599	37,413
资产总计	31,915	36,481	43,364	49,643
短期借款	353	490	4,288	7,222
应付票据及应付账款	3,345	4,723	5,080	5,469
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	3,023	3,863	4,086	4,328
流动负债合计	6,721	9,075	13,453	17,020
长期借款	8,063	8,113	8,193	8,283
其它长期负债	2,199	2,199	2,199	2,199
非流动负债合计	10,261	10,311	10,391	10,481
负债总计	16,982	19,386	23,845	27,501
实收资本	2,684	2,684	2,684	2,684
普通股股东权益	13,549	15,747	18,212	20,879
少数股东权益	1,383	1,348	1,307	1,264
负债和所有者权益合计	31,915	36,481	43,364	49,643

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021 年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获 2019 年金牛奖建筑材料第二名；2019 年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名；2020 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。