

# 旗滨集团 (601636.SH)

买入

## 2023 年报及 2024 一季报点评：浮法盈利有韧性，光伏玻璃规模效应逐步显现

### 核心观点

**全年业绩符合预期，Q1 业绩同比高增。**2023 年公司实现营收 156.8 亿元，同比+17.8%，归母净利润 17.5 亿元，同比+33.0%，扣非归母净利润 16.6 亿元，同比+39.4%，基本 EPS 为 0.66 元/股，并拟 10 派 3.3 元（含税），分红比例 50.44%。2024Q1 实现营收 38.6 亿元，同比+23.2%，归母净利润 4.42 亿元，同比+292.3%，扣非归母净利润 4.16 亿元，同比+543.1%，尽管浮法价格有所下滑，受益纯碱价格下行盈利基本稳定，光伏玻璃放量成为新的利润增长点。

**浮法玻璃盈利稳健，光伏玻璃快速增长。**2023 年实现浮法玻璃/光伏玻璃/节能玻璃/其他功能玻璃收入 90.7/34.1/27.8/2.4 亿元，同比+4.0%/+114.1%/+8.2%/+8.1%，其中销售浮法玻璃 1.14 亿重箱，同比+5.5%，光伏玻璃 1.94 亿平方米，同比+202%，节能玻璃 3919 万平方米，同比+0.6%；测算浮法玻璃箱收入/箱成本/箱成本 79.5 元（-1.2 元）、57.9 元（-4.2 元）和 21.6 元（+3.1 元），虽然浮法价格略有下降，受益原燃料下降，盈利能力同比提升，同时光伏玻璃产能不断释放，销量同比大幅增长贡献成长；截至 3 月末光伏在产产能 8200t/d，年内有 3\*1200t/d 待点火，同时公司公告拟投资建设马来三线 1200t/d，随着产能爬坡完成，盈利仍有较大提升空间。

**盈利同比大幅提升，费用率和负债率小幅提升。**2023 年综合毛利率 25%，同比+3.8pp，其中浮法玻璃/光伏玻璃/节能玻璃/其他功能玻璃毛利率 27.2%/21.5%/20.7%/8.9%，同比+4.2pp/+13.8pp/-0.5pp/-16.9pp，2024Q1 毛利率 26.1%，同比+12.7pp/环比-3.0pp，Q1 浮法盈利韧性进一步凸显，毛利率同比增长，同时光伏玻璃规模效应显现，盈利能力大幅提升；全年期间费用率 11.2%，同比+1.1pp，其中销售/管理/财务/研发费用率同比+0.1pp/+0.2pp/+0.9pp/-0.1pp，管理费用主因光伏板块扩张、人员增长带动薪酬增加所致，财务费用主因利息支出增加叠加汇兑收益同比减少影响，2024Q1 期间费用率 11.9%，同比+1.6pp/环比-0.5pp。2023 年实现经营性净现金流 15.4 亿，同比+171.9%，截至 2023 年和 2024Q1 资产负债率 53.2%和 54.5%，受业务开拓影响，资产负债率小幅提高，但仍处于相对健康水平。

**风险提示：**房地产竣工低于预期；供给增加超预期；成本上涨超预期。

**投资建议：**浮法盈利有韧性，光伏加速投产贡献增量，维持“买入”评级。

公司作为浮法玻璃龙头，成本优势显著，光伏玻璃快速放量有望复制浮法优势，进一步贡献业绩弹性，同时电子玻璃和药用玻璃继续突破，盈利有望逐步改善。预计 2024-2026 年 EPS 为 0.71/0.92/1.08 元/股，对应 PE 11.0/8.5/7.2x，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,313	15,683	19,856	23,658	26,231
(+/-%)	-8.6%	17.8%	26.6%	19.1%	10.9%
净利润(百万元)	1317	1751	1904	2457	2896
(+/-%)	-68.9%	33.0%	8.7%	29.1%	17.9%
每股收益(元)	0.49	0.65	0.71	0.92	1.08
EBIT Margin	10.3%	13.7%	12.0%	12.7%	13.3%
净资产收益率 (ROE)	10.5%	12.9%	13.1%	15.6%	16.9%
市盈率 (PE)	15.9	12.0	11.0	8.5	7.2
EV/EBITDA	13.5	11.2	10.2	8.4	7.5
市净率 (PB)	1.67	1.55	1.45	1.33	1.22

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 财报点评

#### 建筑材料 · 玻璃玻纤

证券分析师：任鹤  
010-88005315  
renhe@guosen.com.cn  
S0980520040006

证券分析师：陈颖  
0755-81981825  
chenying4@guosen.com.cn  
S0980518090002

#### 基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		7.73 元
总市值/流通市值		20743/20743 百万元
52 周最高价/最低价		10.35/5.21 元
近 3 个月日均成交额		262.10 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《旗滨集团 (601636.SH) -2023 年三季报点评：盈利水平延续改善，光伏玻璃产能释放》——2023-10-18
- 《旗滨集团 (601636.SH) -2023 年中报点评：Q2 盈利水平改善明显，持续推进战略落地》——2023-08-30
- 《旗滨集团 (601636.SH) -2022 年报及 2023 一季报点评：盈利底部边际修复，新兴业务稳步推进》——2023-04-27
- 《旗滨集团 (601636.SH) -2022 年三季报点评：成本高位致 Q3 盈利承压，产品升级持续推进》——2022-10-28
- 《旗滨集团 (601636.SH) -2022 年中报点评：需求成本压制业绩，持续推进产品结构升级》——2022-08-31

**全年业绩符合预期，Q1 业绩同比高增。**2023 年公司实现营收 156.8 亿元，同比+17.8%，归母净利润 17.5 亿元，同比+33.0%，扣非归母净利润 16.6 亿元，同比+39.4%，基本 EPS 为 0.66 元/股，并拟 10 派 3.3 元（含税），分红比例为 50.44%；其中 Q4 单季度营收 38.6 亿元，同比+25.9%，归母净利润 5.1 亿元，同比+644.8%。2024Q1 实现营收 38.6 亿元，同比+23.2%，归母净利润 4.42 亿元，同比+292.3%，扣非归母净利润 4.16 亿元，同比+543.1%，尽管浮法价格有所下滑，受益纯碱价格下行盈利基本稳定，光伏玻璃放量成为新的利润增长点。

图1：旗滨集团营业收入及增速（单位：亿元、%）



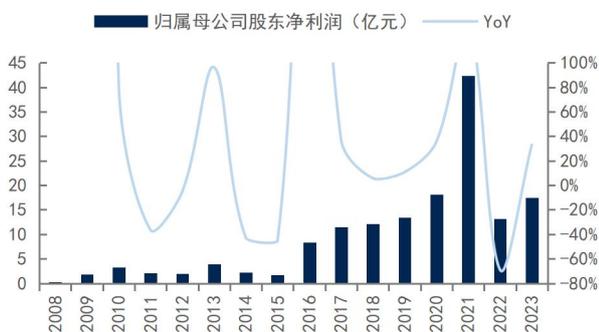
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：旗滨集团单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：旗滨集团归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理  
(2016=+387.4%，2021=+133.4%)

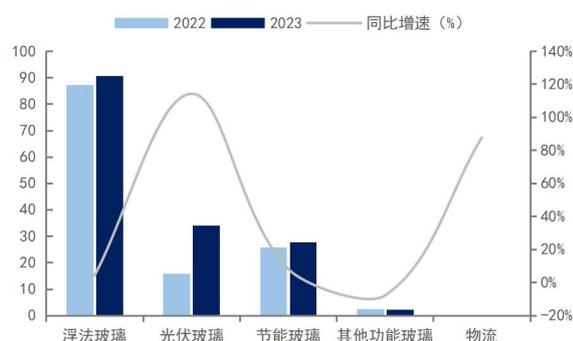
图4：旗滨集团单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

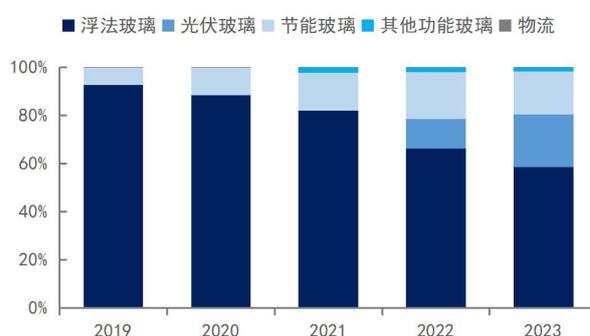
**浮法玻璃盈利稳健，光伏玻璃快速增长。**2023 年实现浮法玻璃/光伏玻璃/节能玻璃 / 其他功能玻璃 收入 90.7/34.1/27.8/2.4 亿元，同比+4.0%/+114.1%/+8.2%/-8.1%，其中销售浮法玻璃 1.14 亿重箱，同比+5.5%，光伏玻璃 1.94 亿平方米，同比+202%，节能玻璃 3919 万平方米，同比+0.6%；测算浮法玻璃箱收入/箱成本/箱成本 79.5 元（-1.2 元）、57.9 元（-4.2 元）和 21.6 元（+3.1 元），虽然浮法价格略有下降，受益原燃料下降，盈利能力同比提升，同时光伏玻璃产能不断释放，销量同比大幅增长贡献成长；截至 3 月末光伏在产产能 8200t/d，年内有 3\*1200t/d 待点火，同时公司公告拟投资建设马来三线 1200t/d，随着产能爬坡完成，盈利仍有较大提升空间

图5: 旗滨集团分产品收入及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 旗滨集团分产品收入构成



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 旗滨集团浮法玻璃原片销量及增速



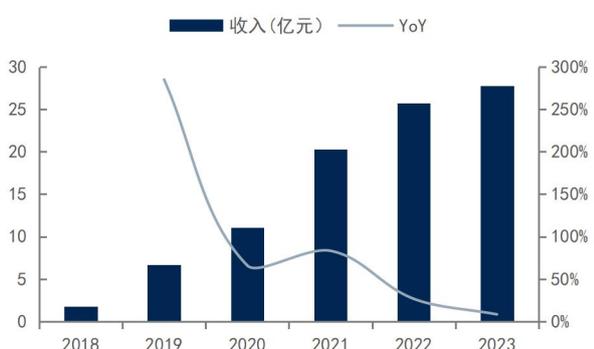
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 旗滨集团玻璃原片箱收入和箱成本



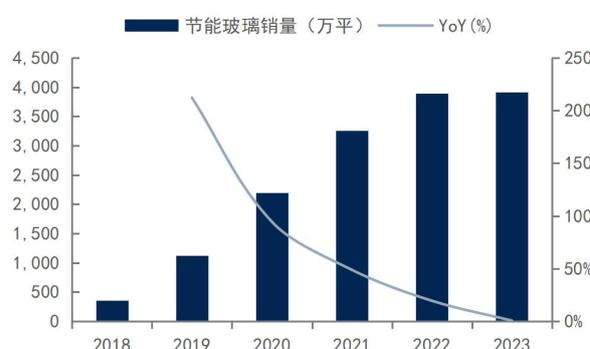
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 旗滨集团节能玻璃业务收入与增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 旗滨集团节能玻璃销量



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**盈利同比大幅提升，费用率和负债率小幅提升。**2023年综合毛利率25%，同比+3.8pp，其中浮法玻璃/光伏玻璃/节能玻璃/其他功能玻璃毛利率27.2%/21.5%/20.7%/8.9%，同比+4.2pp/+13.8pp/-0.5pp/-16.9pp，2024Q1毛利率26.1%，同比+12.7pp/环比-3.0pp，Q1浮法盈利韧性进一步凸显，毛利率同比增长，同时光伏玻璃规模效应显现，盈利能力大幅提升；全年期间费用率11.2%，同比+1.1pp，其中销售/管理/财务/研发费用率同比+0.1pp/+0.2pp/+0.9pp/-0.1pp，管理费用主因光伏板块扩张、人员增长带动薪酬增加所致，财务费用主因利息支出增加叠加汇兑收益同比减少影响，2024Q1期间费用率11.9%，同比+1.6pp/环比-0.5pp。2023年实现经营性净现金流15.4亿，同比+171.9%，截至2023年末和2024Q1资产负债率分别为53.2%和54.5%，受业务开拓借款增加影响，资产负债率小幅提高，但仍处于相对健康水平。

图11: 旗滨集团综合毛利率和净利率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 旗滨集团单季度综合毛利率和净利率 (%)



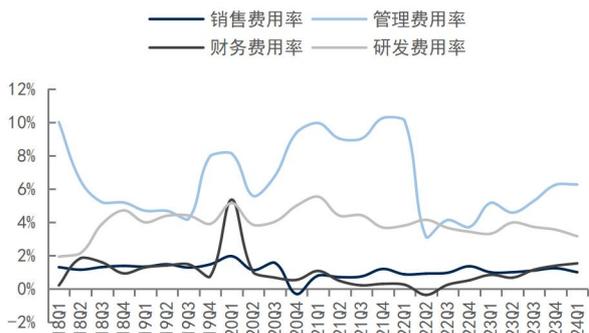
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 旗滨集团期间费用率 (%)



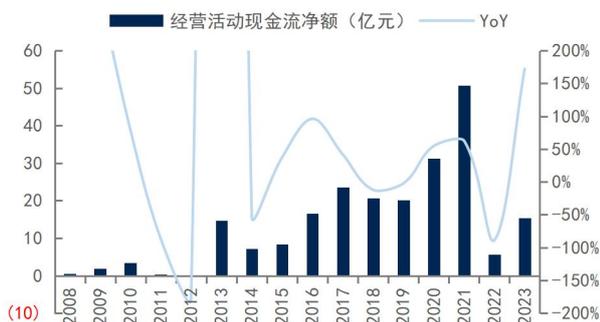
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 旗滨集团单季度期间费用率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 旗滨集团经营性现金流净额及增速 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理  
(2013=+4326.4%)

图16: 旗滨集团单季度末资产负债率 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**浮法盈利有韧性，光伏加速投产贡献增量，维持“买入”评级。公司作为浮法玻璃龙头，成本优势显著，光伏玻璃快速放量有望复制浮法优势，进一步贡献业绩弹性，同时电子玻璃和药用玻璃继续突破，盈利有望逐步改善。预计2024-2026年EPS为0.71/0.92/1.08元/股，对应PE 11.0/8.5/7.2x，维持“买入”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3326	3692	4000	4200	4896	营业收入	13313	15683	19856	23658	26231
应收款项	1166	1702	2263	2831	3296	营业成本	10488	11763	15289	18098	19921
存货净额	1959	2013	2709	3224	3580	营业税金及附加	136	180	227	271	300
其他流动资产	1270	1647	1990	2427	2660	销售费用	137	171	199	237	262
<b>流动资产合计</b>	<b>7721</b>	<b>9054</b>	<b>10962</b>	<b>12683</b>	<b>14432</b>	管理费用	684	842	1038	1196	1317
固定资产	12779	18196	18945	19685	20307	研发费用	500	572	715	852	944
无形资产及其他	1789	2112	2028	1943	1859	财务费用	21	163	390	388	379
投资性房地产	2096	2508	2508	2508	2508	投资收益	7	4	0	0	0
长期股权投资	48	45	55	65	75	资产减值及公允价值变动	(44)	(153)	(50)	(50)	(50)
<b>资产总计</b>	<b>24434</b>	<b>31915</b>	<b>34498</b>	<b>36883</b>	<b>39181</b>	其他收入	(390)	(403)	(535)	(672)	(764)
短期借款及交易性金融负债	1389	1276	1334	1342	1210	营业利润	1421	2012	2128	2746	3237
应付款项	2424	3345	4153	4795	5377	营业外净收支	15	(40)	0	0	0
其他流动负债	1952	2100	2794	3251	3598	<b>利润总额</b>	<b>1435</b>	<b>1972</b>	<b>2128</b>	<b>2746</b>	<b>3237</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5764</b>	<b>6721</b>	<b>8280</b>	<b>9388</b>	<b>10185</b>	所得税费用	111	250	255	330	388
长期借款及应付债券	4923	9378	9378	9378	9378	少数股东损益	7	(29)	(31)	(40)	(48)
其他长期负债	821	883	976	1054	1139	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1317</b>	<b>1751</b>	<b>1904</b>	<b>2457</b>	<b>2896</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>5745</b>	<b>10261</b>	<b>10355</b>	<b>10432</b>	<b>10518</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>11509</b>	<b>16982</b>	<b>18635</b>	<b>19820</b>	<b>20702</b>	净利润	1317	1751	1904	2457	2896
少数股东权益	327	1383	1362	1333	1300	资产减值准备	(50)	88	62	15	9
股东权益	12598	13549	14501	15730	17178	折旧摊销	1038	1224	1511	1854	2055
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>24434</b>	<b>31915</b>	<b>34498</b>	<b>36883</b>	<b>39181</b>	公允价值变动损失	44	153	50	50	50
						财务费用	21	163	390	388	379
						营运资本变动	(1588)	(370)	269	(328)	(30)
						其它	45	(102)	(84)	(44)	(42)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>806</b>	<b>2744</b>	<b>3712</b>	<b>4005</b>	<b>4938</b>
每股收益	0.49	0.65	0.71	0.92	1.08	资本开支	0	(6302)	(2500)	(2575)	(2652)
每股红利	0.83	0.33	0.35	0.46	0.54	其它投资现金流	820	0	0	0	0
每股净资产	4.69	5.05	5.40	5.86	6.40	<b>投资活动现金流</b>	<b>813</b>	<b>(6299)</b>	<b>(2510)</b>	<b>(2585)</b>	<b>(2662)</b>
ROIC	7%	8%	7%	9%	10%	权益性融资	25	0	0	0	0
ROE	10%	13%	13%	16%	17%	负债净变化	2642	4395	0	0	0
毛利率	21%	25%	23%	23%	24%	支付股利、利息	(2229)	(897)	(952)	(1229)	(1448)
EBIT Margin	10%	14%	12%	13%	13%	其它融资现金流	(3576)	(3076)	58	8	(132)
EBITDA Margin	18%	22%	20%	21%	21%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2726)</b>	<b>3920</b>	<b>(894)</b>	<b>(1220)</b>	<b>(1580)</b>
收入增长	-9%	18%	27%	19%	11%	<b>现金净变动</b>	<b>(1107)</b>	<b>365</b>	<b>308</b>	<b>200</b>	<b>696</b>
净利润增长率	-69%	33%	9%	29%	18%	货币资金的期初余额	4434	3326	3692	4000	4200
资产负债率	48%	58%	58%	57%	56%	货币资金的期末余额	3326	3692	4000	4200	4896
股息率	10.6%	4.3%	4.5%	5.9%	6.9%	企业自由现金流	0	(3565)	1382	1595	2441
P/E	15.9	12.0	11.0	8.5	7.2	权益自由现金流	0	(2247)	1097	1262	1975
P/B	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2						
EV/EBITDA	13.5	11.2	10.2	8.4	7.5						

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032