

旗滨集团 (601636.SH) / 建筑材料

证券研究报告/公司点评

2024年5月17日

评级：增持（维持）

市场价格：8.12元

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

研究助理：刘铭政

Email: liumz01@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

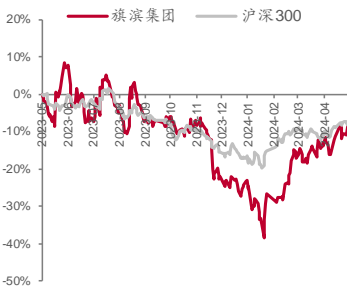
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	13,313	15,683	19,505	24,117	26,653
增长率 yoy%	-8.6%	17.8%	24.4%	23.6%	10.5%
净利润（百万元）	1,317	1,751	2,049	2,391	2,661
增长率 yoy%	-68.9%	33.0%	17.0%	16.7%	11.3%
每股收益（元）	0.49	0.65	0.76	0.89	0.99
每股现金流量	0.21	0.58	0.55	1.85	2.16
净资产收益率	10%	12%	12%	13%	12%
P/E	16.5	12.4	10.6	9.1	8.2
P/B	1.7	1.6	1.4	1.3	1.1

备注：股价取自2024年5月16日收盘价

基本状况

总股本（百万）	2,684
流通股本（百万）	2,684
市价（元）	8.12
市值（亿元）	21,790
流通市值（亿元）	21,790

股价与行业-市场走势对比



相关报告

【公司点评】Q2 浮法盈利改善明显，光伏玻璃贡献增量（20230901）

【公司点评】浮法盈利筑底回升 光伏玻璃全年放量在即（20230504）

【行业深度】底部回升趋势确立，景气复苏在途（20230416）

【公司点评】浮法底部春将至，盈利修复弹性可期（20230130）

【公司点评】浮法玻璃盈利筑底，关注多元业务新成长（20221111）

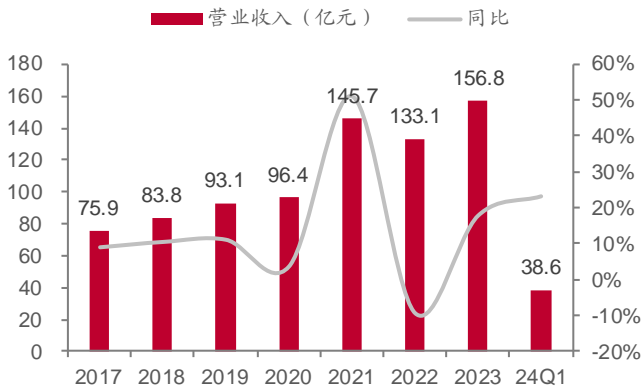
【公司点评】浮法行业底部或已现，新业务蓄势待发（20220830）

【公司点评】浮法仍有承压，22H2 价格有望回暖（20220630）

投资要点

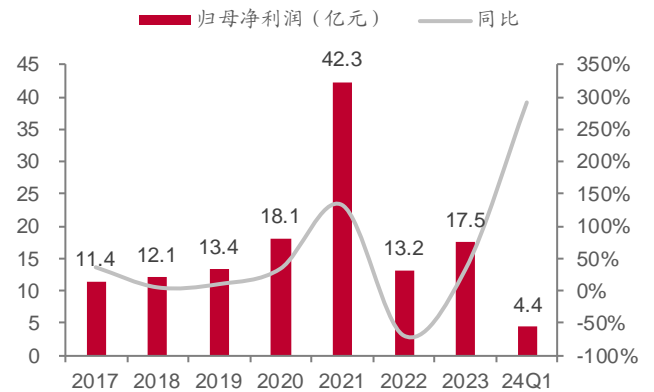
- **事件一：**4月24日晚公司发布23年年报，全年实现营收156.8亿元，同比+17.8%；归母净利润17.5亿元，同比+33.0%；扣非归母净利16.6亿元，同比+39.4%。23Q4营收45.0亿元，同比+29.5%；归母净利润5.1亿元，同比+645.4%；扣非归母净利5.3亿元，同比+1069.4%。
- **事件二：**公司发布24年一季报，24Q1实现营收38.6亿元，同比+23.2%；归母净利润4.4亿元，同比+292.3%；扣非归母净利4.2亿元，同比+543.1%。
- **23年浮法盈利修复，24Q1盈利维持高位。**23年公司浮法玻璃销量同比上升5.6%至1.14亿重箱，全年单价同比-1%至80元/重箱，随着价格逐季修复及原燃料成本下降，公司浮法玻璃全年实现毛利率27.2%，同比+4.2pcts。进入24Q1，由于下游竣工需求转弱，浮法玻璃行业累库，价格略有下降，据卓创资讯，24Q1末全国重点省份浮法厂商库存6044万重箱，季度环比+3049万重箱，同比+568万重箱；全国浮法均价2001元/吨，季度环比-51元/吨，同比+258元/吨。虽然24Q1浮法玻璃价格略有下降，但由于纯碱成本降低，我们预计公司24Q1盈利季度环比仍维持高位。由于当前行业盈利尚可，在产产能依旧高位维持，面临竣工需求下行现实，行业供给仍有过剩压力。由于公司在浮法玻璃定价及成本上具备明显优势，我们预计其浮法玻璃业务未来仍有望保持较强竞争力。
- **光伏玻璃量利齐升，产能持续稳步释放。**2023年公司光伏玻璃实现营收34.1亿元，同比+114.1%，实现销量1.9亿平，同比+201.7%，我们预计营收增速高于销量主要系2.0mm产品占比提升影响。盈利方面，23年公司光伏玻璃实现毛利率21.6%，同比+13.5pcts，对比行业龙头福莱特、信义光能23年光伏玻璃业务毛利率分别为22.5%、21.4%，公司光伏玻璃盈利水平已跻身行业第一梯队。我们认为，公司盈利水平之所以能实现追赶，一方面是公司新投产产能均为1200t/d大窑炉，较行业龙头老旧产线具备规模与效率优势；第二方面则来自公司成本优势，由于公司浮法产能位居行业前列，具备原燃料集采优势，加之公司在超白砂等原料拥有矿产储备，成本护城河优势深厚。截至23年年底，公司光伏玻璃在产产能达8200t/d，在建产能3600t/d预计有望于24年陆续点火，24年底在产产能有望达11800t/d。同时，公司于24年4月公告拟于马来西亚沙巴建设1条1200t/d产线，届时公司国内布局进一步完善。在产能稳步扩张的同时，公司未来将持续推进硅砂、白云石等矿产资源以及直供管道天然气资源的获取，并加快云南彝良、沙巴古达硅砂矿以及沙巴古达码头、宁海码头建设，优化硅砂加工工艺，继续增厚成本优势。
- **投资建议：浮法盈利维持韧性，光伏玻璃稳步投产贡献弹性。**作为浮法玻璃龙头，公司成本优势显著，具备安全边际；光伏玻璃业务实现追赶，盈利水平仍有进一步改善空间，未来有望承接浮法业务贡献业绩弹性，我们预计公司24-26年归母净利至20.5/23.9/26.6亿（原24-25年预测为23.9/30.1亿），主要系调减浮法玻璃单位价格预期假设，调整后盈利预测对应当前股价PE为11/9/8倍。公司浮法玻璃业务盈利保持韧性，光伏玻璃持续贡献增量，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原料价格波动超预期风险；地产竣工不及预期风险；产能扩张不及预期风险。

图表 1：公司 2017-24Q1 营业收入情况 (亿元)



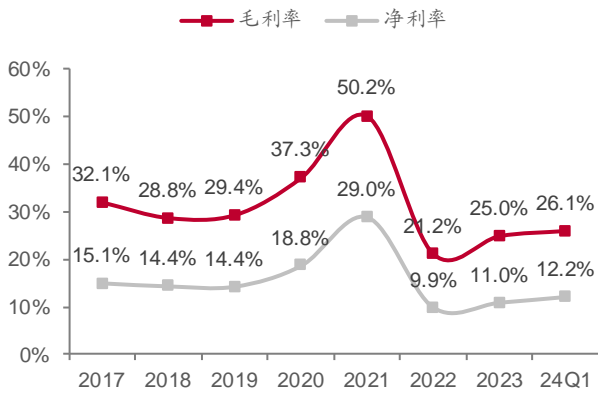
来源：wind，中泰证券研究所

图表 2：公司 2017-24Q1 归母净利润情况 (亿元)



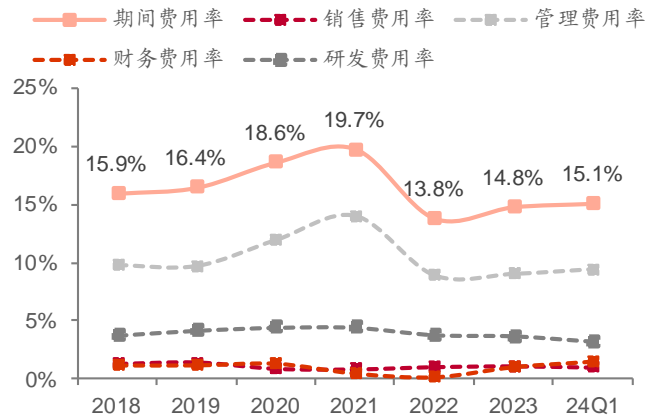
来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：公司 2017-24Q1 毛利率及净利率



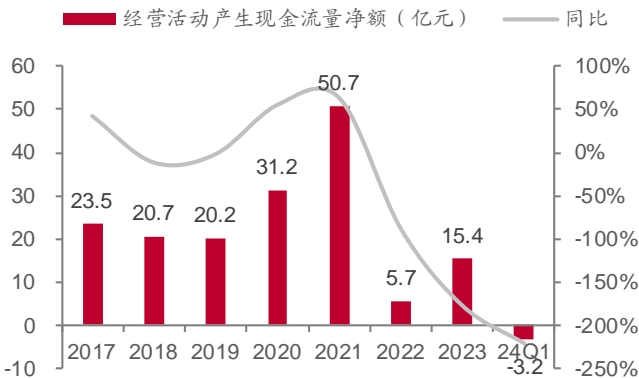
来源：wind，中泰证券研究所

图表 4：公司 2018-24Q1 期间费用率水平



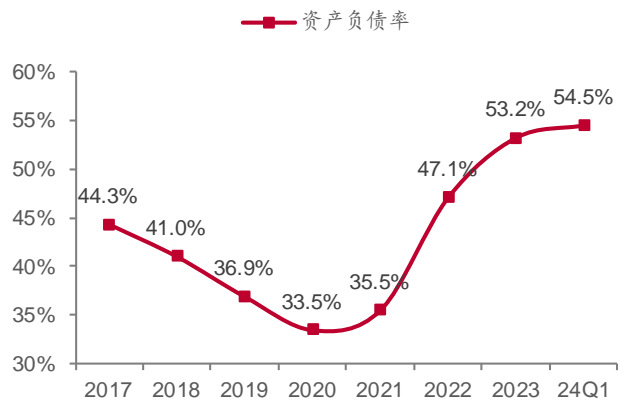
来源：wind，中泰证券研究所

图表 5：公司 2017-24Q1 经营现金流净额 (亿元)



来源：wind，中泰证券研究所

图表 6：公司 2017-24Q1 末资产负债率



来源：wind，中泰证券研究所

图表7: 公司财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,692	5,851	7,235	6,130	营业收入	15,683	19,505	24,117	26,653
应收票据	290	361	446	493	营业成本	11,763	14,691	18,141	19,920
应收账款	1,356	1,659	2,055	2,280	税金及附加	180	223	276	305
预付账款	224	499	617	677	销售费用	171	213	263	291
存货	2,013	2,646	3,268	3,588	管理费用	842	1,047	1,294	1,430
合同资产	0	0	0	0	研发费用	572	712	880	973
其他流动资产	1,479	2,236	2,283	1,990	财务费用	163	83	102	119
流动资产合计	9,054	13,254	15,904	15,159	信用减值损失	-18	-18	-18	-18
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-153	-50	-50	-50
长期股权投资	45	45	45	45	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	11,773	18,391	24,315	27,656	投资收益	4	4	4	4
在建工程	5,970	6,270	6,470	6,170	其他收益	201	201	201	201
无形资产	2,112	2,312	2,484	2,636	营业利润	2,012	2,676	3,299	3,756
其他非流动资产	2,961	3,463	4,065	4,775	营业外收入	18	18	19	18
非流动资产合计	22,861	30,481	37,379	41,283	营业外支出	58	58	58	58
资产合计	31,915	43,735	53,283	56,441	利润总额	1,972	2,636	3,260	3,716
短期借款	353	10,391	16,141	16,106	所得税	250	334	414	471
应付票据	439	548	677	743	净利润	1,722	2,302	2,846	3,245
应付账款	2,906	2,204	2,776	2,390	少数股东损益	-29	253	455	584
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,751	2,049	2,391	2,661
合同负债	93	18	22	25	NOPLAT	1,864	2,374	2,936	3,348
其他应付款	1,198	1,198	1,198	1,198	EPS (按最新股本摊薄)	0.65	0.76	0.89	0.99
一年内到期的非流动负债	923	1,107	1,329	1,595					
其他流动负债	809	991	1,209	1,372					
流动负债合计	6,721	16,457	23,352	23,430					
长期借款	8,063	8,263	8,463	8,663					
应付债券	1,316	1,316	1,316	1,316					
其他非流动负债	883	1,003	1,147	1,319					
非流动负债合计	10,261	10,581	10,925	11,297					
负债合计	16,982	27,038	34,277	34,727					
归属母公司所有者权益	13,549	15,060	16,914	19,038					
少数股东权益	1,383	1,637	2,092	2,676					
所有者权益合计	14,933	16,697	19,006	21,714					
负债和股东权益	31,915	43,735	53,283	56,441					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,543	1,486	4,956	5,809
现金收益	3,165	3,893	5,190	6,263
存货影响	-54	-633	-621	-320
经营性应收影响	-412	-599	-549	-282
经营性应付影响	1,151	-593	701	-319
其他影响	-2,306	-581	235	468
投资活动现金流	-5,389	-9,249	-9,248	-6,862
资本支出	-6,601	-8,625	-8,538	-6,092
股权投资	3	0	0	0
其他长期资产变化	1,209	-624	-710	-770
融资活动现金流	4,211	9,923	5,676	-52
借款增加	4,342	10,422	6,172	431
股利及利息支付	-897	-1,313	-1,462	-1,490
股东融资	0	0	0	0
其他影响	766	814	966	1,007

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	17.8%	24.4%	23.6%	10.5%
EBIT增长率	46.6%	27.4%	23.7%	14.1%
归母公司净利润增长率	33.0%	17.0%	16.7%	11.3%
获利能力				
毛利率	25.0%	24.7%	24.8%	25.3%
净利率	11.0%	11.8%	11.8%	12.2%
ROE	11.7%	12.3%	12.6%	12.3%
ROIC	9.3%	7.8%	7.9%	8.5%
偿债能力				
资产负债率	53.2%	61.8%	64.3%	61.5%
债务权益比	77.3%	132.2%	149.4%	133.5%
流动比率	1.3	0.8	0.7	0.6
速动比率	1.0	0.6	0.5	0.5
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5
应收账款周转天数	25	28	28	29
应付账款周转天数	73	63	49	47
存货周转天数	61	57	59	62
每股指标 (元)				
每股收益	0.65	0.76	0.89	0.99
每股经营现金流	0.57	0.55	1.85	2.16
每股净资产	5.05	5.61	6.30	7.09
估值比率				
P/E	12.4	10.6	9.1	8.2
P/B	1.6	1.4	1.3	1.1

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。