

旗滨集团 (601636.SH) / 建筑材料

证券研究报告/公司点评

2023年5月3日

评级：增持（维持）

市场价格：10.27元

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师：聂磊

执业证书编号：S0740521120003

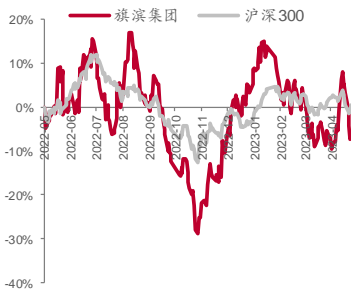
Email: nielei@zts.com.cn

研究助理：刘铭政

Email: liumz01@zts.com.cn

基本状况

总股本（百万）	2,684
流通股本（百万）	2,684
市价（元）	10.27
市值（亿元）	27,560
流通市值（亿元）	27,560

股价与行业-市场走势对比

相关报告

【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）

【公司点评】浮法阶段性承压，光伏玻璃打开成长新局面（20220411）

【公司点评】业绩创历史最佳，光伏玻璃产能扩张加快（20220408）

公司盈利预测及估值

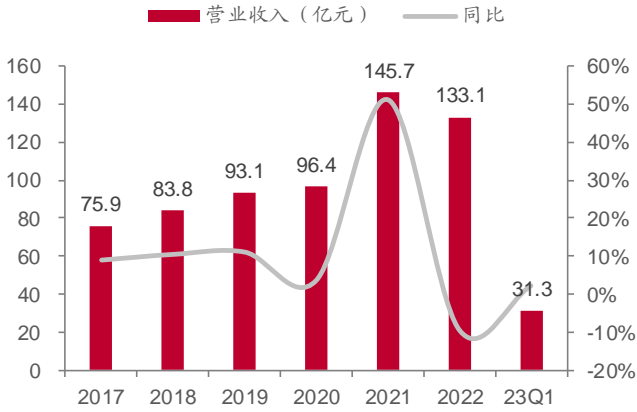
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	14,573	13,313	17,352	23,333	26,102
增长率 yoy%	51.1%	-9.4%	30.3%	34.5%	11.9%
净利润（百万元）	4,234	1,317	2,286	2,881	3,530
增长率 yoy%	133.4%	-68.9%	73.6%	26.0%	22.5%
每股收益（元）	1.58	0.49	0.85	1.07	1.32
每股现金流量	1.89	0.21	0.88	1.78	2.22
净资产收益率	31%	10%	16%	17%	18%
P/E	6.5	20.8	12.0	9.5	7.8
P/B	2.1	2.2	1.9	1.6	1.4

备注：股价取自 2023 年 4 月 28 日收盘价

投资要点

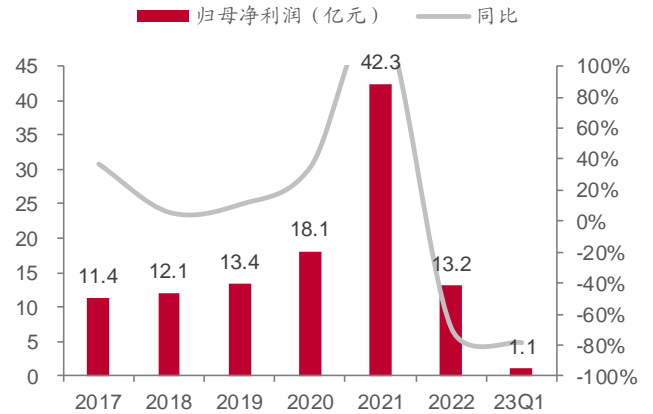
- **事件一**：4月25日晚公司发布22年年报，全年实现营收133.1亿元，同比-9.4%；归母净利润13.2亿元，同比-69.0%；扣非归母净利11.9亿元，同比-71.3%。单四季度营收34.7亿元，同比-10.3%；归母净利0.7亿元，同比-87.9%；扣非归母净利润0.4亿元，同比-91.9%。
- **事件二**：公司发布23年一季报，23Q1实现营收31.3亿元，同比+2.2%；归母净利1.1亿元，同比-78.4%；扣非归母净利0.6亿元，同比-86.6%。
- **浮法业务景气复苏在途，盈利修复可期**。受浮法行业景气下行影响，22年公司浮法玻璃销量同比下滑9%至1.08亿重箱，单价同比-23%至81元/重箱，叠加主要原燃料成本高位运行，我们估算公司全年单箱净利同比-73%至约7.8元/重箱。23Q1随着防控政策调整及“保交楼”政策的积极推进，地产竣工明显改善。据国家统计局，23年1-3月全国地产竣工累计同比+14.7%，单3月同比+32.0%。我们预计在竣工修复背景下，公司23Q1浮法玻璃销量同比略有回升。进入3月随竣工加速回暖，浮法厂商库存快速去化。据卓创资讯，截至4月28日，全国重点省份厂商库存周环比-11%至4080万重箱，连续8周实现去化，累计降幅达43%，相较过去4年仅高于21年同期水平；全国浮法玻璃均价2180元/吨，较年初+32%。当前全国浮法玻璃在产产能已降至16.3万t/d低位水平，相比上年同期-5%，供给收缩+需求回暖，旺季来临下玻璃价格有望继续上行，叠加下半年上游纯碱行业产能扩增，预计玻璃成本有望得以缓解，23年公司浮法玻璃盈利修复可期。
- **光伏玻璃产能放量在即，望贡献盈利弹性**。22年公司主营光伏玻璃及深加工子公司湖南旗滨光能实现营收18.1亿，净利润4097万元，已初步实现盈利。目前公司有3条合计3400t/d光伏玻璃产线在产，规划7条1200t/d压延产线，我们预计其中5条有望在23年陆续点火，另2条生产产线有望于24H1点火，届时公司光伏玻璃产能有望达1.2万t/d，产能规模将跻身行业第一梯队。我们判断23年公司光伏玻璃业务有望贡献盈利弹性，一方面，硅料价格下降有望刺激终端装机量高增，带动光伏玻璃需求边际向好，光伏玻璃价格低位或有向上弹性。另一方面，公司作为浮法玻璃龙头，在光伏玻璃方面亦有望取得较强竞争力。在技术端，公司良率有望持续提升。在成本端，公司积极布局超白硅砂矿，进一步延伸产业链，有望降低原材料成本。
- **电子玻璃及药玻进入产能扩张阶段，打造盈利增长点**。电子玻璃方面，目前公司拥有2条高铝产线，二期在建2条产线，三期筹建2条产线。随着产能持续释放，以及下游渠道的积极拓展，市占率有望稳步提升。药玻方面，二期项目已于22年11月点火试产，随着产能逐步释放以及良率提升，有望逐步放量并实现盈利，此外公司拟于四川泸州新建2条65t/d产线，药玻产能建设投入持续加大。节能玻璃方面，公司已拥有11条镀膜生产线。
- **投资建议**：我们调整公司23-25年归母净利至22.9/28.8/35.3亿（原23-24年预测为25.6/33.9亿），主要系调增浮法玻璃单位成本预期假设，调整后盈利预测对应当前股价PE为12/10/8倍。公司浮法玻璃业务复苏在途，新业务蓄势待发，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 2017-23Q1 营业收入情况 (亿元)



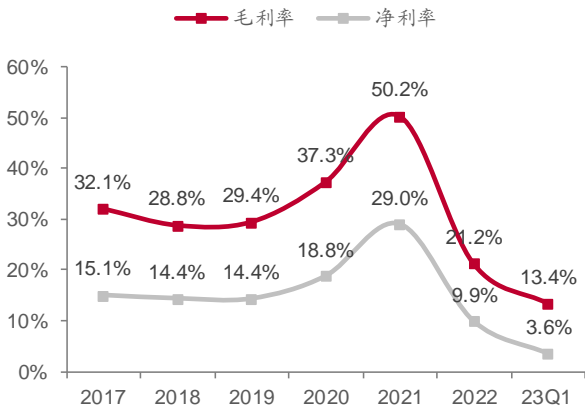
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 公司 2017-23Q1 归母净利润情况 (亿元)



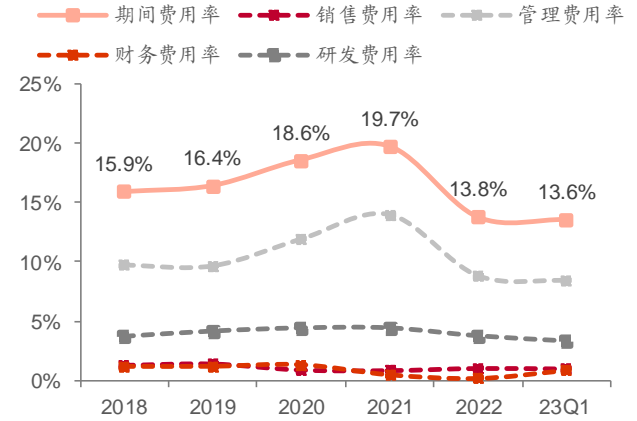
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 公司 2017-23Q1 毛利率及净利率



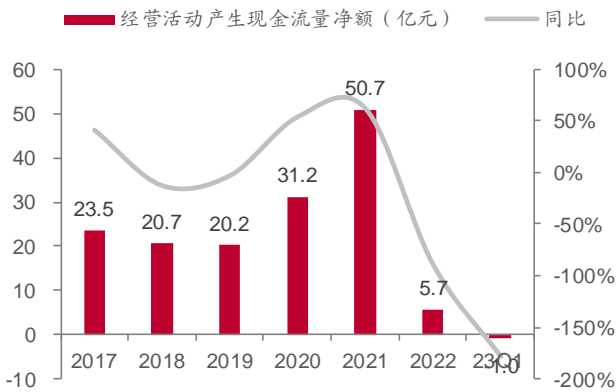
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 公司 2018-23Q1 期间费用率水平



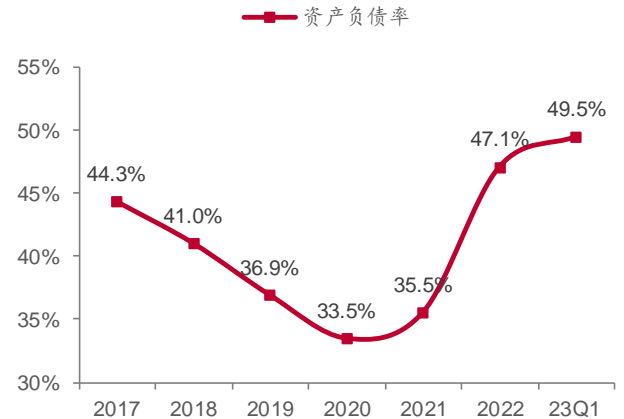
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 公司 2017-23Q1 经营现金流净额 (亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 公司 2017-23Q1 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	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,326	5,206	7,000	6,003	营业收入	13,313	17,352	23,333	26,102
应收票据	292	380	511	572	营业成本	10,488	12,982	17,675	19,428
应收账款	796	1,028	1,382	1,547	税金及附加	136	177	238	266
预付账款	217	441	601	661	销售费用	137	179	241	269
存货	1,959	2,400	3,268	3,592	管理费用	684	885	1,190	1,331
合同资产	0	0	0	0	研发费用	500	651	876	980
其他流动资产	1,132	1,981	2,197	1,935	财务费用	21	63	49	57
流动资产合计	7,721	11,436	14,959	14,310	信用减值损失	-22	-22	-22	-22
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-44	-50	-50	-50
长期股权投资	48	48	48	48	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	9,975	16,773	22,850	26,316	投资收益	7	2	1	3
在建工程	2,770	3,070	3,270	2,970	其他收益	130	130	130	130
无形资产	1,789	1,958	2,159	2,329	营业利润	1,421	2,477	3,125	3,833
其他非流动资产	2,130	2,477	2,887	3,379	营业外收入	17	18	18	18
非流动资产合计	16,713	24,326	31,215	35,043	营业外支出	3	3	3	3
资产合计	24,434	35,763	46,173	49,353	利润总额	1,435	2,492	3,140	3,848
短期借款	1,058	9,826	16,051	15,836	所得税	111	193	243	298
应付票据	587	726	989	1,087	净利润	1,324	2,299	2,897	3,550
应付账款	1,837	1,947	2,704	2,331	少数股东损益	7	13	16	20
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,317	2,286	2,881	3,530
合同负债	108	54	73	82	NOPLAT	1,343	2,357	2,942	3,603
其他应付款	968	968	968	968	EPS (按最新股本摊薄)	0.49	0.85	1.07	1.32
一年内到期的非流动负债	331	397	477	572					
其他流动负债	875	1,110	1,474	1,655					
流动负债合计	5,764	15,029	22,736	22,530					
长期借款	3,668	3,868	4,068	4,268					
应付债券	1,255	1,255	1,255	1,255					
其他非流动负债	821	941	1,083	1,255					
非流动负债合计	5,745	6,064	6,407	6,778					
负债合计	11,509	21,092	29,142	29,309					
归属母公司所有者权益	12,598	14,331	16,675	19,668					
少数股东权益	327	340	356	376					
所有者权益合计	12,925	14,670	17,031	20,044					
负债和股东权益	24,434	35,763	46,173	49,353					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	568	2,352	4,779	5,965
现金收益	2,430	3,653	4,995	6,340
存货影响	8	-442	-868	-324
经营性应收影响	-706	-495	-594	-235
经营性应付影响	819	250	1,020	-275
其他影响	-1,983	-615	226	459
投资活动现金流	-2,885	-9,026	-9,046	-6,620
资本支出	-4,419	-8,559	-8,527	-6,069
股权投资	-7	0	0	0
其他长期资产变化	1,541	-467	-519	-551
融资活动现金流	1,121	8,553	6,061	-342
借款增加	3,507	9,034	6,504	80
股利及利息支付	-2,229	-1,275	-1,430	-1,553
股东融资	222	0	0	0
其他影响	-379	794	987	1,131

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	-8.6%	30.3%	34.5%	11.9%
EBIT增长率	-70.8%	75.5%	24.8%	22.4%
归母公司净利润增长率	-68.9%	73.6%	26.0%	22.5%
获利能力				
毛利率	21.2%	25.2%	24.2%	25.6%
净利率	9.9%	13.2%	12.4%	13.6%
ROE	10.2%	15.6%	16.9%	17.6%
ROIC	8.1%	9.0%	8.6%	9.8%
偿债能力				
资产负债率	47.1%	59.0%	63.1%	59.4%
债务权益比	55.2%	111.0%	134.7%	115.7%
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	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	14	19	19	20
应付账款周转天数	58	52	47	47
存货周转天数	67	60	58	64
每股指标 (元)				
每股收益	0.49	0.85	1.07	1.32
每股经营现金流	0.21	0.88	1.78	2.22
每股净资产	4.69	5.34	6.21	7.33
估值比率				
P/E	21	12	10	8
P/B	2	2	2	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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。