



买入（维持）

所属行业：建筑材料/玻璃制造  
当前价格(元)：12.56

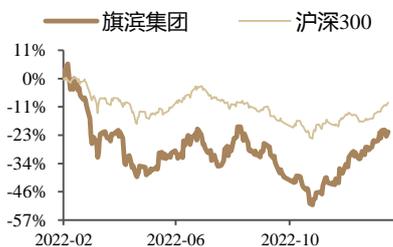
证券分析师

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(%)	8.46	35.49	57.99
相对涨幅(%)	0.45	23.48	39.91

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行业整体承压，静待行业触底反弹》，2022.10.27
- 《旗滨集团(601636.SH)：静待浮法冷修高峰期，关注成长业务释放节奏》，2022.8.30
- 《旗滨集团(601636.SH)：Q2至暗时刻已过，下半年盈利有望触底回升》，2022.6.30
- 《旗滨集团(601636.SH)：地产下行叠加成本高企，22Q1盈利收窄》，2022.4.11
- 《旗滨集团(601636.SH)：业绩创历史新高，光伏玻璃扩产节奏加速》，2022.4.8

# 旗滨集团(601636.SH)：22Q4行业延续弱势，23年有望触底回升

## 投资要点

**事件：**公司发布2022年业绩预告，预计22年实现归母净利润12.5-14.5亿元，同比减少65.78%到70.5%，其中Q4业绩0.01-2.01亿元，按中值计算约1亿元，环比继续下滑；扣非归母净利润约11.3-13.1亿元，同比减少68.47%到72.8%。

## 点评：

**Q4行业延续弱势，盈利或已触底。**四季度受疫情因素影响，以及地产投资延续弱势，玻璃整体需求恢复不及预期，Q4行业库存维持在5000-6000万重箱，仍处于较高位置，高库存下价格震荡下行，根据卓创资讯数据，Q4全国浮法玻璃均价（含税）约1669元/吨，环比下降约48元/吨，同比下降约696元/吨，价格下行导致行业盈利承压，根据卓创数据统计，行业大多数仍处于亏损状态。此外，玻璃原燃料价格仍处于高位，Q4全国纯碱均价约2716元/吨，环比下降约106元/吨，但仍处于历史较高水平；同时Q4进入冬季采暖季，多地天然气价格出现不同程度上涨，成本上升拉低了公司整体盈利水平；此外，公司四季度一般会有冷修生产线的资产减值计提。

**22年下半年以来行业冷修加速，供需或重回紧平衡。**22年下半年以来，在行业持续亏损状态下，行业冷修加速，供给收缩使得价格触底企稳。当前春节假期结束后下游陆续复工，中游贸易商及下游深加工厂即将开启补库，厂家提价预期强烈。我们认为，短期中下游开启补库，支撑价格上涨趋势，中期则看下游加工端订单恢复情况。从宏观层面来看，地产竣工需求韧性依旧，18-21年地产销售面积均超17亿平，随着竣工周期到来以及“保交楼”持续推进，23年竣工端仍有支撑，供需紧平衡状态下开春价格或迎来新一轮上涨。

**光伏产能加速扩产，打造新的业绩增长点。**我们认为，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。公司第一条光伏压延生产线已经在22年4月份点火，产能爬坡顺利，第二条光伏压延生产线在23年1月5日点火。按照公司光伏玻璃建设规划，前期公司已计划在湖南郴州、福建漳州以及浙江绍兴、浙江宁波共新建5条1200吨/天的生产线并配套深加工生产线，同时计划在马来西亚新建2条1200吨/天生产线，此外公司计划在东山漳州基地再建一条1200吨生产线（二期），在云南昭通新建4条1200吨/天生产线，并配套相关的砂矿及深加工生产线，预计到2025年，不考虑浮法转产的产能，公司光伏玻璃产能也将达到14400吨/天，未来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，醴陵电子高性能电子玻璃生产线项目（二期）在2022年7月建成点火，电子玻璃产品的市场占有率和品牌效应稳步提升。根据公司战略发展规划和电子玻璃业务目前的实际运营情况，公司拟在浙江省绍兴市柯桥经济技术开发区新材料产业园建设2条高性能电子玻璃生产线，项目计划总投资约78,000万元，届时公司电子玻璃产能将突破200吨/天，而旗滨电子玻璃新一轮增资扩股，引入了小米长江产业基金，以此有望切入小米供应链，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，部分产品已批量化生产和销售，目前也在积极推进二期生产线项目建设；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。

**投资建议：**22 年受到疫情及地产持续下行的影响，玻璃需求恢复不及预期，价格呈下行趋势，因此下调 22 年业绩；但考虑到 22Q4 以来地产政策愈发积极，玻璃生产线也加速冷修，23 年浮法玻璃供需格局有望改善，价格或触底回升，我们调整公司 2022-2024 年公司业绩分别为 13.6、30.4 和 38.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.5、1.13 和 1.42 元，对应 PE 估值分别为 24.9、11.1 和 8.8 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):	7.85-16.97
总市值(百万元):	33,704.75
总资产(百万元):	22,742.19
每股净资产(元):	4.60

资料来源：公司公告

**主要财务数据及预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,643	14,573	13,253	19,804	24,985
(+/-)YOY(%)	3.6%	51.1%	-9.1%	49.4%	26.2%
净利润(百万元)	1,814	4,234	1,355	3,035	3,822
(+/-)YOY(%)	34.7%	133.4%	-68.0%	123.9%	25.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.68	1.58	0.50	1.13	1.42
毛利率(%)	37.3%	50.2%	28.3%	32.4%	31.4%
净资产收益率(%)	19.2%	31.7%	10.8%	19.4%	19.6%

资料来源：公司年报 (2020-2021)，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	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	1.58	0.50	1.13	1.42
每股净资产	4.97	4.69	5.84	7.27
每股经营现金流	1.89	0.94	1.71	1.99
每股股利	0.35	0.80	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	10.84	24.87	11.11	8.82
P/B	3.44	2.68	2.15	1.73
P/S	2.32	2.55	1.70	1.35
EV/EBITDA	7.38	16.32	8.98	7.37
股息率%	2.0%	6.4%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	50.2%	28.3%	32.4%	31.4%
净利润率	29.1%	10.2%	15.3%	15.3%
净资产收益率	31.7%	10.8%	19.4%	19.6%
资产回报率	20.2%	6.1%	11.1%	11.5%
投资回报率	26.2%	8.4%	15.6%	16.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	51.1%	-9.1%	49.4%	26.2%
EBIT 增长率	123.3%	-67.5%	120.3%	24.5%
净利润增长率	133.4%	-68.0%	123.9%	25.9%
偿债能力指标				
资产负债率	35.5%	42.8%	42.4%	41.1%
流动比率	1.9	1.3	0.9	0.9
速动比率	1.4	0.7	0.3	0.3
现金比率	1.0	0.3	0.0	0.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	6.3	6.3	6.3	6.3
存货周转天数	99.0	99.0	99.0	99.0
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7
固定资产周转率	1.7	1.1	1.2	1.2

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	4,234	1,355	3,035	3,822
少数股东损益	-12	-4	-9	-11
非现金支出	1,122	679	667	668
非经营收益	52	153	180	185
营运资金变动	-322	353	724	685
经营活动现金流	5,073	2,536	4,597	5,349
资产	-1,430	-4,228	-5,722	-4,923
投资	-10	0	0	0
其他	-521	3	4	6
投资活动现金流	-1,961	-4,225	-5,718	-4,918
债权募资	1,927	-445	80	90
股权募资	111	0	0	0
其他	-1,632	-799	-177	-181
融资活动现金流	407	-1,244	-97	-91
现金净流量	3,517	-2,933	-1,218	341

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 20 日  
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	14,573	13,253	19,804	24,985
营业成本	7,252	9,503	13,391	17,151
毛利率%	50.2%	28.3%	32.4%	31.4%
营业税金及附加	177	167	244	311
营业税金率%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%
营业费用	125	114	170	214
营业费用率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	1,388	1,259	1,545	1,749
管理费用率%	9.5%	9.5%	7.8%	7.0%
研发费用	647	588	879	1,109
研发费用率%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
EBIT	4,985	1,622	3,575	4,450
财务费用	69	92	160	172
财务费用率%	0.5%	0.7%	0.8%	0.7%
资产减值损失	-94	-89	-76	-78
投资收益	3	3	4	6
营业利润	4,914	1,568	3,503	4,422
营业外收支	-2	-2	-2	-2
利润总额	4,912	1,566	3,501	4,420
EBITDA	6,004	2,212	4,166	5,041
所得税	690	215	475	609
有效所得税率%	14.1%	13.7%	13.6%	13.8%
少数股东损益	-12	-4	-9	-11
归属母公司所有者净利润	4,234	1,355	3,035	3,822

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,434	1,501	282	623
应收账款及应收票据	300	273	407	514
存货	1,966	2,577	3,631	4,651
其它流动资产	1,900	1,976	2,126	2,269
流动资产合计	8,599	6,326	6,446	8,056
长期股权投资	41	41	41	41
固定资产	8,413	11,993	16,673	20,560
在建工程	1,424	1,027	1,058	1,067
无形资产	1,420	1,803	2,185	2,567
非流动资产合计	12,349	15,923	21,016	25,295
资产总计	20,948	22,248	27,462	33,350
短期借款	495	0	0	0
应付票据及应付账款	2,007	2,630	3,707	4,747
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,027	2,416	3,403	4,316
流动负债合计	4,529	5,047	7,109	9,063
长期借款	1,026	1,076	1,156	1,246
其它长期负债	1,889	3,389	3,389	3,389
非流动负债合计	2,915	4,465	4,545	4,635
负债总计	7,444	9,512	11,654	13,698
实收资本	2,686	2,686	2,686	2,686
普通股股东权益	13,346	12,583	15,662	19,518
少数股东权益	158	154	146	135
负债和所有者权益合计	20,948	22,248	27,462	33,350

# 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
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 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；	<b>股票投资评级</b>	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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> 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。	<b>行业投资评级</b>	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。