



玻璃景气业绩再创新高，深加工布局打造长期成长性

旗滨集团（601636.SH）20210 年上班业绩预增公告点评 | 2021.7.2

中信证券研究部

核心观点



孙明新
首席建材分析师
S1010519090001

公司发布业绩预增公告，预计 2021 年上半年实现归属净利润 21.06-23.27 亿元，同增 316%-360%，折单二季度归属净利润 12.25-14.47 亿元，同增 255%-319%，环增 39%-64%；预计 2021 年上半年实现扣非归属净利润 20.68-22.86 亿元，同增 349%-396%，折单二季度扣非归属净利润 12.14-14.32 亿元，同增 280%-348%，环增 42%-68%。玻璃行业高景气，预计下半年旺季来临价格仍有向上空间，继续看好公司全年业绩弹性，上调公司 2021-2023 年归母净利润预测至 51.96/59.93/70.01 亿元（原预测为 42.20/54.88/59.93 亿元），对应 EPS 预测为 1.93/2.23/2.61 元，维持“买入”评级。

■ **玻璃行业持续景气，单季盈利创历史新高。**2021 年上半年玻璃行业高景气持续，截至 6 月末，浮法玻璃在产产能同比虽然增长 11%，但库存仍然处在历史低位，表明在竣工回暖（1-5 月累计竣工面积同比增长 16.4%）、汽车、家电需求旺盛的情况下，需求端具备良好的消纳能力，带动玻璃价格攀升。根据卓创资讯数据，上半年 5mm 浮法白玻（含税）约为 2466 元/吨，同增约 54%。单二季度来看，玻璃价格涨幅不减，均价约 2628 元/吨，环比一季度增加 15%。旺盛的需求和高涨的玻璃价格带动公司产销两旺，盈利能力继续创造历史新高。

■ **预计下半年玻璃价格仍有提升空间，将进一步提升公司盈利。**供给端来看，下半年预计将有 10000t/d 的产能陆续点火（供给弹性增加 5.8%，预计贡献有效产能 2600t/d），但行业内同样存在一定规模的高龄产线（窑龄在 8 年以上的在产产线有 50 条左右，占行业在产产线数量的 20%左右）有冷修的可能性；且进入 6 月以来玻璃库存虽有所回升，但仍然处在历史同期低位且增幅收窄（截至 6 月末库存同比减少 58.73%）。需求端来看，下半年赶工需求仍有望延续，下游加工厂订单饱满，目前在累库的情况下玻璃价格仍然保持坚挺，在进入施工旺季后价格具备提升空间，因此公司盈利有望环比持续提升。

■ **深加工玻璃进展良好，打造未来成长性。**在光伏玻璃领域，公司三条超白浮法线已完成改造，后续 5 条超白压延生产线预计将于明年陆续建成投产，届时公司光伏玻璃产能将达到 8500t/d，产能规模跻身第一梯队，成本有望持续下降；在电子玻璃领域，目前盖板玻璃已供应一强市场，且公司公告拟建设电子玻璃二期项目，未来随着二强产品逐步通过测试并进入市场，有望享受量价齐升；在药用玻璃领域，产线已于今年 1 月点火，目前已拉管成功，未来随着进入商业化运营及良品率不断提升，国产替代加速下具有良好发展前景。

■ **风险因素：**行业需求不及预期；供给增加过多；原燃料成本上升。

■ **投资建议：**短期来看，浮法玻璃行业高景气度有望持续，下半年旺季来临，预计价格仍有向上弹性，旗滨集团作为浮法玻璃龙头，有望继续享受量价齐升，业绩具有较大弹性。同时公司积极向下游深加工领域延伸，电子玻璃、药用玻璃、光伏玻璃有望打造业绩新增长点，具备较高成长性。上调公司 2021-2023 年归属净利润预测至 51.96/59.93/70.01 亿元（原预测为 42.20/54.88/59.93 亿元），对应 EPS 预测为 1.93/2.23/2.61 元，参考可比公司估值，给予 2021 年 13 倍 PE，对应目标价 25.00 元，维持“买入”评级。

旗滨集团 601636

评级	买入（维持）
当前价	18.10 元
目标价	25.00 元
总股本	2,686 百万股
流通股本	2,686 百万股
总市值	486 亿元
近三月日均成交额	670 百万元
52 周最高/最低价	18.56/6.44 元
近 1 月绝对涨幅	6.88%
近 6 月绝对涨幅	44.37%
近 12 月绝对涨幅	203.94%

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,306	9,644	17,190	23,071	28,333
营业收入增长率 YoY	11.1%	3.6%	78.2%	34.2%	22.8%
净利润(百万元)	1,346	1,825	5,196	5,993	7,001
净利润增长率 YoY	11.5%	35.6%	184.6%	15.3%	16.8%

每股收益 EPS(基本)(元)	0.50	0.68	1.93	2.23	2.61
毛利率	29.4%	37.3%	47.9%	42.9%	41.1%
净资产收益率 ROE	16.3%	19.3%	37.8%	36.0%	34.6%
每股净资产（元）	3.07	3.53	5.11	6.19	7.53
PE	36.2	26.6	9.4	8.1	6.9
PB	5.9	5.1	3.5	2.9	2.4
PS	5.2	5.0	2.8	2.1	1.7
EV/EBITDA	19.0	15.8	7.2	6.1	5.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 7 月 1 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,306	9,644	17,190	23,071	28,333
营业成本	6,566	6,049	8,958	13,176	16,698
毛利率	29.4%	37.3%	47.9%	42.9%	41.1%
税金及附加	121	126	229	303	373
销售费用	129	87	205	268	307
销售费用率	1.4%	0.9%	1.2%	1.2%	1.1%
管理费用	514	721	1,203	1,538	1,842
管理费用率	5.5%	7.5%	7.0%	6.7%	6.5%
财务费用	112	129	45	33	2
财务费用率	1.2%	1.3%	0.3%	0.1%	0.0%
研发费用	371	412	722	958	1,193
研发费用率	4.0%	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%
投资收益	1	2	12	5	7
EBITDA	2,665	3,214	7,039	8,279	9,475
营业利润率	16.99%	21.75%	34.56%	29.94%	28.37%
营业利润	1,581	2,097	5,941	6,908	8,037
营业外收入	4	5	6	5	5
营业外支出	17	6	11	11	10
利润总额	1,568	2,096	5,935	6,901	8,033
所得税	222	272	742	912	1,036
所得税率	14.1%	13.0%	12.5%	13.2%	12.9%
少数股东损益	(1)	(2)	(2)	(3)	(4)
归属于母公司股东的净利润	1,346	1,825	5,196	5,993	7,001
净利率	14.5%	18.9%	30.2%	26.0%	24.7%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	488	910	4,656	5,600	9,932
存货	673	1,007	1,155	1,746	2,381
应收账款	115	140	212	301	377
其他流动资产	1,229	1,256	1,355	1,482	1,616
流动资产	2,505	3,312	7,379	9,129	14,305
固定资产	8,423	8,118	10,562	12,721	12,584
长期股权投资	39	43	43	43	43
无形资产	871	1,040	1,040	1,040	1,040
其他长期资产	1,227	1,813	2,313	2,813	2,713
非流动资产	10,560	11,013	13,957	16,616	16,380
资产总计	13,065	14,326	21,336	25,745	30,685
短期借款	938	1,268	2,235	2,999	3,400
应付账款	545	975	1,165	1,644	2,316
其他流动负债	1,610	1,485	1,586	1,848	2,130
流动负债	3,093	3,728	4,985	6,491	7,845
长期借款	1,113	494	494	494	494
其他长期负债	615	566	2,066	2,066	2,066
非流动性负债	1,728	1,060	2,560	2,560	2,560
负债合计	4,821	4,788	7,545	9,051	10,405
股本	2,688	2,686	2,686	2,686	2,686
资本公积	1,948	2,116	2,116	2,116	2,116
归属于母公司所有者权益合计	8,237	9,473	13,729	16,636	20,225
少数股东权益	8	64	62	59	54
股东权益合计	8,245	9,537	13,791	16,694	20,279
负债股东权益总计	13,065	14,326	21,336	25,745	30,685

现金流量表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	1,346	1,824	5,194	5,989	6,997
折旧和摊销	985	987	1,056	1,341	1,436
营运资金的变化	-528	62	-39	-67	110
其他经营现金流	215	246	40	30	-5
经营现金流合计	2,017	3,118	6,252	7,294	8,537
资本支出	-725	-1,152	-4,000	-4,000	-1,200
投资收益	1	2	12	5	7
其他投资现金流	-178	29	0	0	0
投资现金流合计	-902	-1,120	-3,988	-3,995	-1,193
权益变化	13	66	0	0	0
负债变化	-48	-286	2,467	765	401
股利支出	-807	-806	-940	-3,086	-3,412
其他融资现金流	-209	-573	-45	-33	-2
融资现金流合计	-1,051	-1,599	1,482	-2,354	-3,012
现金及现金等价物净增加额	64	399	3,746	945	4,331

主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率 (%)					
营业收入	11.1%	3.6%	78.2%	34.2%	22.8%
营业利润	17.2%	32.7%	183.2%	16.3%	16.4%
净利润	11.5%	35.6%	184.6%	15.3%	16.8%
利润率 (%)					
毛利率	29.4%	37.3%	47.9%	42.9%	41.1%
EBITDA Margin	28.6%	33.3%	40.9%	35.9%	33.4%
净利率	14.5%	18.9%	30.2%	26.0%	24.7%
回报率 (%)					
净资产收益率	16.3%	19.3%	37.8%	36.0%	34.6%
总资产收益率	10.3%	12.7%	24.4%	23.3%	22.8%
其他 (%)					
资产负债率	36.9%	33.4%	35.4%	35.2%	33.9%
所得税率	14.1%	13.0%	12.5%	13.2%	12.9%
股利支付率	59.9%	51.5%	59.4%	56.9%	55.9%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资决策委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获取更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。