

旗滨集团 (601636.SH)

进入光伏玻璃领域，打造新增长点

核心观点：

- **事件。**(1) 公司拟在湖南资兴投资建设 1200t/d 光伏组件高透基板材料生产线，项目预计总投资 10.27 亿元，建设周期一年。(2) 公司发布中长期发展计划之第二期员工持股计划（草案）。
- **适时进入光伏玻璃领域，打造新增长点，熨平地产周期波动。**近几年全球光伏发电技术和生产工艺不断突破，成本显著降低使得平价上网成为现实，光伏发电已成为各国重要的能源结构改革和能源替代的方向。据国家能源局数据，截至 2019 年底，中国光伏发电累计并网装机容量 204.68GW，已远超“十三五”规划的目标。光伏组件高透基板材料作为太阳能光伏组件必不可少的关键材料，发展前景广阔。公司适时进入光伏玻璃领域，可以抓住光伏产业发展的机遇，打造新的增长极，是公司在进入电子和药用玻璃领域之后又一“一体两翼、重启扩张之路”的重要举措。同时公司打造光伏玻璃生产线，进一步丰富产品品类，也有助于熨平地产周期波动，提升公司综合竞争力。
- **持续推行员工持股计划，保障中长期发展。**为配合公司中长期发展战略规划，公司推出中长期发展计划，拟于 2019-2024 年滚动实施 6 期员工持股计划，第二期员工持股计划草案已发布。持续推行员工持股计划，有利于实现员工股东利益共享，提升骨干员工积极性，实现公司高素质人才的中长期激励与约束，确保公司中长期发展目标的实现。
- **投资建议：**我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.62、0.73、0.86 元/股，按最新收盘价计算对应 PE 估值分别为 13.2、11.3 和 9.5 倍，参考可比公司估值，我们给予公司 2021 年 15x PE 的判断，对应合理价值 10.95 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**浮法玻璃行业景气度低预期，公司产业链一体化和高端产品化进度低预期，玻璃行业政策大变化。

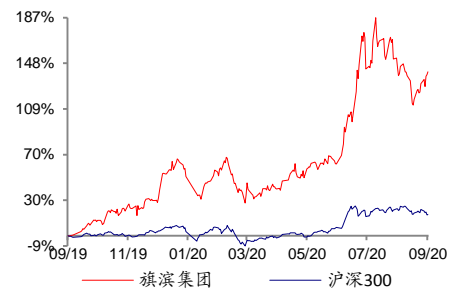
盈利预测：

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 8,378 | 9,306 | 10,199 | 11,798 | 13,597 |
| 增长率（%） | 10.5 | 11.1 | 9.6 | 15.7 | 15.3 |
| EBITDA（百万元） | 2,284 | 2,589 | 3,084 | 3,568 | 4,204 |
| 归母净利润（百万元） | 1,208 | 1,346 | 1,664 | 1,948 | 2,308 |
| 增长率（%） | 5.7 | 11.5 | 23.6 | 17.1 | 18.5 |
| EPS（元/股） | 0.45 | 0.50 | 0.62 | 0.73 | 0.86 |
| 市盈率（P/E） | 8.46 | 10.96 | 13.24 | 11.31 | 9.54 |
| ROE（%） | 16.0 | 16.3 | 18.3 | 19.2 | 20.1 |
| EV/EBITDA | 5.35 | 6.63 | 7.74 | 6.55 | 5.39 |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

| 公司评级 | 买入 |
|------|------------|
| 当前价格 | 8.20 元 |
| 合理价值 | 10.95 元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2020-09-25 |

相对市场表现



分析师：



邹戈

SAC 执证号：S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

分析师：



谢璐

SAC 执证号：S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-60750630



xielu@gf.com.cn

分析师：



李振兴

SAC 执证号：S0260520080003



SFC CE No. BPW071



010-59136627



lizhenxing@gf.com.cn

请注意，邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

旗滨集团 (601636.SH) : 上半 2020-08-11

年量价超预期，下半年需求有

韧性、价格有弹性

旗滨集团 (601636.SH) : 玻璃 2020-04-19

行业年内将现低点转折，公司

进入发展新阶段

核心观点：进入光伏玻璃领域，打造新增长点

事件：（1）公司拟在湖南资兴投资建设1200t/d光伏组件高透基板材料生产线，项目预计总投资10.27亿元，建设周期一年。（2）公司发布中长期发展计划之第二期员工持股计划（草案）。

适时进入光伏玻璃领域，打造新增长点，熨平地产周期波动。公司近日公告，拟在湖南资兴投资建设1200t/d光伏组件高透基板材料生产线，包含1条1200t/d一窑六线高透基片生产线及配套光伏组件高透基板材料加工线，光伏组件高透基板材料加工线包含6条1200mm宽和2条1300mm宽加工线。光伏能源具备可再生、无污染、较好的生态环境亲和力等明显优势，近几年，全球光伏发电技术和生产工艺不断突破，成本显著降低使得平价上网成为现实，光伏发电已成为各国重要的能源结构改革和能源替代的方向。据国家能源局数据，截至2019年底，中国光伏发电累计并网装机量204.68GW，已远超“十三五”规划的目标。光伏组件高透基板材料作为太阳能光伏组件必不可少的关键材料，发展前景广阔。公司适时进入光伏玻璃领域，可以抓住光伏产业发展的机遇，打造新的增长极，是公司在进入电子和药用玻璃领域之后又一“一体两翼、重启扩张之路”的重要举措。同时公司打造光伏玻璃生产线，进一步丰富产品品类，也有助于熨平地产周期波动，提升公司综合竞争力。

持续推行员工持股计划，保障中长期发展。为配合公司中长期发展战略规划，公司推出中长期发展计划，拟于2019年至2024年滚动实施6期员工持股计划，其中第二期员工持股计划包括公司主任级以上管理人员、核心技术人员及其他重要员工不超过510人，规模不超过2452万股（占员工持股计划总份额17%），股票来源为公司回购专用账户回购的股份，员工购买价格为3.78元/股。业绩考核条件是以2016-2018年营业收入平均值为基数，2020年营业收入复合增长率均不低于10%，且净资产收益率不低于同行业对标企业80分位值水平。持续推行员工持股计划，有利于实现员工和股东的利益共享，提升骨干员工积极性，实现公司高素质人才的中长期激励与约束，确保公司中长期发展目标的实现。

玻璃价格高位运行，年内旺盛需求仍有推涨动力，有望带动浮法玻璃业务业绩超预期增长。根据中国玻璃信息网，截至2020年9月25日，全国平板玻璃价格为1901元/吨，同比增长271元/吨。我们判断年内后续价格仍将保持高位运行：“金九银十”施工旺季保障终端市场的刚性需求，同时近期快速上涨的原材料价格带动成本上涨，对现货价格也会构成一定的支撑，双重因素下，四季度玻璃价格仍有推涨动力。从今年以来的玻璃价格走势来看，浮法玻璃行业景气度已经超过去年，尤其是8月份以来玻璃价格快速上涨将带来公司单位收入大幅上涨，同时公司有一定的原材料备货、同时加大海外采购，公司实际单位成本上涨幅度小于原材料上涨幅度，因此盈利水平有较大提升，有望带动浮法玻璃业务业绩超预期增长。

投资建议：长期来看，公司凭借浮法玻璃规模优势、优秀管队和机制、技术储备，发力产业链一体化、产品高端化，将持续加深公司护城河；中期来看，公司进入新一轮产能和产品扩张周期，未来3-5年内生增速有望显著提升。2020年上半年公司玻

璃业务量价超预期，在下半年玻璃需求有韧性、价格大幅上涨情况下，公司下半年业绩有望超预期增长。我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.62、0.73、0.86元/股，按最新收盘价计算对应PE估值分别为13.2、11.3和9.5倍，参考可比公司估值，我们给予公司2021年15x PE的判断，对应合理价值10.95元/股，维持“买入”评级。

风险提示：浮法玻璃行业景气度低预期，公司产业链一体化和高端产品化进度低预期，玻璃行业政策大变化。

| 资产负债表 | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位: 百万元 | | | | | | 单位: 百万元 | | | | | |
| 至 12 月 31 日 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 至 12 月 31 日 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 2,083 | 2,505 | 2,855 | 3,227 | 3,654 | 经营活动现金流 | 2,066 | 2,017 | 3,038 | 3,292 | 3,940 |
| 货币资金 | 435 | 488 | 726 | 874 | 1,082 | 净利润 | 1,208 | 1,346 | 1,663 | 1,947 | 2,307 |
| 应收及预付 | 175 | 269 | 239 | 292 | 339 | 折旧摊销 | 914 | 985 | 1,095 | 1,259 | 1,500 |
| 存货 | 705 | 673 | 766 | 886 | 1,010 | 营运资金变动 | -186 | -519 | 168 | -13 | 52 |
| 其他流动资产 | 768 | 1,074 | 1,124 | 1,174 | 1,223 | 其它 | 130 | 206 | 112 | 100 | 81 |
| 非流动资产 | 10,754 | 10,560 | 11,025 | 11,537 | 12,207 | 投资活动现金流 | -873 | -902 | -1,603 | -1,812 | -2,212 |
| 长期股权投资 | 37 | 39 | 39 | 39 | 39 | 资本支出 | -1,057 | -714 | -1,604 | -1,813 | -2,213 |
| 固定资产 | 8,340 | 8,423 | 8,698 | 9,009 | 9,479 | 投资变动 | 47 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 864 | 621 | 821 | 1,021 | 1,221 | 其他 | 137 | -197 | 1 | 1 | 1 |
| 无形资产 | 824 | 871 | 871 | 871 | 871 | 筹资活动现金流 | -1,390 | -1,051 | -1,198 | -1,332 | -1,521 |
| 其他长期资产 | 690 | 607 | 597 | 597 | 597 | 银行借款 | 1,949 | 2,438 | -326 | -374 | -482 |
| 资产总计 | 12,838 | 13,065 | 13,880 | 14,763 | 15,861 | 股权融资 | 0 | 13 | -1 | 0 | 0 |
| 流动负债 | 2,594 | 3,093 | 3,246 | 3,282 | 3,272 | 其他 | -3,340 | -3,502 | -870 | -958 | -1,040 |
| 短期借款 | 490 | 938 | 811 | 637 | 355 | 现金净增加额 | -192 | 62 | 238 | 148 | 207 |
| 应付及预收 | 1,048 | 691 | 915 | 1,028 | 1,175 | 期初现金余额 | 569 | 377 | 488 | 726 | 874 |
| 其他流动负债 | 1,055 | 1,464 | 1,520 | 1,617 | 1,742 | 期末现金余额 | 377 | 439 | 726 | 874 | 1,082 |
| 非流动负债 | 2,674 | 1,728 | 1,528 | 1,328 | 1,128 | | | | | | |
| 长期借款 | 1,483 | 1,113 | 913 | 713 | 513 | | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 其他非流动负债 | 1,190 | 615 | 615 | 615 | 615 | | | | | | |
| 负债合计 | 5,267 | 4,821 | 4,774 | 4,610 | 4,400 | | | | | | |
| 股本 | 2,688 | 2,688 | 2,686 | 2,686 | 2,686 | | | | | | |
| 资本公积 | 1,892 | 1,948 | 1,948 | 1,948 | 1,948 | | | | | | |
| 留存收益 | 3,256 | 3,812 | 4,676 | 5,724 | 7,033 | | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 7,570 | 8,237 | 9,100 | 10,148 | 11,456 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 8 | 7 | 6 | 5 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 12,838 | 13,065 | 13,880 | 14,763 | 15,861 | | | | | | |

| 利润表 | | | | | |
|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位: 百万元 | | | | | |
| 至 12 月 31 日 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入 | 8,378 | 9,306 | 10,199 | 11,798 | 13,597 |
| 营业成本 | 5,966 | 6,566 | 6,967 | 8,143 | 9,343 |
| 营业税金及附加 | 117 | 121 | 133 | 153 | 177 |
| 销售费用 | 108 | 129 | 143 | 165 | 190 |
| 管理费用 | 506 | 514 | 561 | 590 | 680 |
| 研发费用 | 311 | 371 | 408 | 437 | 503 |
| 财务费用 | 100 | 112 | 122 | 119 | 111 |
| 资产减值损失 | 60 | -14 | -30 | -30 | -30 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 33 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业利润 | 1,349 | 1,581 | 1,969 | 2,304 | 2,728 |
| 营业外收支 | -2 | -13 | -13 | -13 | -13 |
| 利润总额 | 1,347 | 1,568 | 1,956 | 2,291 | 2,715 |
| 所得税 | 139 | 222 | 293 | 344 | 407 |
| 净利润 | 1,208 | 1,346 | 1,663 | 1,947 | 2,307 |
| 少数股东损益 | 0 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 归属母公司净利润 | 1,208 | 1,346 | 1,664 | 1,948 | 2,308 |
| EBITDA | 2,284 | 2,589 | 3,084 | 3,568 | 4,204 |
| EPS (元) | 0.45 | 0.50 | 0.62 | 0.73 | 0.86 |

| 主要财务比率 | | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 至 12 月 31 日 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入增长 | 10.5% | 11.1% | 9.6% | 15.7% | 15.3% |
| 营业利润增长 | 0.0% | 17.2% | 24.6% | 17.0% | 18.4% |
| 归母净利润增长 | 5.7% | 11.5% | 23.6% | 17.1% | 18.5% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 28.8% | 29.4% | 31.7% | 31.0% | 31.3% |
| 净利率 | 14.4% | 14.5% | 16.3% | 16.5% | 17.0% |
| ROE | 16.0% | 16.3% | 18.3% | 19.2% | 20.1% |
| ROIC | 12.3% | 12.4% | 14.5% | 15.9% | 17.4% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 41.0% | 36.9% | 34.4% | 31.2% | 27.7% |
| 净负债比率 | 69.6% | 58.5% | 52.4% | 45.4% | 38.4% |
| 流动比率 | 0.80 | 0.81 | 0.88 | 0.98 | 1.12 |
| 速动比率 | 0.52 | 0.56 | 0.62 | 0.68 | 0.77 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.65 | 0.71 | 0.73 | 0.80 | 0.86 |
| 应收账款周转率 | 97.42 | 81.18 | 94.26 | 89.92 | 89.68 |
| 存货周转率 | 11.88 | 13.82 | 13.32 | 13.31 | 13.46 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.45 | 0.50 | 0.62 | 0.73 | 0.86 |
| 每股经营现金流 | 0.77 | 0.75 | 1.13 | 1.23 | 1.47 |
| 每股净资产 | 2.82 | 3.06 | 3.39 | 3.78 | 4.26 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 8.46 | 10.96 | 13.24 | 11.31 | 9.54 |
| P/B | 1.35 | 1.79 | 2.42 | 2.17 | 1.92 |
| EV/EBITDA | 5.35 | 6.63 | 7.74 | 6.55 | 5.39 |

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 李振兴：高级研究员，中国科学院研究生院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 张乾：南京大学硕士，2020年6月加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------|----------------------------------|---------------------------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼 | 深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层 | 北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼 | 香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。