东兴证券 DONGXING SECURITIES

旗滨集团（601636）：“V”型反转下半年将延续，产品高端化引领成长

2020 年 08 月 11 日

强烈推荐/上调

旗滨集团 | 公司报告

公司发布 2020 年中报，2020H1 共实现营收和归母净利分别为 37.91 亿元和 5.06 亿元，分别同比下降 6.78%和 2.36%，同一期间实现每股收益 0.19 元。

超预期冷修调节供给，竣工需求复苏，玻璃行业走出史上最陡峭去库存曲线。2020 年上半年，春节淡季叠加新冠疫情影响下的下游需求“休克”，玻璃行业在自身连续生产的行业特性之下库存急剧升高，2020 年 4 月中旬浮法玻璃生产线库存创下 5295 万重量箱的历史最高纪录，高库存之下不堪现金流和成本压力的中小企业产线出现集中冷修，2020 年 6 月末冷修产线条数比年初和去年同期多 7 条，另一方面，随着疫情在我国国内迅速得到控制，下游地产竣工需求迅速恢复，5 月单月增速已经转正至 6.23%，供给收缩和需求加速恢复之下，行业企业选择主动提价去库存，由于贸易商整体库存在悲观预期下处于低位，涨价行为在底部改善了贸易商的悲观预期，行业整体库存随即整体下降，走出史上最陡峭的去库存曲线，目前库存水平仅比去年同期多 500 万重量箱左右。价格方面，浮法玻璃现货平均价 5 月上旬触底之后，目前已迅速攀升至 84.65 元/重量箱，高于去年同期 9.74 元/重量箱。

二季度业绩环比大幅改善，看好下半年公司业绩表现。Q2 在行业下游需求加速恢复之下，公司库存快速去化，以漳州旗滨 5mm 浮法玻璃现货价来看，出货价格也实现“V”型反弹，2020H1 公司浮法原片销量同比减少 5.19%，与营收下降幅度基本一致，而业绩降幅小于营收，主因主要原材料纯碱价格和石油焦在 2020H1 同比大幅下降，单季度来看，公司 Q2 营收和归母净利分别同比增 11.69%和 11.91%，环比 Q1 大幅改善。即将到来的三季度是玻璃传统的产销旺季，叠加被疫情和雨季延后的竣工需求在此阶段继续释放，我们看好公司下半年的业绩表现。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8,378.31	9,305.76	10,341.49	11,388.05	12,540.52
增长率（%）	10.46	11.07	11.13	10.12	10.12
归母净利润（百万元）	1,207.66	1,346.43	1,467.80	1,690.47	1,923.77
增长率（%）	5.77	11.45	10.54	14.63	13.97
净资产收益率（%）	15.95	16.35	16.38	17.82	19.08
每股收益(元)	0.46	0.52	0.55	0.63	0.72
PE	19.84	17.60	16.75	14.55	12.78
PB	3.25	2.99	2.74	2.59	2.44

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司主要产品分三大类：优质浮法玻璃、在线 LOW-E 镀膜玻璃和 LOW-E 镀膜玻璃基片。公司是国内玻璃企业龙头，拥有全国最高的浮法玻璃原片产能。

未来 3-6 个月重大事项提示：

-

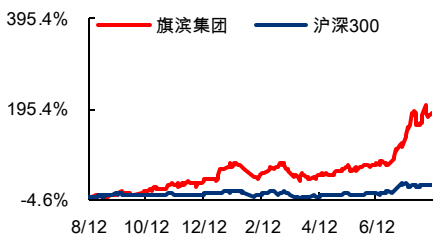
发债及交叉持股介绍：

-

交易数据

52 周股价区间（元）	9.78-3.18
总市值（亿元）	245.81
流通市值（亿元）	245.51
总股本/流通 A 股（万股）	268,641/268,321
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.53

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：赵军胜

010-66554088 zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480512070003

研究助理：韩宇

010-66554042 hanyu_yjs@dxzq.net.cn

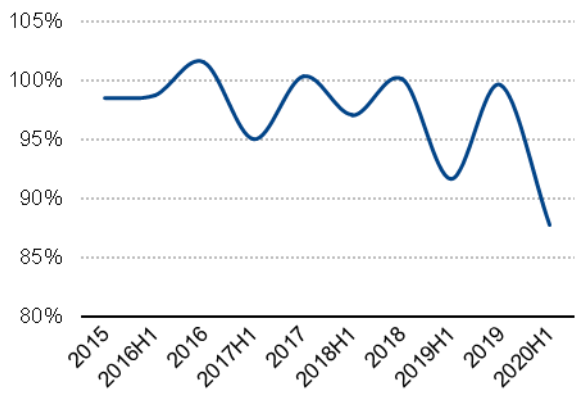
执业证书编号: S1480119070045

产业链一体化与产品高端化并重，周期与成长兼具的浮法原片龙头。成本优势是旗滨的核心竞争力，背后是高度的产业链一体化，目前公司一方面着手继续扩大硅砂自给率，在硅砂资源逐渐稀缺之时扩大自身在原材料成本端的优势，另一方面向节能玻璃、电子玻璃以及药用玻璃等产品高端化方向进行拓展，同时推行事业合伙人和员工持股计划，将公司发展、管理层以及员工利益进行深度绑定，我们看好公司在产业链一体化和产品高端化上的后续发展。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020 到 2022 年的营业收入为 103.41、113.88 和 125.40 亿元，归属于母公司的净利润为 14.68、16.90 和 19.24 亿元，对应的 EPS 分别为 0.55、0.63 和 0.72 元，对应的动态 PE 分别为 17 倍、15 倍和 13 倍，上调公司为“强烈推荐”的投资评级。

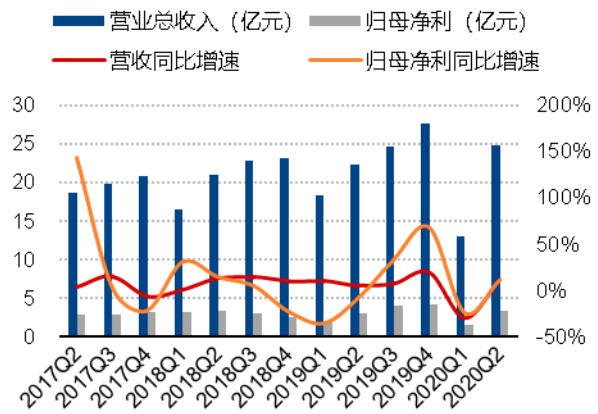
风险提示：疫情后地产竣工增速恢复不及预期。

图 1：旗滨集团玻璃原片产销率变化情况



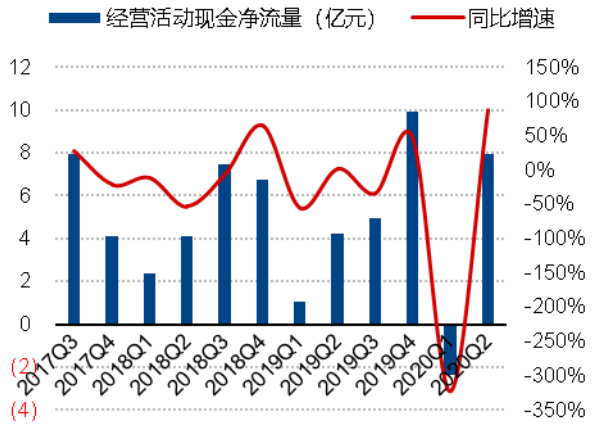
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 2：旗滨集团营收及归母净利单季度变化情况



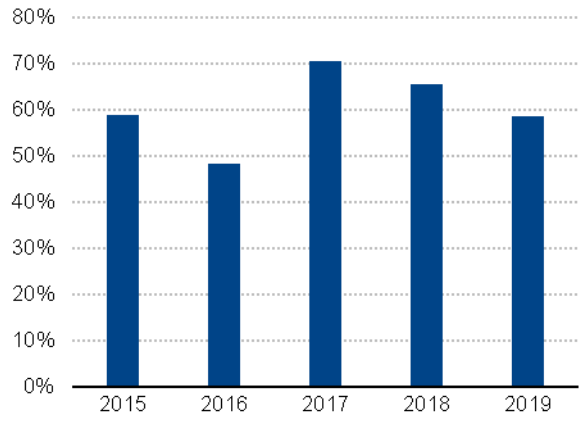
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 3：旗滨集团单季现金流变化情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 4：旗滨集团历年股利支付率



资料来源：wind，东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	2083	2505	2808	3114	3976	**营业收入**	8378	9306	10341	11388	12541
货币资金	435	488	517	630	1284	**营业成本**	5966	6566	7260	7835	8565
应收账款	86	115	113	156	172	营业税金	117	121	124	137	150
其他应收款	28	21	23	26	28	营业费用	108	129	207	171	188
预付款项	38	112	157	194	241	管理费用	507	514	517	626	690
存货	705	673	796	859	939	财务费用	100	112	115	86	68
其他流动资产	739	803	845	886	944	资产减值	310	371	414	569	627
非流动资产合	10754	10560	10818	10990	11065	公允价值	59.66	-13.96	70.00	80.00	90.00
长期股权投资	37	39	39	39	39	投资净收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	8339	8422	8709	8915	9041	**营业利润**	1349	1581	1750	2004	2281
无形资产	824	871	819	770	723	营业外收	8.61	3.65	5.00	6.00	7.00
其他非流动资	401	354	380	400	400	营业外支	10.72	16.64	15.00	15.00	15.00
资产总计	12838	13065	13626	14103	15041	**利润总额**	1347	1568	1740	1995	2273
流动负债合计	2594	3093	2940	2876	3198	所得税	139	222	252	289	330
短期借款	490	938	458	0	0	**净利润**	1208	1346	1488	1705	1944
应付账款	703	545	696	859	939	少数股东	0	-1	20	15	20
预收款项	131	63	217	418	622	归属母公	1208	1346	1468	1690	1924
一年内到期的	459	854	854	854	854	EBITDA	2,319.9	2,619.8	2,630.	2,932.5	3,269.7
非流动负债合	2674	1728	1696	1696	1696	**EPS（元）**	0.461	0.520	0.546	0.629	0.716
长期借款	1483	1113	1113	1113	1113	**主要财务比率**	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	5267	4821	4635	4572	4894	**成长能力**					
少数股东权益	0	8	28	43	63	营业收入	10.46%	11.07%	11.13%	10.12%	10.12%
实收资本(或股	2688	2688	2688	2688	2688	营业利润	-0.01%	17.16%	10.72%	14.49%	13.86%
资本公积	1892	1948	1948	1948	1948	归属于母	5.69%	11.49%	9.01%	15.17%	13.80%
未分配利润	2830	3247	3541	3879	4264	**获利能力**					
归属母公司股	7570	8237	8962	9487	10083	毛利率	28.79%	29.44%	29.80%	31.20%	31.70%
负债和所有者	12838	13065	13626	14103	15041	净利率	14.41%	14.46%	14.39%	14.98%	15.50%
现金流量表				单位:百万元		总资产净		9.41%	10.31%	10.77%	11.99%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	15.95%	16.35%	16.38%	17.82%	19.08%
经营活动现金	2066	2017	2537	2914	3132	**偿债能力**					
净利润	1208	1346	1488	1705	1944	资产负债	41%	37%	34%	32%	33%
折旧摊销	914.43	984.8	779.87	855.71	931.89	流动比率	0.80	0.81	0.96	1.08	1.24
财务费用	100	112	115	86	68	速动比率	0.53	0.59	0.68	0.78	0.95
应付帐款的变	-39	-29	1	-43	-16	**营运能力**					
预收帐款的变	16	-68	154	201	204	总资产周	0.66	0.72	0.77	0.82	0.86
投资活动现金	-873	-902	-1130	-1073	-1063	应收账款	126	93	91	85	77
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款	11.87	14.91	16.66	14.65	13.96
长期股权投资	0	0	0	0	0	**每股指标**					
投资收益	33	1	10	15	15	每股收益	0.46	0.52	0.55	0.63	0.72
筹资活动现金	-1390	-1051	-1378	-1727	-1415	每股净现	-0.07	0.02	0.01	0.04	0.24
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资	2.82	3.06	3.33	3.53	3.75
长期借款增加	-432	-370	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	-4	-1	0	0	0	P/E	19.84	17.60	16.75	14.55	12.78
资本公积增加	105	56	0	0	0	P/B	3.25	2.99	2.74	2.59	2.44
现金净增加额	-197	64	29	113	653	EV/EBITD	11.46	10.31	10.07	8.84	7.73

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司财报点评	旗滨集团（601636）：业绩增长拐点显现	2019-10-20
公司财报点评	旗滨集团（601636）：业绩价格弹性高，等待竣工改善释放下游需求	2019-09-05

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 第 4，2015 年第 3 名。东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年上半年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名。卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围。2018 年今日投资“天眼”唯一 3 年五星级分析师，2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师，选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等。2019 年“金翼奖”第 1 名。

研究助理简介

韩宇

应用经济学硕士，四川大学金属材料工程学士，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事建材行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526