

公司研究/公告点评

2017年02月28日

建材/玻璃 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 4.5
合理价格区间(元): 6.0~7.0

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 021-28979364
wangdebing@htsc.com

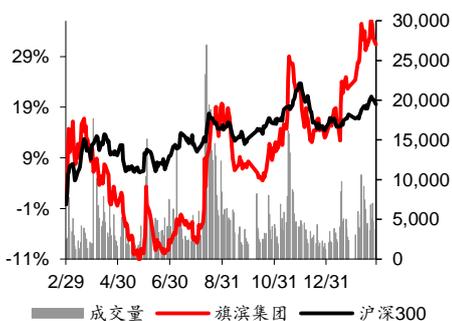
黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

方晏荷 021-28972059
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1 《旗滨集团(601636,买入): 16 年业绩超预期, 看好原片与升级》2017.01
- 2 《旗滨集团(601636): 周期预期同借力, 原片加工竞自由》2016.11
- 3 《旗滨集团(601636): 单季业绩超预期, 行业转好叠加公司升级》2016.10

股价走势图



资料来源: Wind

激励计划推出, 继续看好玻璃龙头 旗滨集团(601636)

激励计划今落地, 梧桐尚待凤凰栖

公司公布激励计划, 拟以 2.28 元价格 (现价 4.50 元) 授予限制性股票激励不超过 9260 万股, 约占当前总股本的 3.55%。激励对象暂未公布, 拟授予对象包括高管、中层管理人员和核心技术 (业务) 人员, 限制性股票业绩考核以 2015 年净利润为基数 (1.71 亿元, 16 年净利预计 8.3~8.6 亿元), 要求 17-19 年净利增长率不低于 110%/120%/130%。我们判断此项计划激励作用偏弱, 福利性质较强, 增量信息不多, 公司 15 年业绩是历年低点, 同时解锁条件与前次激励可比性不强; 公司暂未公布具体激励对象, 参考其他公司激励计划进程, 我们认为公司或可在年报前公布激励名单。

3-4 月玻璃价格有望维持高位, 成本端或可改善

16 年下半年起玻璃提价, 一方面地产竣工加快, 一方面供给处于低位。今年年初至今三四线地产销售超预期, 有望带动需求平稳增长, 年内预期供需同比均在 5% 左右。近期玻璃持续提价, 主要由于下游补库需求和前期成本端纯碱价格提升; 随着后续两会期间环保压制下游玻璃深加工需求, 我们预计 3 月玻璃价格或维持较高位置, 上涨和下行空间均有限。近期成本端纯碱价格有所松动, 从 2300 元/吨位置下调近 200 元, 后期看由于纯碱补库需求减弱, 成本端或可继续改善。

产能扩充叠加深加工布局, 利润水平提升空间大

预计公司 17 年有三条产线冷修, 冷修期在 3-6 个月; 部分产线技术改造, 技改或可提升产品品质, 提高淡季玻璃价格; 同时年内海外产线可建成投产, 我们测算公司 17 年全年产量或可达 1.08 亿重量箱。公司当前盈利水平基本维持在 16 年 8 月以上, 我们预计公司全年箱净利可达 10 元。同时前期公司先后多次披露对外投资公告, 在华东、华南以及东南亚地区进行节能玻璃产业投资, 在湖南省进行光电材料投资。从下游应用领域来看, 光伏行业未来 5 年景气确定性较高, 节能玻璃市场广阔。对标深加工龙头南玻 A, 公司还可能向其他深加工领域扩张, 中期看产业链延伸将来带业务增量和利润水平提高, 有助于抵御地产周期性, 提供长期成长空间。

玻璃原片价格持续上涨, 维持买入评级

我们预计公司 16-18 年归属净利分别为 8.4/9.9/12.3 亿元, YOY+390%/18%/23%, 考虑近期玻璃原片价格持续上涨, 继续推荐玻璃龙头, 公司年报 3 月末披露, 近期增量信息较少, 暂不调整业绩预测与目标价, 维持“买入”评级。

风险提示: 冷修产能复产超过预期; 地产景气度下滑超预期等。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,608
流通 A 股 (百万股)	2,472
52 周内股价区间 (元)	3.05-4.66
总市值 (百万元)	11,738
总资产 (百万元)	12,505
每股净资产 (元)	2.14

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	4,988	5,169	7,936	10,133	12,484
+/-%	41.47	3.64	53.52	27.68	23.20
净利润 (百万元)	311.95	171.33	840.67	994.39	1,226
+/-%	(19.42)	(45.08)	390.67	18.28	23.26
EPS (元)	0.12	0.07	0.33	0.39	0.49
PE (倍)	31.41	57.19	11.66	9.85	7.99

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3,004	2,376	3,195	5,016	6,906
现金	985.11	783.65	884.38	2,142	3,420
应收账款	5.97	10.02	15.38	19.64	24.20
其他应收账款	14.51	18.38	28.65	36.30	44.90
预付账款	30.71	21.41	30.26	39.66	48.86
存货	1,676	1,284	1,815	2,378	2,930
其他流动资产	291.94	258.86	421.66	399.29	438.12
非流动资产	9,401	10,074	10,423	10,399	10,421
长期投资	0.00	18.35	18.35	18.35	18.35
固定资产投资	7,126	8,372	8,312	8,239	8,190
无形资产	675.39	746.44	883.27	1,003	1,106
其他非流动资产	1,599	937.05	1,210	1,138	1,106
资产总计	12,405	12,450	13,618	15,415	17,327
流动负债	4,196	4,653	5,100	5,857	6,524
短期借款	1,181	2,178	1,727	1,929	1,804
应付账款	1,401	1,087	1,809	2,193	2,812
其他流动负债	1,614	1,387	1,563	1,735	1,908
非流动负债	3,065	2,674	2,525	2,570	2,590
长期借款	2,137	1,795	1,795	1,795	1,795
其他非流动负债	927.83	878.95	730.22	774.67	794.62
负债合计	7,261	7,327	7,625	8,427	9,113
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	839.21	2,525	2,525	2,525	2,525
资本公积	3,094	1,351	1,351	1,351	1,351
留存公积	1,211	1,281	2,117	3,111	4,337
归属母公司股	5,144	5,123	5,993	6,988	8,213
负债和股东权益	12,405	12,450	13,618	15,415	17,327

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	616.42	846.21	1,756	1,941	2,358
净利润	311.95	171.33	840.67	994.39	1,226
折旧摊销	526.01	709.69	672.52	714.83	761.19
财务费用	253.34	281.51	208.83	191.62	170.33
投资损失	0.00	1.91	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(453.81)	(272.11)	179.23	(7.60)	177.61
其他经营现金	(21.07)	(46.12)	(145.50)	47.93	23.12
投资活动现金	(1,449)	(1,030)	(1,025)	(693.00)	(785.10)
资本支出	1,905	1,085	420.00	530.00	640.00
长期投资	0.00	20.23	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	456.62	75.05	(604.61)	(163.00)	(145.10)
筹资活动现金	1,079	(39.37)	(630.41)	9.92	(294.96)
短期借款	(401.00)	997.00	(450.79)	201.54	(124.63)
长期借款	1,061	(342.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	144.98	1,686	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,635	(1,743)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,361)	(637.58)	(179.62)	(191.62)	(170.33)
现金净增加额	246.21	(220.72)	100.73	1,258	1,278

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4,988	5,169	7,936	10,133	12,484
营业成本	4,031	4,239	5,992	7,853	9,675
营业税金及附加	22.80	24.48	37.59	47.99	59.12
营业费用	28.01	27.95	43.73	45.18	55.66
管理费用	426.54	453.62	696.40	879.04	1,083
财务费用	253.34	281.51	208.83	191.62	170.33
资产减值损失	2.00	5.33	3.45	3.59	4.12
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(1.91)	0.00	0.00	0.00
营业利润	224.06	135.62	954.36	1,112	1,437
营业外收入	547.61	147.34	160.00	221.33	229.83
营业外支出	403.08	41.89	89.17	106.99	128.33
利润总额	368.59	241.07	1,025	1,227	1,538
所得税	56.65	69.74	184.51	232.45	312.40
净利润	311.95	171.33	840.67	994.39	1,226
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	311.95	171.33	840.67	994.39	1,226
EBITDA (倍)	1,003	1,127	1,836	2,019	2,368
EPS (元)	0.12	0.07	0.33	0.39	0.49

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	41.47	3.64	53.52	27.68	23.20
营业利润	(40.28)	(39.47)	603.69	16.57	29.14
归属母公司净利润	(19.42)	(45.08)	390.67	18.28	23.26
获利能力 (%)					
毛利率	19.18	18.00	24.50	22.50	22.50
净利率	6.25	3.31	10.59	9.81	9.82
ROE	6.06	3.34	14.03	14.23	14.92
ROIC	5.09	3.27	10.32	11.46	14.13
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.53	58.85	55.99	54.67	52.60
净负债比率 (%)	51.08	62.88	54.51	51.71	46.45
流动比率	0.72	0.51	0.63	0.86	1.06
速动比率	0.32	0.23	0.27	0.45	0.61
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.42	0.61	0.70	0.76
应收账款周转率	557.64	528.28	508.22	470.65	463.25
应付账款周转率	4.34	3.41	4.14	3.92	3.87
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.07	0.33	0.39	0.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.34	0.70	0.77	0.93
每股净资产(最新摊薄)	2.04	2.03	2.37	2.77	3.25
估值比率					
PE (倍)	31.41	57.19	11.66	9.85	7.99
PB (倍)	1.90	1.91	1.63	1.40	1.19
EV_EBITDA (倍)	13.44	11.97	7.35	6.68	5.70

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com