

旗滨集团 (601636.SH)

龙头业绩高弹性显现，深加工积极布局

2016年公司营收69.6亿,同比增长35%,归属净利8.35亿,同比增长387%。**景气回暖下的行业龙头,业绩高弹性显现:**2016年公司玻璃销量11258万重箱(同比增长13.34%),单位重箱收入60元(同比+5元),单位重箱成本42元(同比-2元),单位重箱净利7元,大幅回升(同比+5元)。公司是行业产能规模最大的龙头企业,规模成本优势突出,充分受益于2016年下半年行业景气持续回暖,玻璃价格连续上涨(下半年全国玻璃均价涨幅23%),公司迎来量利齐升,业绩高弹性显现。分上下半年来看,下半年盈利环比大幅回升明显,下半年单位重箱净利达到11元(上半年仅为3元),分季度来看Q4营收22亿,同比增长44%,归母净利4.03亿,同比646%,处于环比持续回升趋势。当前玻璃价格依然维持在高位,上半年行业需求不会太差(地产周期传导有时滞),下半年有一定压力,但全年来看下行幅度不会太大,公司低成本优势下有望保持较好盈利水平。

海外布局持续推进,积极拓展深加工延伸产业链:在巩固国内市场的同时,公司积极实施“走出去”战略,在马来西亚投资建设600t/d Low-E在线镀膜、玻璃生产线和600t/d高档多元化玻璃生产线。此外,公司深加工领域积极布局,延伸产业链,设立三家节能玻璃公司进军节能玻璃市场,并建立光伏光电生产线,拓宽光伏产业链。公司在浮法玻璃原片端已具备突出优势,深加工领域拓展有望进一步提升公司盈利水平和综合竞争实力。

新一轮股权激励,彰显未来发展雄心:公司启动新一期限制性股票激励计划,授予限制性股票9260万股,价格为2.28元/股;解锁条件为以2015年为基数,2017-2019年净利润增速分别为110%、120%、130%,彰显公司业务增长信心,将激发员工动力,促进公司增效。

投资建议:维持“买入”评级:公司成本控制能力强,规模优势明显,作为浮法玻璃行业龙头业绩享有高弹性。此外公司正积极延伸产业链,拓展下游深加工玻璃领域,做大做强的心愿和决心十分强烈,看好公司的中长期发展,预计2017-2019年EPS为0.40、0.42、0.45元,维持“买入”评级

风险提示:行业景气度继续大幅下滑,公司寻求新业务发展不顺。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,169.46	6,960.96	7,072.00	7,458.62	7,769.38
增长率(%)	39.09%	34.66%	1.60%	5.47%	4.17%
EBITDA(百万元)	1,134.06	2,059.57	2,181.19	2,350.59	2,552.53
净利润(百万元)	171.33	835.06	1,048.88	1,096.19	1,179.36
增长率(%)	-22.49%	387.39%	25.61%	4.51%	7.59%
EPS(元/股)	0.068	0.330	0.402	0.420	0.452
市盈率(P/E)	75.32	12.12	10.87	10.40	9.66
市净率(P/B)	2.50	1.63	1.45	1.27	1.12
EV/EBITDA	14.75	6.40	6.88	5.85	5.05

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	4.53元
前次评级	买入
报告日期	2017-03-31

分析师: 邹戈 S0260512020001
 021-60750616
 zouge@gf.com.cn
 分析师: 谢璐 S0260514080004
 021-60750630
 xielu@gf.com.cn

相关研究:

旗滨集团(601636.SH):业绩预增高弹性显现,深加工值得期待 2017-01-19
 旗滨集团(601636.SH):加速优化产品结构,打造有竞争力的玻璃航母 2016-11-16
 旗滨集团(601636.SH):高弹性玻璃龙头,多元发展值得期待 2016-08-16

联系人: 徐笔龙 021-60750611
 xubilong@gf.com.cn

目录索引

事件描述	4
事件评论	4
景气回暖下的行业龙头，业绩高弹性显现	4
海外布局持续推进，深加工扩张延伸产业链	6
新一轮股权激励，彰显未来发展雄心	7
投资建议：维持“买入”评级	8
风险提示	8

图表索引

图 1: 2016 年收入同比增长 34.66%.....	4
图 2: 2016 归母净利润同比增长 387.39%	4
图 3: 2016 年公司毛利率为 29.34%.....	5
图 4: 2016 年公司净利率为 11.99%.....	5
图 5: 2016Q4 收入同比增长 43.62%.....	5
图 6: 2016Q4 归母净利润同比增长 646.13%.....	5
图 7: 全国玻璃均价走势	5
图 8: 全国纯碱价格走势	5
图 9: 公司玻璃业务毛利率与金晶科技玻璃业务毛利率	6
图 10: 2016 年国外收入同比增长 243%	7
图 11: 国内外毛利率对比	7
表 1: 公司本报告期主要财务指标.....	4
表 2: 公司单位重箱财务数据	6
表 3: 公司建设节能玻璃项目概况.....	7

事件描述

旗滨集团公布2016年年报:

报告期内公司实现营业收入69.61亿元,同比增长34.66%,实现营业利润9.41亿元,同比增长593.82%;实现利润总额10.19亿元,同比增长322.85%。归属于上市公司股东净利润8.35亿元,同比上升387.39%,对应每股收益0.33元。

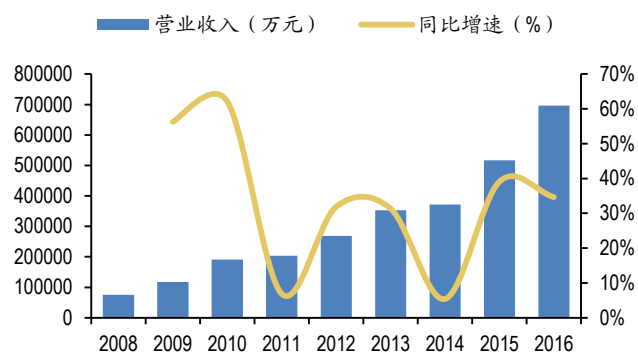
公司拟以2016年末总股本26亿股为基数,向全体股东每10股派发1.5元现金股利。

表 1: 公司本报告期主要财务指标

	本报告期末	去年上年度期末	增减变动
总资产(万元)	1236562.15	1250517.83	-1.12%
归属上市公司股东的所有者权益(万元)	602486.7	557586.26	8.05%
归属上市公司股东的每股净资产(元/股)	2.31	2.03	13.79%
	本报告期	上年同期	增减变动
营业总收入(万元)	696096.07	516946.15	34.66%
毛利率(%)	29.34%	18.00%	+11.34pct
营业利润(万元)	94096.84	13562.17	593.82%
利润总额(万元)	101938.2	24107.32	322.85%
归属于上市公司股东的净利润(万元)	83505.69	17133.26	387.39%
基本每股收益(元/股)	0.33	0.07	374.43%
经营活动产生的现金流量净额(万元)	165892.66	84620.59	96.04%
每股经营活动产生的现金流量净额(元/股)	0.64	0.34	88.24%

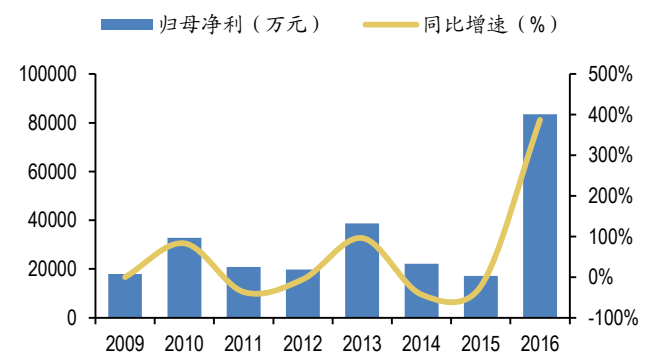
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 1: 2016 年收入同比增长 34.66%



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 2: 2016 归母净利润同比增长 387.39%



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

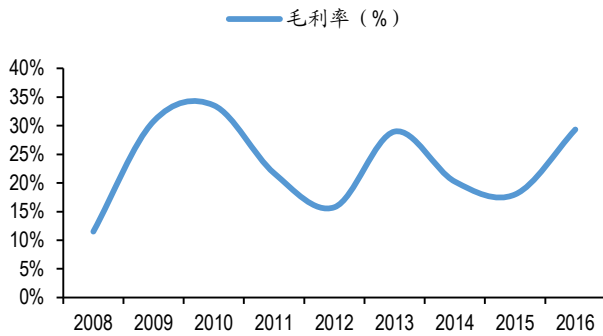
事件评论

景气回暖下的行业龙头, 业绩高弹性显现

2016 年公司玻璃销量 11258 万重箱 (同比增长 13.34%), 单位重箱收入 60 元 (同比 +5 元), 单位重箱成本 42 元 (同比 -2 元), 单位重箱净利 7 元, 大幅回升 (同比 +5 元)。公司是行业产能规模最大的龙头企业, 规模成本优势突出, 充分受益于 2016 下半年

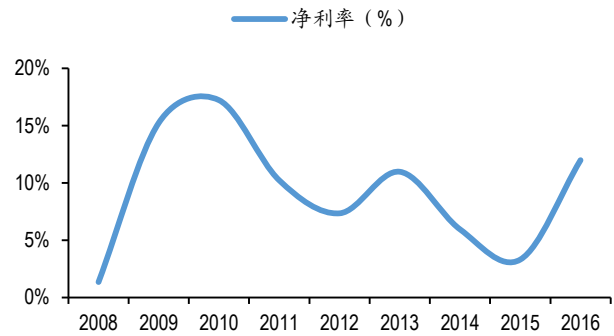
行业景气持续回暖，玻璃价格连续上涨（下半年全国玻璃均价涨幅23%），公司迎来自来量利齐升，业绩高弹性显现。分上下半年来看，下半年盈利环比大幅回升，下半年单位重箱净利达到11元（上半年仅为3元），分季度来看Q4营收22.21亿，同比增长43.62%，归母净利4.03亿，同比646.13%，处于环比持续回升趋势。当前玻璃价格依然维持在高位，上半年行业需求不会太差（地产周期传导有时滞），下半年有一定压力，但全年来看下行幅度不会太大，公司低成本优势下有望保持较好盈利水平。

图 3: 2016 年公司毛利率为 29.34%



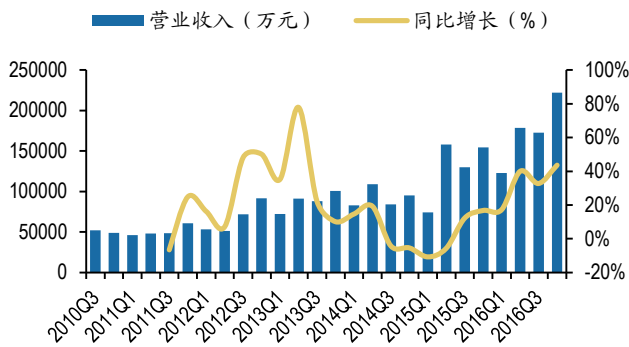
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 4: 2016 年公司净利率为 11.99%



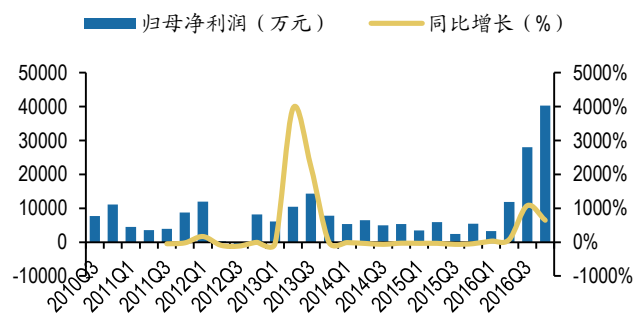
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 5: 2016Q4 收入同比增长 43.62%



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

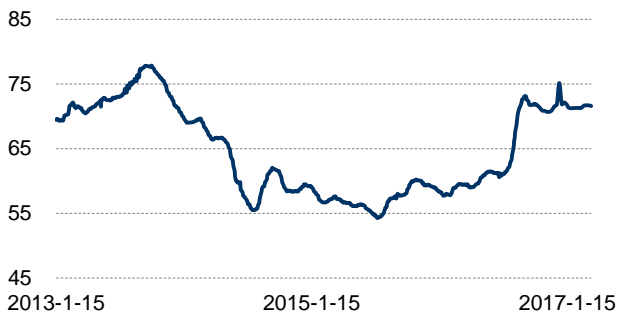
图 6: 2016Q4 归母净利润同比增长 646.13%



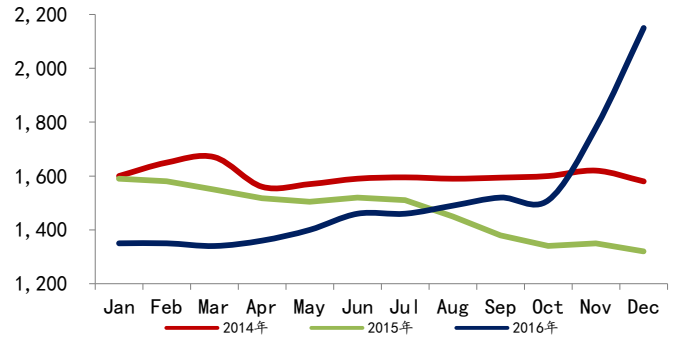
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 7: 全国玻璃均价走势

图 8: 全国纯碱价格走势



数据来源：玻璃信息网，广发证券发展研究中心



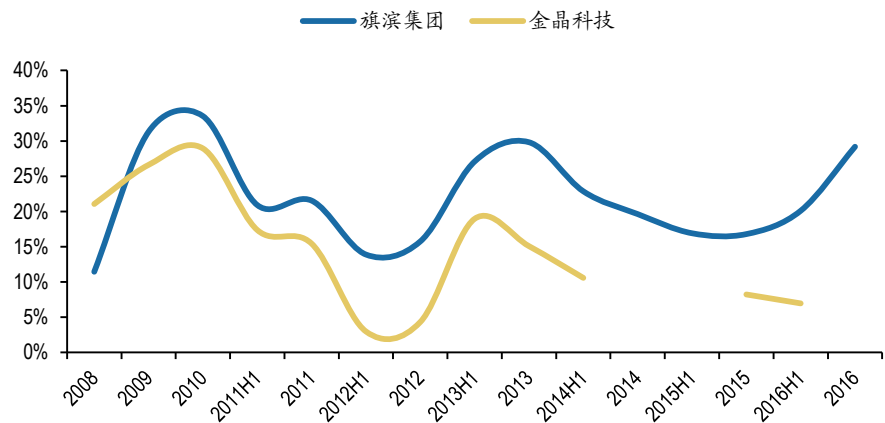
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表2：公司单位重箱财务数据

	2013	2014H1	2014H2	2014	2015H1	2015H2	2015	2016H1	2016H2	2016
销量（万重箱）	5137	2800	3082	5882	4221	5568	9789	5525	5733	11258
单价（元/重箱）	66	61	57	59	54	51	53	55	67	60
单位重箱收入（元）	66	61	57	59	54	51	53	55	67	60
单位重箱成本（元）	46	47	48	47	45	42	44	42	43	42
单位重箱毛利（元）	20	14	9	12	9	9	9	11	24	17
收入（万元）	338570	170352	176143	346495	229046	284688	516864	292561	382377	674938
成本（万元）	237593	131403	147074	278477	190315	235624	425939	233753	244230	477983
毛利率	30%	23%	17%	20%	17%	17%	18%	20%	36%	29%
单位重箱净利（元）	8	4	3	4	2	1	2	3	11	7

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图9：公司玻璃业务毛利率与金晶科技玻璃业务毛利率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

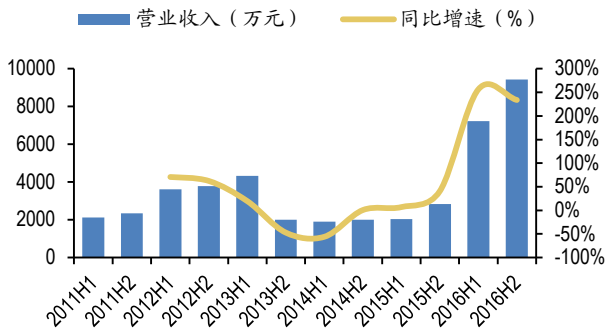
注：金晶科技2012H1和2012玻璃业务毛利为负

海外布局持续推进，深加工扩张延伸产业链

公司在巩固国内玻璃龙头地位的同时，积极布局海外，率先实施“走出去”的战略。

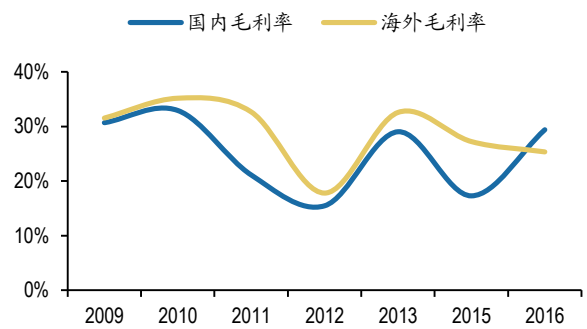
2014年，旗滨集团设立旗滨（新加坡）有限公司，15年1月受让马来西亚旗滨公司股权，同年10月以11.7 亿对马来西亚旗滨公司进行增资，拟建一条 600T/D LOW-E 在线镀膜玻璃生产线和一条 600T/D 高档多元化玻璃生产线，合计产能 804.2 万箱。2016 年 10 月，公司拟在马来西亚森美兰州合资建设马来西亚节能玻璃项目，项目总投资 26725 万元。

图 10: 2016 年国外收入同比增长 243%



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 11: 国内外毛利率对比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司寻求多元发展，积极延伸产业链，拓展玻璃深加工业务，目前已在绍兴、惠州、马来西亚共设立三家节能玻璃公司进军节能玻璃市场(各个基地分别建设1 条镀膜线、3 条中空线)，产能合计中空玻璃300 万平方米/年、单片镀膜玻璃360万平方米/年)，此外公司还在郴州建立光伏光电生产线(700T/D 光电材料和1000T/D 光伏封装材料)，拓宽光伏产业链。公司在浮法玻璃原片端已具备突出优势，深加工领域拓展有望进一步提升公司盈利水平和综合竞争实力。

表3: 公司建设节能玻璃项目概况

公司	总投资 (万元)	投资项目	预计年均收益
绍兴旗滨节能玻璃有限公司	23354	1 条镀膜线、3 条中空线，预计中空玻璃年产能 100 万平方米，单片镀膜玻璃 120 万平方米	项目建成后，将实现年均销售收入 20010 万元，年均净利润 2117 万元。
惠州旗滨节能玻璃有限公司	25645	1 条镀膜线、3 条中空线，预计中空玻璃年产能 100 万平方米，单片镀膜玻璃 120 万平方米	项目建成后，将实现年均销售收入 20398 万元，年均净利润 2239 万元。
马来西亚节能项目	26725	1 条镀膜线、3 条中空线	预计实现年均销售收入 22046 万元，年均利润 2466 万元
郴州旗滨光伏光电玻璃有限公司	120764	建设 700T/D 光电材料和 1000T/D 光伏封装材料生产线	光电材料生产线投产后年均税后利润为 9148 万元，光伏封装材料生产线投产后年均税后利润为 12221 万元

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

新一轮股权激励，彰显未来发展雄心

公司启动新一期限制性股票激励计划，拟授予限制性股票9260万股，首期授予7957.50万股（占本次85.93%），预留1302.50万股（占本次14.07%），首期对象为93人，包括管理人员、业务人员、技术人员，以及公司董事会认定需要激励的其他员工，价格为2.28元/股。解锁条件为以2015年为基数，2017年-2019年净利润增速

分别为110%、120%、130%。这是公司在2015年员工持股计划和两次限制性股票激励计划（2012年和2016年）后股权激励的再一次新动作，彰显公司业绩增长信心，将激发员工动力，促进公司增效。

投资建议：维持“买入”评级

公司成本控制能力强，规模优势明显，作为浮法玻璃行业龙头业绩享有高弹性。此外，公司正积极延伸产业链，拓展下游深加工玻璃领域，做大做强的意愿和决心十分强烈，看好公司的中长期发展，预计2017-2019年EPS 为0.40、0.42、0.45 元，维持“买入”评级。

风险提示

行业景气度继续大幅下滑，公司寻求新业务发展不顺

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2376	2411	3382	5520	6746
货币资金	784	824	84	2191	3468
应收及预付	99	432	1271	1312	1265
存货	1284	1136	2027	2017	2014
其他流动资产	210	19	0	0	0
非流动资产	10074	9955	10051	10107	10644
长期股权投资	18	41	41	41	41
固定资产	8374	8110	8322	8135	8272
在建工程	320	437	637	787	1087
无形资产	846	905	1032	1124	1225
其他长期资产	517	462	20	20	20
资产总计	12450	12366	13433	15627	17391
流动负债	4653	4344	4337	5065	5350
短期借款	2178	2311	2450	2950	3050
应付及预收	1833	1476	1887	2115	2300
其他流动负债	642	557	0	0	0
非流动负债	2674	1998	1234	1604	1904
长期借款	1795	1023	1234	1604	1904
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	879	974	0	0	0
负债合计	7327	6341	5571	6669	7254
股本	2525	2608	2608	2608	2608
资本公积	1351	1466	2109	2109	2109
留存收益	1281	2116	3165	4261	5441
归属母公司股东权	5157	6190	7882	8979	10158
少数股东权益	0	0	-1	-1	-2
负债和股东权益	12450	12366	13433	15627	17391

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5169	6961	7072	7459	7769
营业成本	4239	4919	4755	5055	5224
营业税金及附加	24	95	35	37	39
销售费用	28	47	85	67	70
管理费用	454	683	778	761	777
财务费用	282	264	225	279	286
资产减值损失	5	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	-4	0	0	0
营业利润	136	941	1194	1259	1374
营业外收入	147	117	70	70	70
营业外支出	42	38	1	1	1
利润总额	241	1019	1263	1328	1443
所得税	70	185	214	232	264
净利润	171	835	1049	1096	1179
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	171	835	1049	1096	1179
EBITDA	1134	2060	2181	2351	2553
EPS (元)	0.07	0.32	0.40	0.42	0.45

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	846	1659	741	2316	2563
净利润	171	835	1049	1096	1179
折旧摊销	710	843	762	812	892
营运资金变动	-388	-341	-1307	197	236
其它	354	322	236	211	256
投资活动现金流	-1030	-772	-863	-799	-1361
资本支出	-1058	-703	-863	-799	-1361
投资变动	-20	-95	0	0	0
其他	48	25	0	0	0
筹资活动现金流	-37	-710	-617	590	75
银行借款	3738	3519	350	870	400
债券融资	-2840	-4248	-1519	0	0
股权融资	1282	170	789	0	0
其他	-2216	-151	-238	-280	-325
现金净增加额	-221	177	-740	2107	1277
期初现金余额	878	784	824	84	2191
期末现金余额	658	960	84	2191	3468

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	39.1	34.7	1.6	5.5	4.2
营业利润增长	-6.7	593.8	26.8	5.5	9.1
归属母公司净利润增长	-22.5	387.4	25.6	4.5	7.6
获利能力(%)					
毛利率	18.0	29.3	32.8	32.2	32.8
净利率	3.3	12.0	14.8	14.7	15.2
ROE	3.3	13.5	13.3	12.2	11.6
ROIC	3.4	11.0	10.3	11.3	11.7
偿债能力					
资产负债率(%)	58.8	51.3	41.5	42.7	41.7
净负债比率	0.7	0.5	0.5	0.3	0.1
流动比率	0.51	0.56	0.78	1.09	1.26
速动比率	0.23	0.28	0.22	0.61	0.82
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.56	0.55	0.51	0.47
应收账款周转率	667.96	703.05	52.14	56.15	56.15
存货周转率	3.33	4.07	2.35	2.52	2.61
每股指标(元)					
每股收益	0.07	0.33	0.40	0.42	0.45
每股经营现金流	0.34	0.64	0.28	0.89	0.98
每股净资产	2.04	2.37	3.02	3.44	3.89
估值比率					
P/E	75.3	12.1	10.9	10.4	9.7
P/B	2.5	1.6	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	14.8	6.4	6.9	5.9	5.0

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：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。
徐笔龙：研究助理，南京大学管理学硕士，2015年进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。
谨慎增持：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
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。
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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。