

公司研究/季报点评

2017年05月01日

建材/玻璃 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 4.33
合理价格区间(元): 6.0-6.5

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 010-56793964
wangdebing@htsc.com

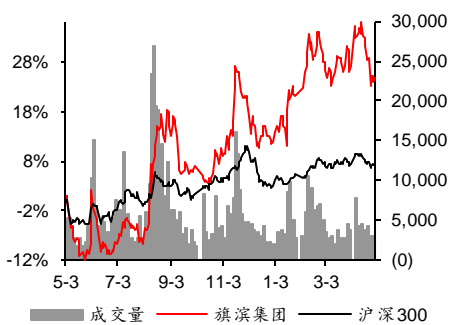
黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

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

相关研究

- 1 《旗滨集团(601636,买入): 周期继续上行, 看好中长期成长》2017.03
- 2 《旗滨集团(601636,买入): 激励计划推出, 继续看好玻璃龙头》2017.02
- 3 《旗滨集团(601636,买入): 16 年业绩超预期, 看好原片与升级》2017.01

股价走势图



资料来源: Wind

淡季盈利不弱, 全年看高一线

旗滨集团(601636)

淡季盈利不弱, 业绩符合预期

公司 2017 年一季度收入和归母净利润分别为 16.35 亿元和 2.45 亿元, 分别同比增长 33%和 644%。一季度产销率 86%, 根据公司产能情况, 预计一季度销量在 2400 万重箱左右, 对应每重箱净利润 10.2 元。盈利情况符合我们的预期。虽然相比去年四季度的 14.3 元重箱净利润有明显下降, 但对于淡季来说表现已经不错, 是公司上市以来最好的一季度经营成果。

利润率维持高位, 资产负债表继续改善

公司一季度毛利率 33.8%, 净利率 15.0%, 弱于去年三四季度, 但好于去年全年水平。一季度盈利能力为近 6 年最高。销售和管理费率保持平稳, 财务费率继续延续下降趋势。资产负债率回落到 49%, 连续 4 个季度下降。经营现金净额 2.64 亿元, 持续净流入。由于有 3 条玻璃线进入冷修且还有深加工产能在建, 投资现金净流出 3.44 亿元。全年看, 内生现金流完全可以覆盖资本开支, 预计资产负债率还有下降空间。

行业供需好于市场预期, 纯碱价格下降红利还未体现

根据行业协会信息, 17-19 年将玻璃产线冷修高峰, 预计年内冷修与复产可维持均衡, 年内具备新点火条件产线约有 8 条。如果地产需求维持稳定, 则玻璃价格仍可维持。去年总产能 1.13 亿重箱, 今年国内停产 3 条线, 马来西亚新投产 2 条线, 我们测算公司今年总产能在 1.08 亿重箱左右。纯碱价格继续下跌, 重碱主流到位价格已经由年初的 2400 元/吨, 下降到 4 月底的 1600 元/吨。由于整个一季度是纯碱价格的下降段且玻璃原片企业还都有纯碱库存, 对成本的利好还没有完全体现, 预计二季度玻璃原片企业的重箱盈利会 2-3 元的修复空间。

产能扩充叠加深加工布局, 看好中长期成长

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。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。

小幅上调盈利预测, 维持买入评级

纯碱价格下降略超预期, 小幅上调公司盈利预测, 预计 17-19 年净利为 11.3/12.5/13.4 亿元, EPS 为 0.43/0.48/0.51 元, 参考可比公司估值和公司历史估值水平, 认可给予 14-15 倍 17 年 PE, 对应目标价 6.0-6.5 元, 维持买入评级。

风险提示: 冷修复产超过预期; 地产景气度下滑等。

公司基本资料

总股本(百万股)	2,605
流通 A 股(百万股)	2,472
52 周内股价区间(元)	3.05-4.73
总市值(百万元)	11,280
总资产(百万元)	12,473
每股净资产(元)	2.42

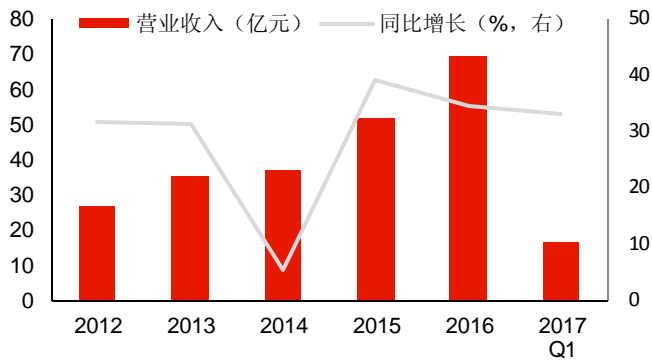
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,169	6,961	8,353	9,356	10,104
+/-%	3.64	34.66	20.00	12.00	8.00
归属母公司净利润(百万元)	171.33	835.06	1,130	1,254	1,339
+/-%	(45.08)	387.39	35.35	10.97	6.78
EPS (元, 最新摊薄)	0.07	0.32	0.43	0.48	0.51
PE (倍)	65.92	13.53	9.99	9.00	8.43

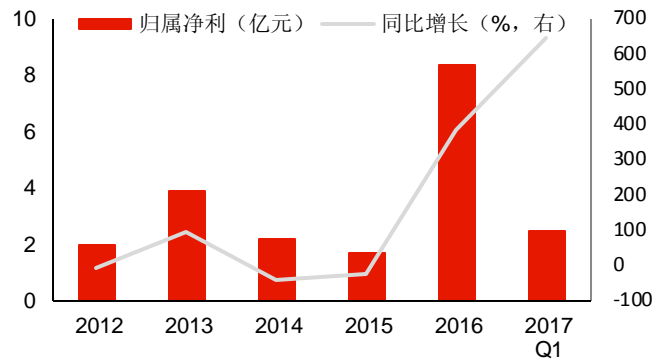
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 过去五年公司营收与营收增速



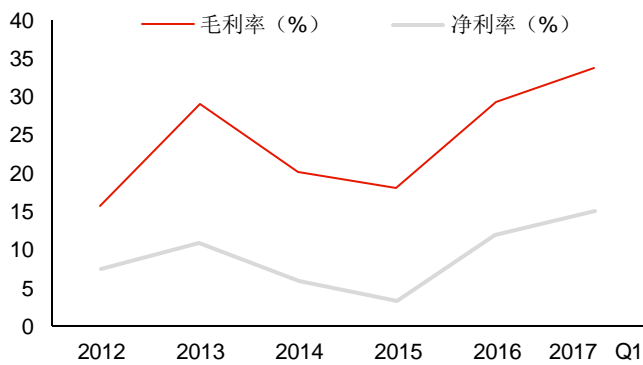
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 过去五年公司归属净利与净利增速



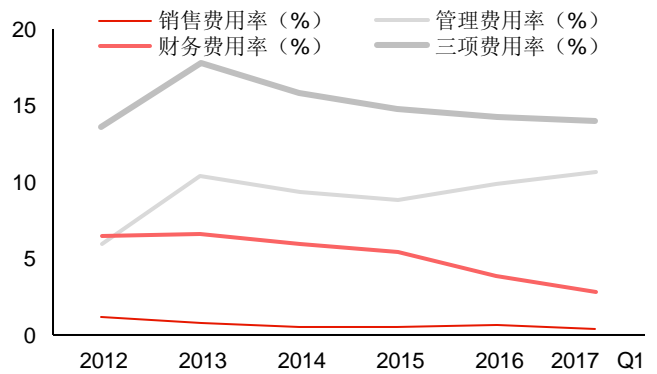
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 过去五年公司利润水平



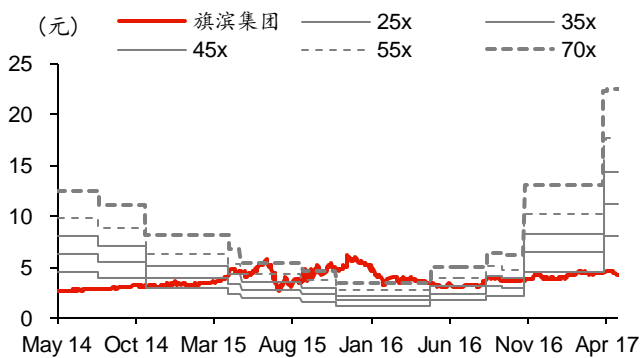
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表4: 过去五年公司三项费用



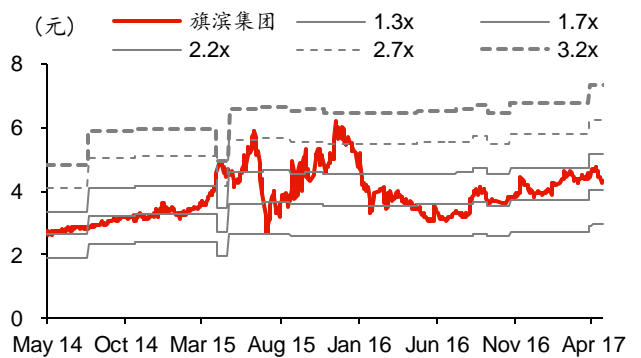
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表5: 旗滨集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 旗滨集团历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,376	2,411	3,384	4,626	3,707
现金	783.65	824.06	1,467	2,493	1,368
应收账款	10.02	9.78	12.87	12.55	16.64
其他应收账款	18.38	31.38	32.36	37.75	36.99
预付账款	21.41	48.77	44.12	49.62	59.80
存货	1,284	1,136	1,564	1,647	1,860
其他流动资产	258.86	361.32	264.06	386.21	365.46
非流动资产	10,074	9,955	9,965	9,979	9,219
长期投资	18.35	40.73	40.73	40.73	40.73
固定资产投资	8,372	8,110	8,191	8,219	7,582
无形资产	746.44	813.75	933.83	1,037	1,030
其他非流动资产	937.05	990.46	799.34	683.00	565.99
资产总计	12,450	12,366	13,349	14,605	12,926
流动负债	4,653	4,344	4,231	4,176	1,881
短期借款	2,178	2,311	1,929	1,804	0.00
应付账款	1,087	674.01	803.09	906.90	985.68
其他流动负债	1,387	1,359	1,499	1,465	895.37
非流动负债	2,674	1,998	1,908	1,965	1,678
长期借款	1,795	1,023	1,023	1,023	1,023
其他非流动负债	878.95	974.47	884.95	941.66	654.89
负债合计	7,327	6,341	6,139	6,141	3,559
少数股东权益	0.00	(0.47)	(0.47)	(0.47)	(0.47)
股本	2,525	2,608	2,608	2,608	2,608
资本公积	1,351	1,466	1,351	1,351	914.18
留存公积	1,281	2,116	3,251	4,505	5,845
归属母公司股	5,123	6,025	7,210	8,465	9,367
负债和股东权益	12,450	12,366	13,349	14,605	12,926

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	846.21	1,659	1,808	2,180	2,041
净利润	171.33	834.58	1,130	1,254	1,339
折旧摊销	709.69	843.22	694.50	751.20	751.94
财务费用	281.51	264.12	254.74	245.28	244.22
投资损失	1.91	3.90	0.00	0.00	(3.00)
营运资金变动	(272.11)	(326.87)	(56.04)	(144.75)	(365.11)
其他经营现金	(46.12)	39.97	(215.70)	74.43	73.52
投资活动现金	(1,030)	(772.32)	(667.16)	(784.82)	(46.47)
资本支出	1,085	714.72	529.92	640.00	45.00
长期投资	20.23	45.77	(20.00)	0.00	0.00
其他投资现金	75.05	(11.83)	(157.24)	(144.82)	(1.47)
筹资活动现金	(39.37)	(715.34)	(497.89)	(369.90)	(3,119)
短期借款	997.00	132.62	(381.87)	(124.63)	(1,804)
长期借款	(342.00)	(771.80)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	1,686	83.05	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(1,743)	114.63	(114.63)	0.00	(436.81)
其他筹资现金	(637.58)	(273.83)	(1.39)	(245.28)	(878.22)
现金净增加额	(220.72)	176.51	642.74	1,026	(1,125)

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,169	6,961	8,353	9,356	10,104
营业成本	4,239	4,919	5,861	6,618	7,193
营业税金及附加	24.48	95.33	114.39	128.12	138.37
营业费用	27.95	47.34	50.12	56.13	60.62
管理费用	453.62	683.26	751.78	832.64	909.36
财务费用	281.51	264.12	254.74	245.28	244.22
资产减值损失	5.33	7.36	3.59	4.12	5.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.91)	(3.90)	0.00	0.00	3.00
营业利润	135.62	940.97	1,318	1,471	1,556
营业外收入	147.34	116.74	116.74	116.74	116.74
营业外支出	41.89	38.33	40.11	39.22	39.67
利润总额	241.07	1,019	1,395	1,549	1,633
所得税	69.74	184.80	264.21	294.23	294.01
净利润	171.33	834.58	1,130	1,254	1,339
少数股东损益	0.00	(0.47)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	171.33	835.06	1,130	1,254	1,339
EBITDA	1,127	2,048	2,267	2,468	2,552
EPS(元)	0.07	0.32	0.43	0.48	0.51

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	3.64	34.66	20.00	12.00	8.00
营业利润	(39.47)	593.82	40.05	11.62	5.80
归属母公司净利润	(45.08)	387.39	35.35	10.97	6.78
获利能力(%)					
毛利率	18.00	29.34	29.84	29.26	28.81
净利率	3.31	12.00	13.53	13.41	13.26
ROE	3.34	13.86	15.68	14.82	14.30
ROIC	3.27	10.46	13.46	14.41	15.85
偿债能力					
资产负债率(%)	58.85	51.28	45.99	42.04	27.53
净负债比率(%)	62.88	61.25	58.41	56.37	28.75
流动比率	0.51	0.56	0.80	1.11	1.97
速动比率	0.23	0.29	0.43	0.71	0.98
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.56	0.65	0.67	0.73
应收账款周转率	528.28	629.92	652.49	598.64	606.16
应付账款周转率	3.41	5.58	7.94	7.74	7.60
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.32	0.43	0.48	0.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.64	0.69	0.84	0.78
每股净资产(最新摊薄)	1.96	2.31	2.76	3.25	3.59
估值比率					
PE(倍)	65.92	13.53	9.99	9.00	8.43
PB(倍)	2.20	1.87	1.57	1.33	1.21
EV_EBITDA(倍)	12.34	6.79	6.14	5.64	5.45

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

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：AOK809

©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 1063211166/传真：86 1063211275

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