

毛利率同期大幅提高 12.5 个百分点

投资要点

- **事件:** 公司 2017 年上半年实现营业收入 35 亿元, 同比增长 16%; 实现归母净利润 5.4 亿元, 同比增长 252.7%; 基本每股收益 0.2 元。
- **玻璃价格高位致毛利率提升明显, 归母净利润同比大增。** 2017 年 1-6 月, 玻璃需求基本平稳, 受玻璃供给侧改革、去产能以及环保督察的影响, 玻璃价格维持在高位, 公司得以在产品销量下滑的情况下收入保持增长。2017 年上半年, 公司营业收入 35 亿元, 同比增长 16%, 受成本端纯碱、石油焦价格下降的影响, 上半年营业成本 23 亿元, 同比下降 2.2%, 毛利率从 2016 年同期的 20.6% 提升到 33.1%, 提高了 12.5 个百分点。公司 2017 上半年期间费用 4.7 亿元, 同比增 12%, 而期间费用率从 14% 下降到 13.4%。毛利率大增叠加期间费用率下降, 公司归母净利润同比大增 252.7%。
- **成本低、费用率低有望使公司全年业绩超预期。** 一方面, 公司在行业内成本控制的优势明显, 2017 上半年在营收增 16% 的情况下营业成本降 2.2%, 下半年, 原材料价格虽有上涨预期但公司生产成本大幅上涨的可能性较小; 另一方面, 股权激励不断提升公司经营管理水平, 2017 上半年管理费用同比大增 43% 系公司股权激励费用摊销增加 9193 万元所致, 如果剔除股权激励影响, 公司管理费用与 2016 年同期基本持平, 下半年公司管理费用率仍有下降空间。综合来看, 如果房地产投资增速整体保持平稳, 公司在成本费用上的优势将有望使公司全年业绩超预期。
- **公司未来看点在节能玻璃、光伏玻璃和海外拓展。** 国内浙江节能和广东节能项目年底有望投产; 郴州光伏光电基板项目处于建设期; 海外拓展上, 马来西亚基地 2 条优质浮法玻璃生产线项目有序推进, 年底有望投产, 预计每年增加营收约 2.2 亿元, 净利润约 2500 万元。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.39、0.44 和 0.48 元, 未来三年归母净利润将保持 15.5% 的复合增长率, 考虑公司在行业中的龙头地位、成本费用控制优势以及光伏节能玻璃项目有序推进, 给予公司 2018 年 14 倍估值, 对应目标价 6.16 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动的风险; 房地产宏观调控的政策风险; 新项目进展不及预期的风险。

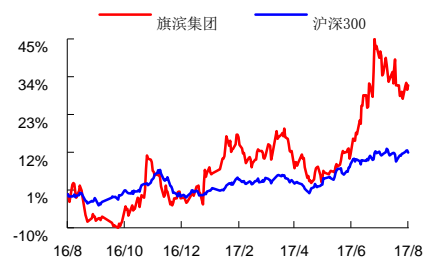
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6960.96	7656.00	8424.32	9274.01
增长率	34.66%	9.98%	10.04%	10.09%
归属母公司净利润(百万元)	835.06	1049.60	1176.76	1285.33
增长率	387.39%	25.69%	12.12%	9.23%
每股收益 EPS(元)	0.31	0.39	0.44	0.48
净资产收益率 ROE	13.85%	15.17%	14.92%	14.38%
PE	16	13	12	11
PB	2.25	1.95	1.71	1.51

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖
执业证号: S1250513090001
电话: 023-63786561
邮箱: lijy@swsc.com.cn
联系人: 余尊宝
电话: 023-63786519
邮箱: yzbaos@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	26.84
流通 A 股(亿股)	25.11
52 周内股价区间(元)	3.58-5.58
总市值(亿元)	135.83
总资产(亿元)	120.74
每股净资产(元)	2.34

相关研究

关键假设：

假设 1：房地产政策基本平稳，玻璃下游需求无明显下滑，2017-2019 年玻璃原片订单增速保持 10%；

假设 2：漳州旗滨、长兴旗滨技改完成于 2017 年年底复产；

假设 3：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	6961.0	7656.0	8424.3	9274.0
	增速	34.7%	10.0%	10.0%	10.1%
	毛利率	29.3%	30.0%	29.9%	29.8%
玻璃原片	收入	6572.0	7229.2	7952.2	8747.4
	增速	34.3%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	29.2%	30.0%	30.0%	30.0%
玻璃加工	收入	41.2	49.4	59.3	71.2
	增速	66.4%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
贸易	收入	148.0	177.6	213.1	255.7
	增速	37.5%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%
其它业务	收入	199.8	199.8	199.8	199.8
	增速	37.9%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	52.6%	52.6%	52.6%	52.6%

注：分项业务数据根据内部抵销有所调整。数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6960.96	7656.00	8424.32	9274.01	净利润	834.58	1060.20	1188.64	1298.31
营业成本	4918.69	5358.63	5905.37	6510.86	折旧与摊销	843.22	570.70	570.70	570.70
营业税金及附加	95.33	81.98	98.59	105.46	财务费用	264.12	172.95	152.37	154.44
销售费用	47.34	48.51	54.68	59.72	资产减值损失	7.36	7.36	7.36	7.36
管理费用	683.26	719.48	794.68	879.64	经营营运资本变动	-350.22	481.29	-84.14	20.57
财务费用	264.12	172.95	152.37	154.44	其他	59.87	-7.64	-7.12	-7.43
资产减值损失	7.36	7.36	7.36	7.36	经营活动现金流净额	1658.93	2284.85	1827.80	2043.96
投资收益	-3.90	0.00	0.00	0.00	资本支出	-181.42	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-590.90	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-772.32	0.00	0.00	0.00
营业利润	940.97	1267.09	1411.27	1556.53	短期借款	132.62	-1510.62	200.00	200.00
其他非经营损益	78.41	87.43	84.42	85.42	长期借款	-771.80	0.00	0.00	0.00
利润总额	1019.38	1354.52	1495.69	1641.95	股权融资	197.68	76.10	0.00	0.00
所得税	184.80	294.32	307.04	343.64	支付股利	0.00	-167.01	-209.92	-235.35
净利润	834.58	1060.20	1188.64	1298.31	其他	-273.83	-727.95	-152.37	-154.44
少数股东损益	-0.47	10.60	11.89	12.98	筹资活动现金流净额	-715.34	-2329.48	-162.29	-189.80
归属母公司股东净利润	835.06	1049.60	1176.76	1285.33	现金流量净额	176.51	-44.63	1665.51	1854.16
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	824.06	779.43	2444.95	4299.11	成长能力				
应收和预付款项	431.98	363.61	440.89	470.51	销售收入增长率	34.66%	9.98%	10.04%	10.09%
存货	1135.55	1237.68	1364.02	1504.26	营业利润增长率	593.82%	34.66%	11.38%	10.29%
其他流动资产	19.28	21.20	23.33	25.69	净利润增长率	387.11%	27.03%	12.12%	9.23%
长期股权投资	40.73	40.73	40.73	40.73	EBITDA 增长率	81.78%	-1.83%	6.15%	6.90%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	8546.69	8069.85	7593.02	7116.18	毛利率	29.34%	30.01%	29.90%	29.79%
无形资产和开发支出	818.57	733.34	648.10	562.86	三费率	14.29%	12.29%	11.89%	11.79%
其他非流动资产	548.76	540.14	531.52	522.90	净利率	11.99%	13.85%	14.11%	14.00%
资产总计	12365.62	11785.99	13086.55	14542.23	ROE	13.85%	15.17%	14.92%	14.38%
短期借款	2310.62	800.00	1000.00	1200.00	ROA	6.75%	9.00%	9.08%	8.93%
应付和预收款项	1088.83	1570.32	1648.41	1792.67	ROIC	10.84%	12.82%	15.34%	17.68%
长期借款	1023.20	1023.20	1023.20	1023.20	EBITDA/销售收入	29.43%	26.26%	25.34%	24.60%
其他负债	1918.58	1403.29	1447.04	1495.50	营运能力				
负债合计	6341.23	4796.81	5118.65	5511.36	总资产周转率	0.56	0.63	0.68	0.67
股本	2608.34	2684.44	2684.44	2684.44	固定资产周转率	0.84	0.97	1.14	1.34
资本公积	1465.62	1465.62	1465.62	1465.62	应收账款周转率	703.05	699.14	675.15	683.15
留存收益	2116.25	2998.83	3965.67	5015.65	存货周转率	4.05	4.50	4.53	4.53
归属母公司股东权益	6024.87	6979.05	7945.88	8995.86	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	73.52%	—	—	—
少数股东权益	-0.47	10.13	22.02	35.00	资本结构				
股东权益合计	6024.39	6989.17	7967.90	9030.86	资产负债率	51.28%	40.70%	39.11%	37.90%
负债和股东权益合计	12365.62	11785.99	13086.55	14542.23	带息债务/总负债	52.57%	38.01%	39.53%	40.34%
					流动比率	0.56	0.86	1.37	1.79
					速动比率	0.29	0.42	0.93	1.36
					股利支付率	0.00%	15.91%	17.84%	18.31%
					每股指标				
					每股收益	0.31	0.39	0.44	0.48
					每股净资产	2.24	2.60	2.96	3.35
					每股经营现金	0.62	0.85	0.68	0.76
					每股股利	0.00	0.06	0.08	0.09
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	2048.31	2010.74	2134.33	2281.67					
PE	16.27	12.94	11.54	10.57					
PB	2.25	1.95	1.71	1.51					
PS	1.95	1.77	1.61	1.46					
EV/EBITDA	7.71	7.04	5.95	4.84					
股息率	0.00%	1.23%	1.55%	1.73%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn