

公司研究/中报点评

2017年08月28日

建材/玻璃 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 5.08  
合理价格区间(元): 6.00~6.50

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

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

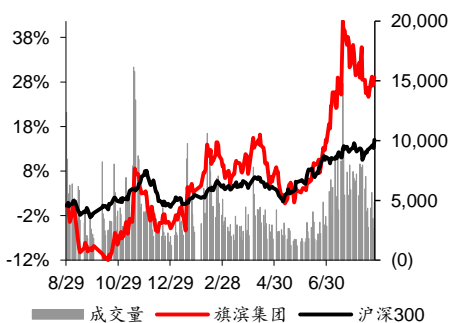
**王德彬** 执业证书编号: S0570516090001  
研究员 010-56793964  
wangdebing@htsc.com

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

相关研究

- 1 《旗滨集团(601636,买入): 淡季盈利不弱, 全年看高一线》2017.05
- 2 《旗滨集团(601636,买入): 周期继续上行, 看好中长期成长》2017.03
- 3 《旗滨集团(601636,买入): 激励计划推出, 继续看好玻璃龙头》2017.02

股价走势图



资料来源: Wind

## 盈利环比上升, 报表改善助力成长

### 旗滨集团(601636)

#### 盈利环比上升, 业绩符合预期

公司 2017 上半年收入和归母净利润分别为 34.98 亿元和 5.36 亿元, 分别同比增长 16%和 253%。根据公司产能情况, 预计二季度销量在 2600 万重箱左右, 对应每重箱净利润 11.2 元, 环比一季度上升 1 元/重箱, 盈利情况符合我们的预期。

#### 量减价增, 资产负债表继续改善

公司上半年产量同比下降 6.7%, 销量下降 10.3%, 半年产销率 95%。二季度毛利率 32.6%, 净利率 15.6%, 毛利率环比一季度下降, 但净利率上升, 主要得益期间费用率的下降。销售和管理费率保持平稳, 财务费率继续延续下降趋势, 带动期间费用率下降到 12.9%。资产负债表继续下降到 47.9%, 连续 5 个季度下降。二季度经营现金净额 8.8 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 2.4 亿元。全年看, 内生现金流可以覆盖资本开支, 预计资产负债率还有下降空间。存货占资产比例创历史新低到 5.2%, 应收账款和票据占资产比重也下降到 1.1%, 公司资产负债表质量继续改善。

#### 行业供需好于市场预期, 价格上涨可覆盖纯碱成本上升

我们此前强调, 2017-19 年将是玻璃产线冷修高峰, 预计年内冷修与复产可维持均衡。2017 年 1-8 月新点火及复产 12 条线, 冷修生产线 9 条, 相比去年底只净增 3 条线, 供给情况远好于市场预期。地产新开工面积增速仍较强势, 需求不弱, 我们判断旺季来临后玻璃价格仍有上升空间。去年公司总产能 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。纯碱价格在 7 月开始有所反弹, 主流到位价在 1840 元左右, 不过玻璃价格也同比例上涨。我们预计下半年公司每重箱盈利稳中有升。

#### 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, 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来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。

#### 维持买入评级

公司生产经营符合预期, 我们维持盈利预测, 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 2017 年 14-15 倍 PE, 对应目标价 6.00~6.50 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)	2,684
流通 A 股 (百万股)	2,513
52 周内股价区间 (元)	3.58-5.58
总市值 (百万元)	13,637
总资产 (百万元)	12,074
每股净资产 (元)	2.34

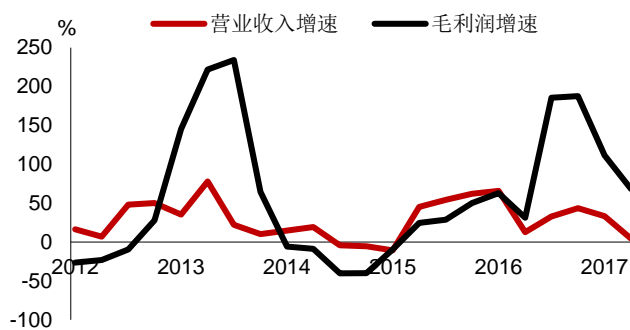
资料来源: 公司公告

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

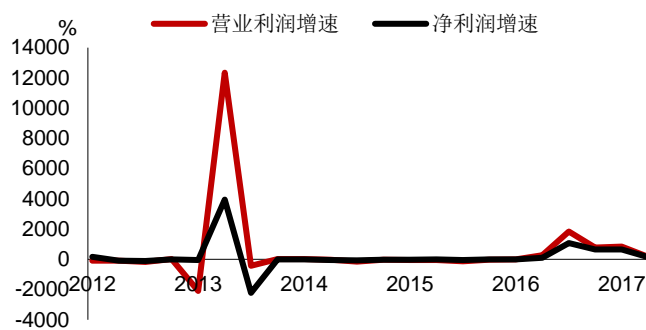
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司营收与毛利润增速



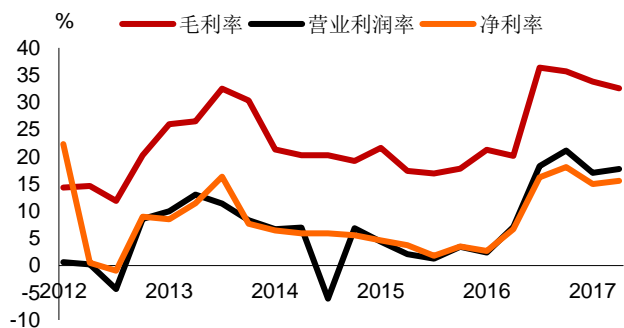
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 公司归属营业利润与净利润增速



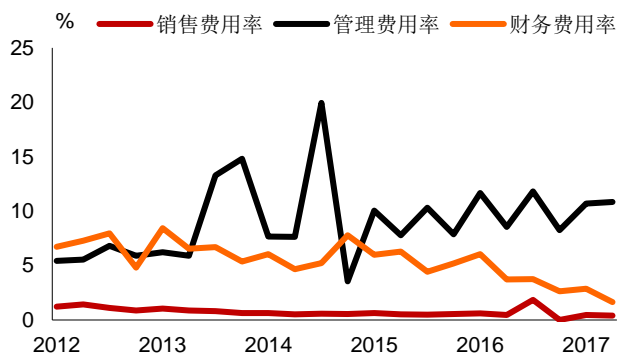
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 过去五年公司利润率水平



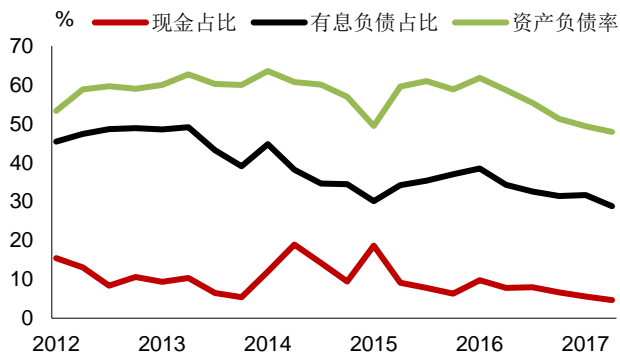
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表4: 过去五年公司三项费用



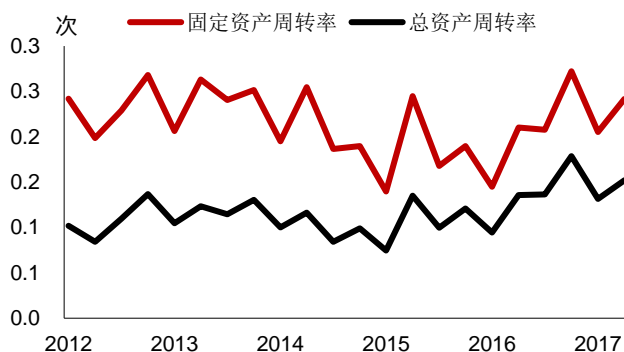
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表5: 过去五年公司现金与负债水平



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

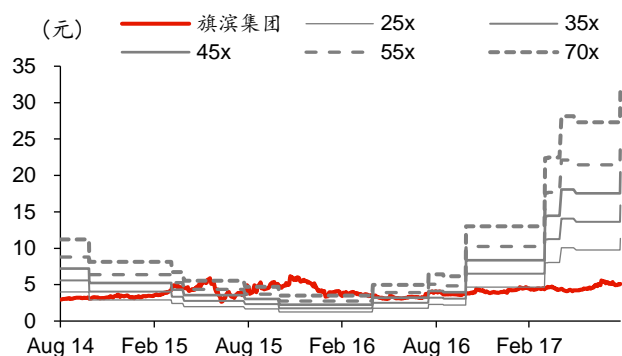
图表6: 过去五年公司资产周转状况



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

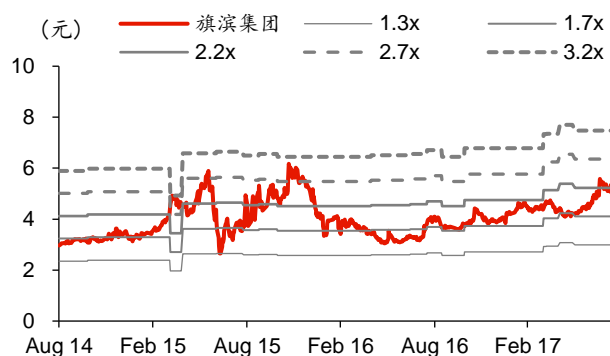
**PE/PB - Bands**

图表7: 旗滨集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8: 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