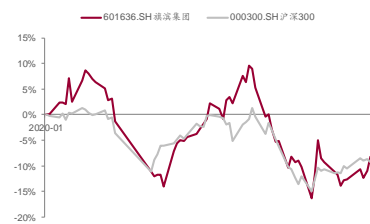


**旗滨集团(601636)/玻璃制造**
**竣工回暖带动19Q4业绩高增,高分红率具备吸引力**
**评级: 增持**
**市场价格: 5.02**
**分析师: 孙颖**
**执业证书编号: S0740519070002**
**电话: 021-20315782**
**Email: sunying@r.qlzq.com.cn**
**基本状况**

总股本(百万股)	26.87
流通股本(百万股)	26.60
市价(元)	5.02
市值(百万元)	13490
流通市值(百万元)	13490

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 《旗滨集团2019中报点评:高股息率构筑安全边际,期待下半年竣工回暖》20190821

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	83.8	93.1	96.6	109.2	120.3
增长率yoy%	10.46%	11.07%	3.82%	13.04%	10.14%
净利润	12.08	13.46	15.00	16.43	17.53
增长率yoy%	5.69%	11.49%	11.38%	9.55%	6.68%
每股收益(元)	0.45	0.50	0.56	0.61	0.65
每股现金流量	0.77	0.75	1.19	0.72	1.33
净资产收益率	15.95%	16.35%	16.57%	16.93%	16.84%
P/E	11.17	10.02	9.00	8.21	7.70
PEG	1.04	1.09	0.95	0.76	0.84
P/B	1.78	1.64	1.49	1.39	1.30

备注: 股价取自2020年4月10日收盘价

**投资要点**

- 事件: 公司发布2019年年报, 全年营收93.05亿元, 同增11.07%; 归母净利润13.46亿元, 同增11.49%; EPS为0.50, 同增11.11%。其中四季度单季度营收27.73亿元, 同增19.73%; 归母净利润4.19亿元, 同增68.68%; EPS 0.16, 同增77.78%。玻璃行情全年V型反转, 公司业绩全年温和增长。**
- 公司全年业绩温和增长, Q4业绩表现突出: 2019年地产竣工数据先低后高, 累计同比从6月底-12.7%提升到12月底2.6%。在竣工需求驱动下, 玻璃行情高涨并带动公司业绩大幅改善。Q4营收27.74亿元, 同增19.73%; 归母净利润4.19亿元, 同增68.60%。毛利率32.49%, 同比大增7.5pct。**
- 产销稳步增长, 库存维持低位, 成本管控更上一层楼: 2019年全年公司平板玻璃销售11,845万重箱, 相比2018年小幅增长7.65%, 产能与销量稳步增长同时库存保持在6-8天的较低水平, 低于同行15天左右水平, 运营效率高于同行。销售单价为72元/重箱, 同比减少4.7元/重箱; 单箱毛利达20.8元/重箱, 同比增加0.3元/箱; 材料、人工、制造成本分别为42.7、1.0、7.3元/重箱, 比2018年均有所下降, 单箱成本合计下降5.0元/箱, 成本管控更上一层楼。单箱净利为10.23元/重箱, 与2018年基本持平。**
- 公司各项费用率整体保持稳定, 经营现金流与负债率等相关指标持续向好: 2019年全年, 公司产品毛利率为29.55%, 同增0.65pct; 销售、管理、财务费用率分别为1.4%、5.5%、1.2%, 同增0.1pct、-1.9pct、0.0pct。经营现金流向好, 其中四季度经营现金流达到9.95亿元, 是近几年来最好水平; 现金周期持续维持低位, 日常经营基本不占用公司营运资金。资产负债率持续下降, 目前为36.9%, 是近几年来最低水平。**
- 节能玻璃成重要增长点, 未来有较大发展空间: 2019年公司节能玻璃销量同增212.2%, 价格同增10.3元/平, 是公司重要业绩增长点。按照公司“一体两翼”规划, 2022年节能玻璃产能将达到3,715万平, 2024年达到30亿元收入。同时公司进军药用玻璃和电子玻璃预计也将为公司带来约15亿元收入。**
- 疫情冲击下行业风险释放, 后续仍有投资价值: 当前玻璃行业受疫情冲击, 厂商压力较大普遍压价去库存, 价格加速下滑, 1-2月份竣工同比增速也仅为-22.9的历史低位, 行业风险持续释放。预计行业风险充分释放后, 后续随着竣工回暖, 行业景气度有望回升, 平板玻璃行业以及公司投资价值将重新凸显。**
- 公司作为平板玻璃龙头, 依然是市场上平板玻璃行业景气的最大受益者, 目前公司产能合计日熔量1.76万吨, 预计未来5年将持续投产8条原片产能, 平板玻璃业务规模持续增长并进一步压降成本。考虑后续平板玻璃行业景气度将有所回暖, 且公司加大节能玻璃、电子玻璃等高毛利业务的投入, 2020-2022**

年长兴、河源、天津、马来合计 2,320 万平节能玻璃产能将陆续投产，电子玻璃和药用玻璃也将有新增产能，我们调升业绩预期。预计 2020-2022 年，公司营收为 96.6、109.2、120.3 亿元，归母净利为 15.0、16.4、17.5 亿元，EPS 为 0.56、0.61、0.65。参照 2019 年的分红率，对应股息率可达到 6%，具有较高吸引力。维持公司增持评级。

- 风险提示事件：疫情冲击持续发酵，竣工回升不及预期，新业务开展不及预期

## 内容目录

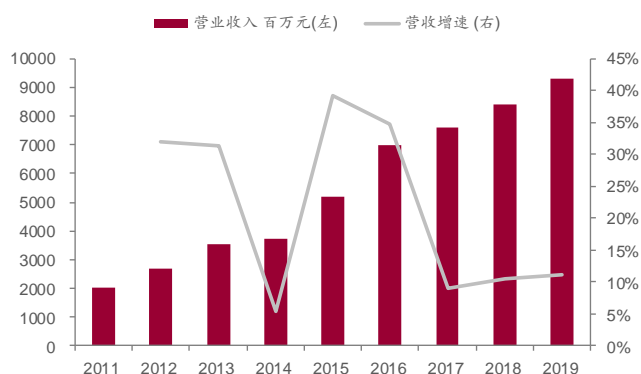
玻璃行业全年V型反转，公司业绩全年温和增长 .....	- 5 -
玻璃原片平稳增长，节能玻璃量价齐升 .....	- 7 -
疫情冲击下行业风险释放，后续仍有投资价值 .....	- 9 -

## 图表目录

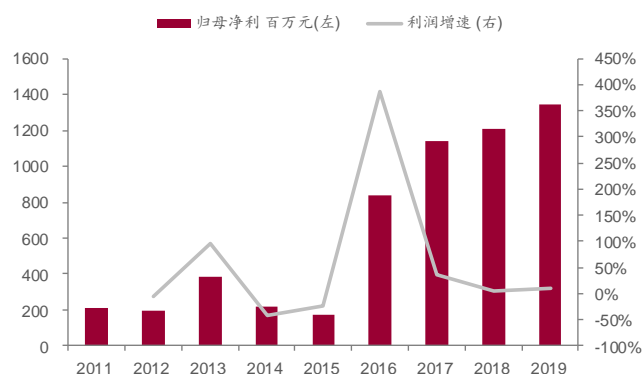
图表 1: 公司营收保持稳步增长.....	- 5 -
图表 2: 公司归母净利保持稳步增长.....	- 5 -
图表 3: 玻璃价格上涨带动毛利率与销售增速提升.....	- 5 -
图表 4: 现金流相关指标改善, 负债率持续下降.....	- 5 -
图表 5: 销量稳步增长, 运营持续高效.....	- 7 -
图表 6: 单位价格稳定, 成本管控更上一层楼.....	- 7 -
图表 7: 2019 年节能玻璃量价齐升.....	- 7 -
图表 8: 未来节能玻璃、药用玻璃、电子玻璃占比将提升.....	- 7 -
图表 9: 压价去库存导致产品加速下跌.....	- 9 -
图表 10: 库存增量与价格跌幅相关表明需求尚未改善.....	- 9 -
图表 11: 玻璃行业景气度快速下滑.....	- 9 -
图表 12: 竣工回升开工回落依然是大趋势.....	- 9 -
图表 13: 旗滨集团核心财务数据.....	- 10 -

## 玻璃行业全年V型反转，公司业绩全年温和增长

- **竣工需求带来产品价格高涨，四季度业绩迎来新高：**公司发布 2019 年年报，全年营收 93.05 亿元，同增 11.07%；归母净利 13.46 亿元，同增 11.49%。经营现金流净额 20.17 亿元，同减 2.37%，ROE 为 16.32%，同增 0.37pct；EPS 为 0.50，同增 11.11%。其中四季度营收 27.74 亿元，同增 19.73%；归母净利 4.19 亿元，同增 68.60%；EPS 为 0.16，同增 77.78%。竣工需求旺盛带动四季度玻璃价格高涨，公司效益迎来新高。

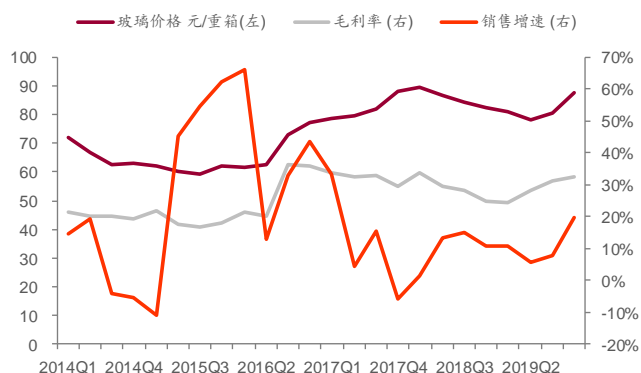
**图表 1：公司营收保持稳步增长**


来源：公司年报、中泰证券研究所

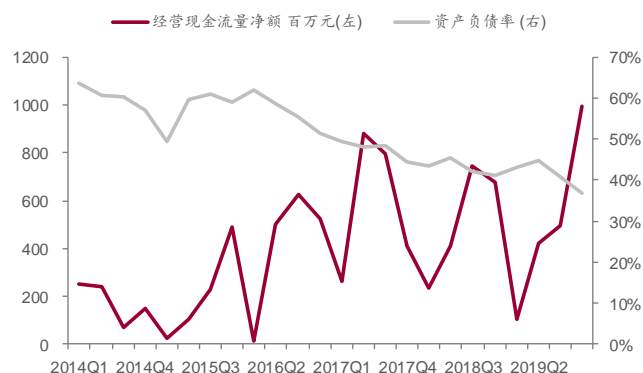
**图表 2：公司归母净利保持稳步增长**


来源：公司年报、中泰证券研究所

- **四季度毛利率同比大增，利润表各项指标修复：**2019 年全年，公司产品毛利率为 29.55%，同增 0.65pct；销售、管理、财务费用率分别为 1.4%、5.5%、1.2%，同增 0.1pct、-1.9pct、0.0pct。管理费用率有所下降。全年看，2019 年平板玻璃上半年价格持续阴跌，在地产竣工驱动下，玻璃价格从 5 月底开始连续上涨，最高达到 90 元/重箱的历史高位。行业景气带动下，四季度公司毛利率 32.49%，同比大增 7.5pct；销售、管理、财务费用率分别为 1.5%、7.6%、0.7%；同增 0.1pct、2.8pct、-0.2pct，费用率小幅下降。除去主营业务，其他项目等对公司利润影响较小。

**图表 3：玻璃价格上涨带动毛利率与销售增速提升**


来源：卓创资讯、公司公告、中泰证券研究所

**图表 4：现金流相关指标改善，负债率持续下降**


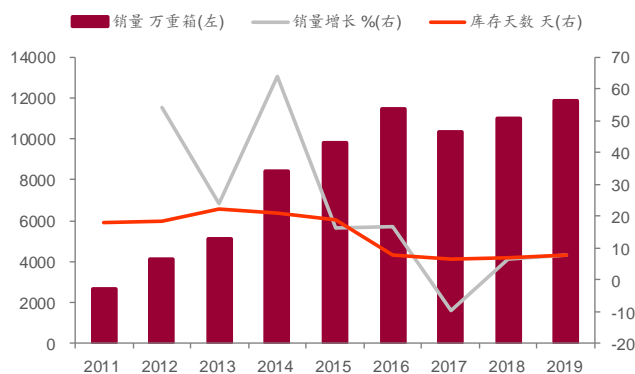
来源：公司公告、中泰证券研究所

- **现金流相关指标改善，负债率持续下降：**公司其他指标同步向好，其中四季度经营现金流达到 9.95 亿元，是近几年来最好水平；现金周期持续维持地位，日常经营基本不占用公司营运资金。资产负债率持续下降，目前为 36.9%，是近几年来最低水平。

## 玻璃原片平稳增长，节能玻璃量价齐升

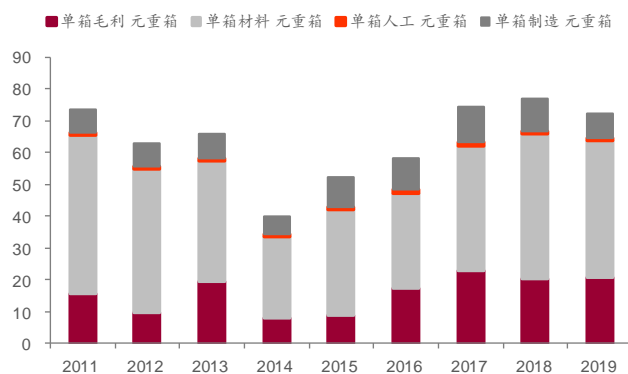
■ **产销稳步增长，库存维持低位，成本管控更上一层楼：**公司全年平板玻璃销量 11,845 万重箱，相比 2018 年小幅增长 7.65%；公司平板玻璃产能与产销量持续保持稳步增长，库存天数维持在 6-8 天的水平，低于行业平均水平，整体持续保持高效运营。全年平板玻璃均价为 72 元/重箱，相比 2018 年均价有所下滑，主要是上半年玻璃价格持续阴跌所致。四季度公司单箱价格最高含税售价可达 90 元/重箱，单箱毛利可达 25 元/重箱。成本结构方面，公司单箱材料、人工、制造成本分别为 42.7 元/重箱、1.0 元/重箱、7.3 元/重箱，相比 2018 年分别下降 2.4 元/重箱、0.1 元/重箱、0.7 元/重箱，公司在成本管控方面更上一层楼。

图表 5：销量稳步增长，运营持续高效



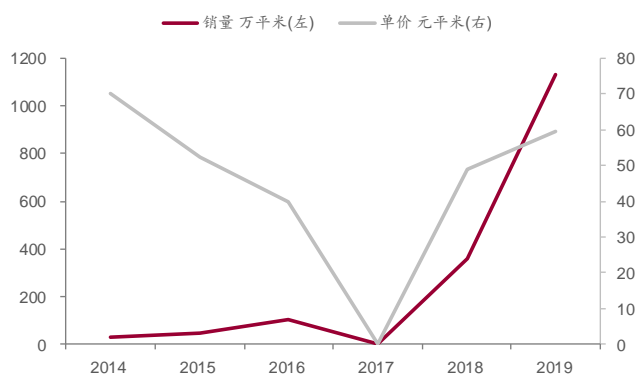
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 6：单位价格稳定，成本管控更上一层楼



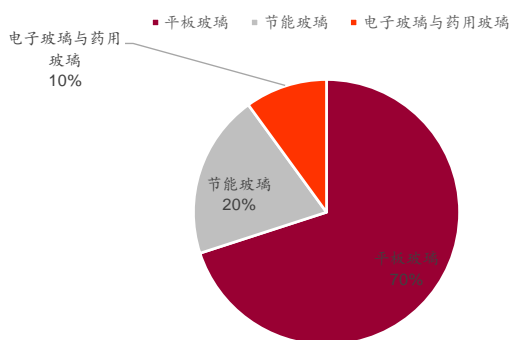
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 7：2019 年节能玻璃量价齐升



来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 8：未来节能玻璃、药用玻璃、电子玻璃占比将提升



来源：公司年报、中泰证券研究所

■ **节能玻璃量价齐升，是公司 2019 年重要的业绩增长点：**公司节能玻璃 2019 年收入 6.69 亿元，同增 277.72%；毛利润 2.02 亿元，同增 576.11%；产量为 1160 万平米，同增 202.87%；销量为 1127 万平米，同增 212.19%。全年节能玻璃单价为 59.36 元/平，相比 2018 年提升 10.3 元/平；节能

玻璃成本为 41.5 元/平，基本与 2018 年持平。2019 年节能玻璃量价齐升，虽然在公司也为占比中不高，但是公司 2019 年增长较快的业务板块，未来将成为公司重要的业绩增长点。

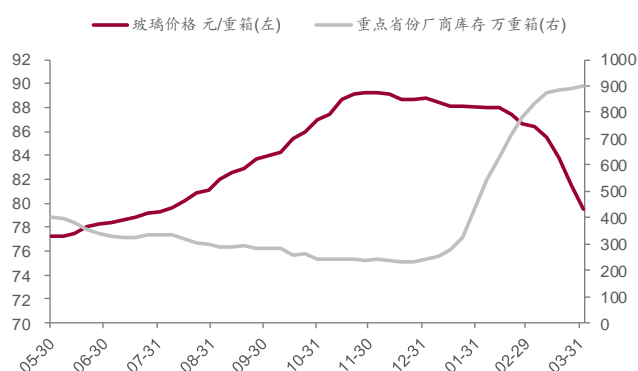
- 未来玻璃下游产品将成为公司重要业绩增长点：按照公司的“一体两翼”计划，未来公司将稳步增长玻璃原片产能并进一步压降单位成本。扩张节能玻璃、电子玻璃、药用玻璃产能，并在未来五年成为公司重要业绩增长点。按照规划，预计到 2024 年，公司年收入将达到 150 亿元，其中平板玻璃占比达到 70%，节能玻璃达到 20%，电子玻璃和药用玻璃合计达到 10%。



## 疫情冲击下行业风险释放，后续仍有投资价值

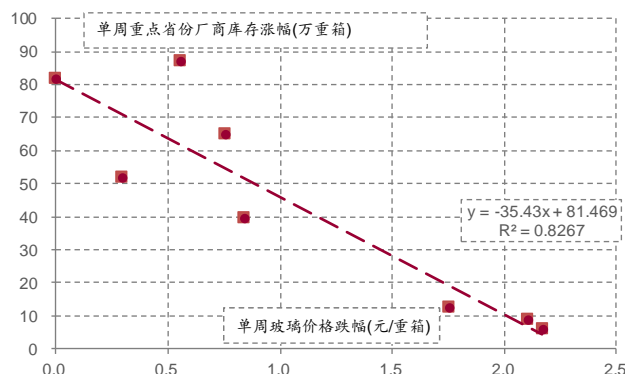
- **疫情影响下玻璃行业受到冲击，风险仍持续释放中：**疫情影响下，玻璃行业受到较大冲击。部分区域交通管控后，原料供应与销售物流均受到影响。平板玻璃是连续生产行业，物流受限直接导致产品库存压力倍增。2月份行业进行自律减产，关停部分产能减少企业库存压力。但由于行业下游复工需求仍不足，库存依然持续上升。3月中旬后，行业库存增速开始放缓，但平板玻璃价格加速下滑，表明行业自律失效，厂商库存压力大，部分企业压价去库存导致行业平均售价下滑。目前疫情给玻璃行业带来的风险仍持续释放中。

图表 9：压价去库存导致产品加速下跌



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 10：库存增量与价格跌幅相关表明需求尚未改善



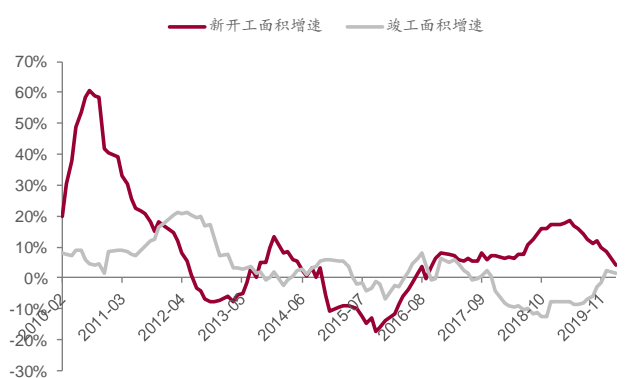
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 11：玻璃行业景气度快速下滑



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 12：竣工回升开工回落依然是大趋势



来源：万得、中泰证券研究所

- **竣工反弹仍是大概率事件，风险充分释放后行业仍有投资价值：**地产竣工数据自 2017 年下半年以来持续疲软。随着高峰期开工项目逐步进入交付期，竣工数据回升是大趋势。1-2 月份地产竣工数据同比仅为 -22.9%，随着疫情冲击逐步缓解，后续竣工数据仍将回升，并带动玻璃行业景气度改善。当前平板玻璃行业仍处于风险释放期，待风险充分释放后，平板玻璃行业以及公司投资价值将重新凸显。

■ 风险提示事件：疫情冲击持续发酵，竣工回升不及预期，新业务开展不及预期

**图表 133：旗滨集团核心财务数据**

损益表 (人民币亿元)						资产负债表 (人民币亿元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>83.78</b>	<b>93.06</b>	<b>96.61</b>	<b>109.21</b>	<b>120.29</b>	货币资金	4.35	4.88	10.50	20.70	46.73
增长率	10.5%	11.1%	3.8%	13.0%	10.1%	应收款项	1.66	1.78	1.79	2.25	2.20
营业成本	-59.66	-65.66	-70.80	-80.27	-89.20	存货	7.05	6.73	8.13	8.72	10.01
%销售收入	71.2%	70.6%	73.3%	73.5%	74.2%	其他流动资产	7.77	11.65	11.03	11.87	11.23
毛利	24.12	27.40	25.81	28.94	31.08	流动资产	20.83	25.05	31.45	43.54	70.17
%销售收入	28.8%	29.4%	26.7%	26.5%	25.8%	%总资产	16.2%	19.2%	24.9%	34.2%	48.9%
营业税金及附加	-1.17	-1.21	-1.45	-1.64	-1.80	长期投资	0.37	0.39	0.39	0.39	0.39
%销售收入	1.4%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	83.40	84.23	76.03	67.77	59.44
营业费用	-1.08	-1.29	-1.35	-1.53	-1.68	%总资产	65.0%	64.5%	60.3%	53.2%	41.4%
%销售收入	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	无形资产	8.32	8.80	9.00	9.19	9.36
管理费用	-5.07	-5.14	-5.31	-6.01	-6.62	非流动资产	107.54	105.60	94.69	83.81	73.25
%销售收入	6.1%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	%总资产	83.8%	80.8%	75.1%	65.8%	51.1%
息税前利润 (EBIT)	16.80	19.74	17.70	19.77	20.98	<b>资产总计</b>	<b>128.38</b>	<b>130.65</b>	<b>126.14</b>	<b>127.35</b>	<b>143.42</b>
%销售收入	20.1%	21.2%	18.3%	18.1%	17.4%	短期借款	4.90	9.38	0.00	0.00	0.00
财务费用	-1.00	-1.12	-0.19	-0.37	-0.41	应付款项	13.67	9.18	17.08	11.72	20.80
%销售收入	1.2%	1.2%	0.2%	0.3%	0.3%	其他流动负债	7.37	12.37	12.37	12.37	12.37
资产减值损失	0.60	-0.14	0.30	0.36	0.28	流动负债	25.94	30.93	29.45	24.09	33.17
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期贷款	14.83	11.13	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.33	0.01	0.08	0.10	0.13	其他长期负债	11.90	6.15	6.15	6.15	6.15
%税前利润	2.0%	0.1%	0.4%	0.5%	0.6%	<b>负债</b>	<b>52.67</b>	<b>48.21</b>	<b>35.59</b>	<b>30.24</b>	<b>39.31</b>
营业利润	16.73	18.50	17.88	19.86	20.98	<b>普通股股东权益</b>	<b>75.70</b>	<b>82.37</b>	<b>90.47</b>	<b>97.04</b>	<b>104.05</b>
营业利润率	20.0%	19.9%	18.5%	18.2%	17.4%	少数股东权益	0.00	0.08	0.07	0.06	0.06
营业外收支	-0.02	-0.13	0.15	-0.05	-0.05	<b>负债股东权益合计</b>	<b>128.38</b>	<b>130.65</b>	<b>126.14</b>	<b>127.35</b>	<b>143.42</b>
税前利润	<b>16.71</b>	<b>18.37</b>	<b>18.03</b>	<b>19.81</b>	<b>20.93</b>						
利润率	19.9%	19.7%	18.7%	18.1%	17.4%	<b>比率分析</b>					
所得税	-1.39	-2.22	-2.44	-2.67	-2.85		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税率	8.3%	12.1%	13.5%	13.5%	13.6%	<b>每股指标</b>					
净利润	12.08	13.46	14.99	16.42	17.52	每股收益 (元)	0.45	0.50	0.56	0.61	0.65
少数股东损益	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	每股净资产 (元)	2.82	3.07	3.37	3.61	3.87
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>12.08</b>	<b>13.46</b>	<b>15.00</b>	<b>16.43</b>	<b>17.53</b>	每股经营现金流 (元)	0.77	0.75	1.19	0.72	1.33
净利率	14.4%	14.5%	15.5%	15.0%	14.6%	每股股利 (元)	0.29	0.29	0.33	0.37	0.39
						<b>回报率</b>					
<b>现金流量表 (人民币亿元)</b>						净资产收益率	15.95%	16.35%	16.57%	16.93%	16.84%
净利润	12.08	13.46	14.99	16.42	17.52	总资产收益率	9.41%	10.30%	11.88%	12.89%	12.21%
加: 折旧和摊销	9.14	9.85	9.32	9.40	9.48	投入资本收益率	16.45%	16.35%	15.31%	20.81%	23.14%
资产减值准备	0.60	0.17	0.00	0.00	0.00	<b>增长率</b>					
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业总收入增长率	10.46%	11.07%	3.82%	13.04%	10.14%
财务费用	1.26	1.29	0.19	0.37	0.41	EBIT增长率	19.50%	20.34%	-12.19%	11.69%	6.75%
投资收益	-0.33	-0.01	-0.08	-0.10	-0.13	净利润增长率	5.69%	11.49%	11.38%	9.55%	6.68%
少数股东损益	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	总资产增长率	0.95%	1.77%	-3.46%	0.96%	12.62%
营运资金的变动	-7.79	-9.96	7.64	-6.85	8.47	<b>资产管理能力</b>					
<b>经营活动现金净流</b>	<b>20.66</b>	<b>20.17</b>	<b>32.06</b>	<b>19.24</b>	<b>35.75</b>	应收账款周转天数	3.8	4.8	4.8	4.8	4.8
固定资本投资	-2.05	1.60	1.56	1.56	1.56	存货周转天数	27.9	26.7	27.7	27.8	28.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-8.73</b>	<b>-9.02</b>	<b>1.15</b>	<b>1.18</b>	<b>1.20</b>	应付账款周转天数	42.6	34.2	38.4	36.3	37.4
股利分配	-7.91	-7.91	9.00	-9.86	-10.52	固定资产周转天数	348.3	324.2	298.6	237.0	190.4
其他	-6.00	-2.60	-18.60	-0.37	-0.41	<b>偿债能力</b>					
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-13.90</b>	<b>-10.51</b>	<b>-27.60</b>	<b>-10.23</b>	<b>-10.92</b>	净负债/股东权益	25.69%	22.49%	-13.42%	-39.33%	-46.88%
<b>现金净流量</b>	<b>-1.97</b>	<b>0.64</b>	<b>5.62</b>	<b>10.19</b>	<b>26.03</b>	EBIT利息保障倍数	16.5	17.8	90.4	52.6	50.9
						资产负债率	41.03%	36.90%	28.22%	23.75%	27.41%

来源：中泰证券研究所

**■ 投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。