

玻璃制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王海青

S0960110080404

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 8.00元

当前股价: 7.33元

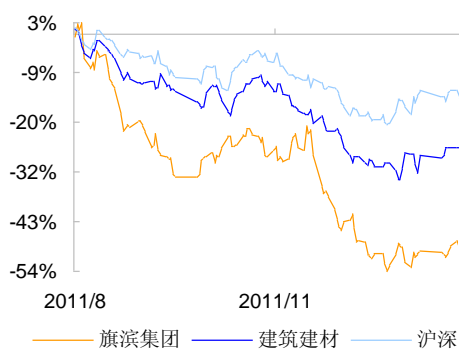
评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2351.98
总股本(百万)	668
流通股本(百万)	168
流通市值(亿)	12
EPS	0.66
每股净资产(元)	1.74
资产负债率	69.33%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
旗滨集团	10.56	-28.00	-14.95
建筑建材	9.73	-14.69	-21.86
沪深300指数	6.97	-7.92	-9.45



相关报告

旗滨集团

601636

推荐

加速扩张与转型，股权激励彰显管理层信心

公司2月14日发布公告，董事会通过《关于审议〈公司2012年A股限制性股票激励计划（草案）及其摘要的议案〉》。公司拟授予股权激励对象合计3200万股股票，占激励计划公告时总股本的4.79%；其中首次授予2890万股，授予价格为3.82元/股；预留310万股。股票来源为公司向激励对象定向发行。另外，子公司河源旗滨硅业拟投资7.9亿元建设在线SUN-E镀膜生产线。

投资要点:

- **行权条件保证未来四年净利润复合增长超10%。**公司行权条件以11年为基期，2012年至2015年净利润增长将超过46%，年均复合增长超10%。我们认为在公司步入产能迅速扩张时，股权激励有利于增加管理层信心与管理水平。
- **逆势扩张与加快向高端厂商转型，彰显管理层决心。**①公司未来三年规模将产91%。11年底产能规模138万吨，未来三年将新增6条线，总产能增至264万吨，对应年均增速24%。在行业全面亏损的11年年底及12年初，公司还点火两条新线，虽然经营压力必然加大，但也表现出公司想在玻璃行业做大做强的决心。②浮法玻璃占比三年后将降至3成，向高端厂商转型速度加快。公司目前基本上还是个浮法玻璃企业，但其未来拓展全部以高端玻璃为主，涉及在线LOW-E、在线TCO、超白浮法及本次公告的在线SUN-E玻璃。随着技术及市场的推进，公司整体盈利有望新上一个台阶。
- **短期盈利为低谷，公司有望成为行业盈利好转时业绩弹性最大的标的。**玻璃行业自11年下半年步入全面亏损阶段，一季度为盈利底部的可能性较大，但预计行业仍将在底部徘徊。短期来看，公司持续扩张必然导致经营压力增大，但随着政策面与宏观经济面逐步改善，12年下半年玻璃行业有望逐步向正常盈利回归。而目前公司作为一个浮玻占比超八成的企业来说，无疑将是行业好转时业绩弹性最大的品种。而长期看，产能扩张与产品结构升级将齐头并进，成长性可持续。
- **给予“推荐”的投资评级。**我们预计公司11-13年收入将从19.8亿元增至33.7亿元，对应EPS为0.27元、0.23元与0.47元。给予“推荐”评级。

风险提示:

- 玻璃行业好转慢于预期，公司产能扩张与技术成熟慢于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1905	1978	2411	3370
收入同比(%)	62%	4%	22%	40%
归属母公司净利润	328	182	151	311
净利润同比(%)	83%	-45%	-17%	107%
毛利率(%)	33.6%	21.0%	15.4%	23.9%
ROE(%)	37.7%	6.9%	5.4%	10.1%
每股收益(元)	0.49	0.27	0.23	0.47
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	3	4	5	2

资料来源: 中投证券研究所

一、行权条件保证净利润年均增长超 10%

公司本次行权方案中，行权条件以 2011 年基数，2012-2015 年净利润增长率不低于 10%，且行权前一年扣除非经常性损益后的加权 ROE 不低于 6%。预留股份在首次授予日之后 12 个月内授予。其业绩考核年度为 2013-2015 年三个会计年度。

该行权条件若达成，意味着公司 4 年后净利润较 11 年至少增长 46%，年复增长 10%。我们认为公司在进入产能快速增长期时，股权激励有利于增强管理层信心与水平。

二、逆势扩张与加快转型，彰显管理层决心

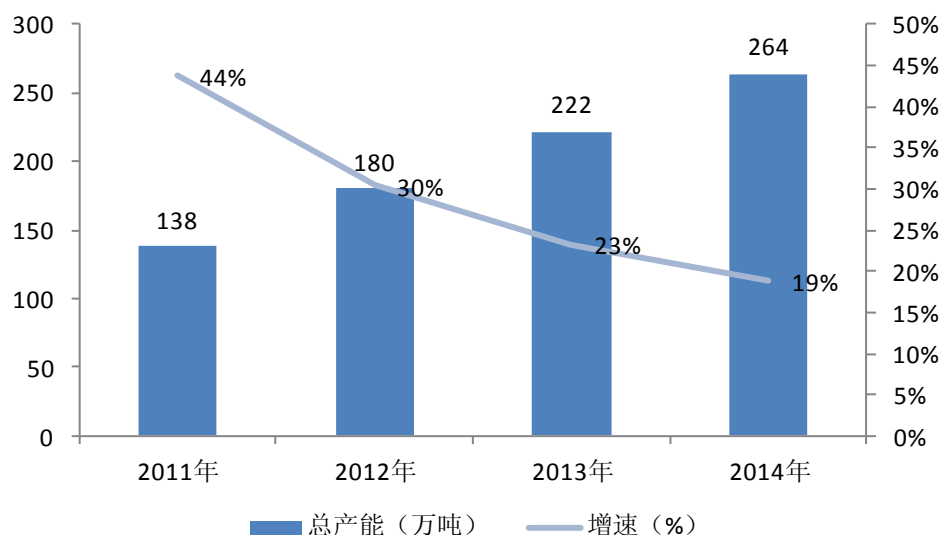
2.1 未来三年产能年均增速 24%，产能规模增至 264 万吨

公司早期以浮法玻璃线为主，自 11 年开始生产在线 LOW-E 与 TCO 玻璃，未来公司将从单一的浮法厂商转向 LOW-E、TCO、SUN-E 与超白浮法齐共同发展的高端玻璃厂商。

2011 年底，公司共有生产线 7 条，总规模 138 万吨；以目前公告的计划看，公司在未来三年内将新增 6 条生产线，总产能将达到 264 万吨，较 11 年增长 91%，对应年均增速为 24%。

在 2011 年下半年玻璃行业盈利大幅下滑的情况下，公司逆势加快扩张，于 11 年 10 月份及 12 年 1 月份漳州四线与五线分别投产，六线也预计于 12 年中点火。在行业经营压力巨大的情况下，公司扩张虽然具有一定风险，但也彰显出管理层想在玻璃行业做大做强的信心。

图 1 公司总体产能规模增长情况



数据来源：公司公告、中投证券研究所

2.2 高端业务占比将逐步提升，浮玻占比三年后将缩至3成

公司早期的浮法线来自于对株洲新光明公司生产线的拍卖及购买。从2008年起，公司通过与英国玻璃咨询公司进行全面技术合作，对全氧燃烧技术、超白浮法玻璃、在线LOW-E镀膜玻璃和太阳能超白TCO镀膜玻璃进行了联合技术开发。2011年公司在线LOW-E与TCO玻璃均实现成功量产，但由于市场开拓及技术成熟度的限制，目前仍未在业绩上完全体现。

从战略规模上，未来公司生产线基本以高端玻璃为主，包括在线LOW-E、在线TCO、超白浮法及本次公告的在线SUN-E玻璃，主要为建筑节能与光伏玻璃。在平板玻璃行业产能总体过剩的情况下，发展高端玻璃既符合行为发展方向，也能更快促进公司往大型玻璃厂商领域进军。

2011年底，公司浮法玻璃占比仍达到84%，我们预计3年后占比将降至30%左右。随着技术与市场的进步，公司产品结构升级将加速进行，盈利能力有望明显回升。

图 2 2011 年公司产能结构

2011年产能占比

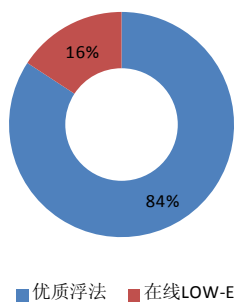
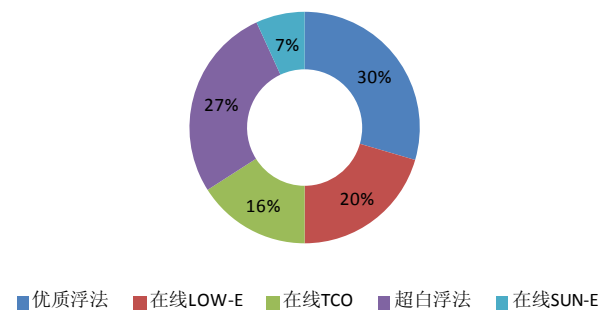


图 3 2014 年公司产能结构（规划）

2014年产能占比



资料来源：中投证券研究所、公司公告

表 1 公司产能表

公司	生产线	地点	日熔量 (T/D)	投资金额	投产日期	
母公司株洲旗滨集团	一线	株洲	500T/D 优质浮法生产线	500	2007年4月	
	二线		500T/D 优质浮法生产线	500	2007年9月	
	三线		700T/D 优质浮法生产线	700	52,729.58	2006年10月
子公司漳州旗滨玻璃公司	一线	漳州	900T/D 优质浮法生产线	900	2008年12月	
	二线		600T/D 优质在线LOW-E镀膜生产线	600	2009年11月	
	三线		600T/D 在线TCO生产线	600	2011年3月	
	四线		800T/D 超白光伏生产线	800	84,235.47	2011年10月
	五线		600T/D 优质在线LOW-E镀膜生产线	600		2012年1月
	六线		800T/D 超白光伏生产线	800		2012年中
	七线		600T/D 优质在线LOW-E镀膜生产线	600		2014年底
	八线		800T/D 超白光伏生产线	800	309457.47	2014年底
河源旗滨	一线	河源东	800T/D 在线TCO生产线	800	88,852.16	

硅业	二线	600T/D 在线 SUN-E 镀膜生产线	源	600	78,873.18
		超白石英砂矿		28 万吨/年	2012 年上半年

资料来源：中投证券研究所、公司公告

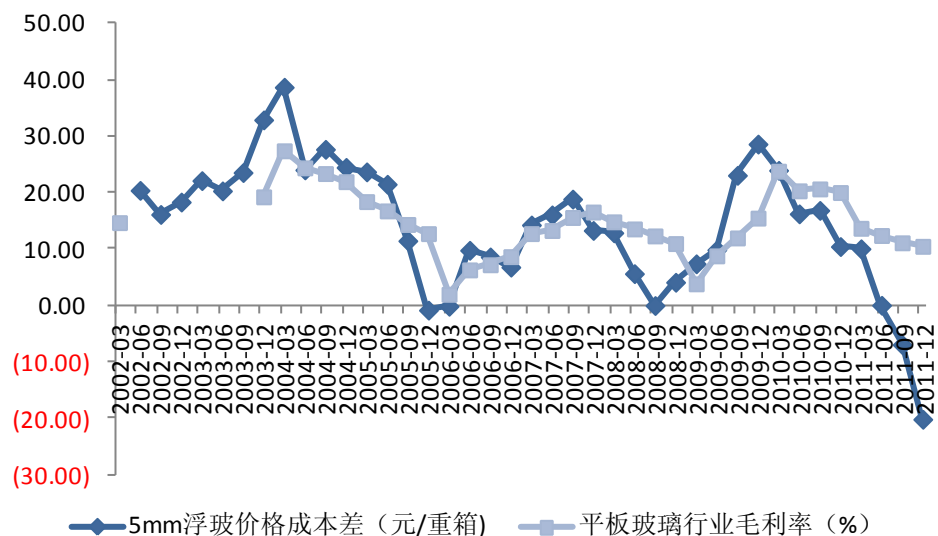
三、短期盈利为低谷，公司有望有成行业盈利好转时弹性

最大的标的

平板玻璃行业供过于求使得行业下半年陷入全面亏损局面，目前行业价格成本倒挂现象严重；不少企业生产线进入冷修，11年后新增冷修线已达38条，产能占比达到12%以上。进入一季度，需求面仍没有根本好转可能，企业在亏损与停窑间艰难抉择。我们认为目前为行业底部的可能较大，但行业或将在底部徘徊一段时间。

短期来看，公司在此情况下扩张经营压力必然很大，但随着政策面与宏观经济面逐步改善，12年下半年玻璃行业有望逐步向正常盈利回归。而目前公司作为一个浮玻占比超八成的企业来说，无疑将是行业好转时业绩弹性最大的品种。长期来看，公司产能扩张与产品结构升级齐头并进，成长性高。

图 4 浮法玻璃成本价格差与毛利率情况



数据来源：wind、中投证券研究所

四、盈利预测

表 2 旗滨集团盈利预测

	2010	2011E	2012E	2013E
优质浮法玻璃				
产能 (t/d)	2,600.0	2,600.0	2,100.0	1,900.0
产量 (万重箱)	1,793.8	1,819.0	1,431.0	1,284.0
产销率 (%)	98.32%	99.00%	98.50%	99.00%

销量 (万重箱)	1,763.6	1,800.8	1,409.5	1,271.2
均价 (元/重箱)	83.2	72.5	69.0	76.0
收入 (万元)	146,738.6	130,558.7	97,257.9	96,608.2
增长率 (%)	29.26%	-11.03%	-25.51%	-0.67%
成本 (万元)	47,801.2	26,111.7	11,276.3	20,338.6
毛利率 (%)	32.58%	20.00%	11.59%	21.05%

LOW-E 镀膜玻璃基片

漳州二线 LOWE 基片产能 (万吨)	-	16.0	12.0	11.0
漳州五线 LOWE 基片产能 (万吨)		-	16.0	18.0
株州 LOWE 基片产能 (万吨)	-	-	-	14.0
TCO 基片产能 (万吨)	-	14.4	16.0	12.0
漳州四线超白光伏基片产能 (万吨)	-	2.0	23.0	24.0
漳州六线超白光伏基片产能 (万吨)		-	8.0	24.0
产能 (万重箱)	388.3	648.0	1,500.0	2,060.0
产量 (万重箱)	436.1	732.2	1,485.0	2,039.4
产销率 (%)	97.18%	98.00%	98.50%	98.50%
销量 (万重箱)	423.8	717.6	1,462.7	2,008.8
均价 (元/重箱)	86.6	75.2	79.0	88.0
收入 (万元)	36,715.2	53,963.2	115,555.3	176,775.2
增长率 (%)	28859.48%	46.98%	114.14%	52.98%
成本 (万元)	24,029.5	42,696.9	98,002.6	136,599.0
单位成本 (元/重箱)	56.7	59.5	67.0	68.0
毛利率 (%)	34.55%	20.88%	15.19%	22.73%

在线 LOW-E 镀膜玻璃

产能 (万吨)		2.0	6.0	14.0
产量 (万 m ²)	227.8	97.8	297.5	703.5
产销率 (%)	1.65%	90.00%	92.00%	90.00%
销量 (万 m ²)	3.8	88.0	273.7	633.2
均价 (元/m ²)	59.2	42.0	42.0	41.0
收入 (万元)	222.2	3,697.6	11,494.6	25,959.2
增长率 (%)		1564.26%	210.87%	125.84%
成本 (万元)		2,667.6	8,484.1	18,677.9
毛利率 (%)		27.86%	26.19%	28.05%

TCO 镀膜玻璃

产能 (万吨)		0.6	2.0	6.0
产量 (万吨)		0.4	1.3	4.0
产销率 (%)		80.00%	50.00%	60.00%
销量 (万吨)		0.1	0.6	2.4
均价 (元/m ²)		85.0	83.0	83.0
收入 (万元)		1,062.5	6,640.0	25,024.5
增长率 (%)		0.00%	524.94%	276.88%

成本 (万元)		637.5	4,116.8	15,515.2
毛利率 (%)		40.00%	38.00%	38.00%
深加工玻璃				
产能 (万m ²)	185.0	185.0	185.0	185.0
收入 (万元)	4,356.9	5,663.9	7,363.1	9,572.0
增长率 (%)	46.44%	30.00%	30.00%	30.00%
成本 (万元)	3,844.5	5,097.5	6,626.8	8,567.0
毛利率 (%)	11.76%	10.00%	10.00%	10.50%
物流业务				
收入 (万元)	17.3	20.0	20.0	20.0
成本 (万元)	89.7	20.0	15.0	15.0
其它业务收入				
收入 (万元)	2,453.0	2,800.0	2,800.0	3,000.0
成本 (万元)	577.6	650.0	700.0	750.0
合计收入 (万元)	190,503.1	197,765.9	241,130.9	336,959.0
合计成本 (万元)	126,585.7	156,216.5	203,926.9	256,393.7
毛利率 (%)	33.55%	21.01%	15.43%	23.91%

数据来源: 中投证券研究所

五、投资建议: 推荐

我们预计公司 11-13 年收入将从 19.8 亿元增至 33.7 亿元, 对应 EPS 为 0.27 元、0.23 元与 0.47 元。给予“推荐”评级。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	924	2466	2394	2582
现金	211	1641	1342	1257
应收账款	19	30	36	47
其他应收款	10	10	13	18
预付账款	117	109	153	195
存货	444	547	693	846
其他流动资产	123	129	156	219
非流动资产	1918	2336	3228	4082
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1473	1740	2307	2998
无形资产	193	193	193	193
其他非流动资产	253	403	728	890
资产总计	2843	4801	5622	6664
流动负债	1175	1256	1443	1689
短期借款	724	700	800	900
应付账款	128	159	208	256
其他流动负债	322	396	435	533
非流动负债	797	897	1397	1897
长期借款	797	897	1397	1897
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	1971	2152	2840	3586
少数股东权益	0	0	0	0
股本	500	668	668	668
资本公积	19	1447	1447	1447
留存收益	353	534	667	963
归属母公司股东权益	872	2649	2782	3078
负债和股东权益	2843	4801	5622	6664

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	347	360	242	493
净利润	328	182	151	311
折旧摊销	0	82	108	146
财务费用	86	102	122	163
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-7	-139	-127
其他经营现金流	-67	0	0	0
投资活动现金流	-484	-500	-1000	-1000
资本支出	485	500	1000	1000
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	1	0	0	0
筹资活动现金流	173	1570	460	422
短期借款	58	-24	100	100
长期借款	177	100	500	500
普通股增加	250	168	0	0
资本公积增加	-73	1428	0	0
其他筹资现金流	-238	-102	-140	-178
现金净增加额	36	1430	-298	-85

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1905	1978	2411	3370
营业成本	1266	1562	2039	2564
营业税金及附加	11	6	11	15
营业费用	19	19	27	38
管理费用	126	92	160	221
财务费用	86	102	122	163
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	398	196	52	368
营业外收入	13	20	140	17
营业外支出	6	1	10	10
利润总额	405	215	182	375
所得税	77	33	31	64
净利润	328	182	151	311
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	328	182	151	311
EBITDA	484	380	281	676
EPS (元)	0.66	0.27	0.23	0.47

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	62.1%	3.8%	21.9%	39.7%
营业利润	82.9%	-50.8%	-73.7%	613.6%
归属于母公司净利润	83.2%	-44.7%	-17.0%	106.5%
获利能力				
毛利率	33.6%	21.0%	15.4%	23.9%
净利率	17.2%	9.2%	6.2%	9.2%
ROE	37.7%	6.9%	5.4%	10.1%
ROIC	16.9%	9.2%	3.8%	9.3%
偿债能力				
资产负债率	69.3%	44.8%	50.5%	53.8%
净负债比率	82.72	79.30%	81.23	81.05%
流动比率	0.79	1.96	1.66	1.53
速动比率	0.41	1.53	1.18	1.03
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.52	0.46	0.55
应收账款周转率	93	81	73	81
应付账款周转率	11.99	10.86	11.10	11.04
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.27	0.23	0.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.54	0.36	0.74
每股净资产(最新摊薄)	1.31	3.97	4.16	4.61
估值比率				
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	3	4	5	2

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 7 年证券行业从业经验。
王海青, 王海青, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434