证券研究报告

公司研究

产品结构向高端挺进　未来在线镀膜玻璃龙头

---旗滨集团（601636）新股询价报告

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

所属行业　玻璃　2011-8-3

询价区间　9～11 元

基础数据

发行前总股本（百万）	500
发行量（百万）	168
每股净资产（元）	1.52
净资产收益率（%）	46.39

股东名称	本次发行后股本结构	
	股数（万股）	所占比例
俞其兵	16100	24.10%
漳州旗滨置业	33650	50.38%
建银国际（天津）	250	0.37%
本次发行股份	16800	25.51%
合计	66800	100%

投资亮点：

- 公司目前生产和销售的主要产品分为三大类：优质浮法玻璃、在线 LOW-E镀膜玻璃和 LOW-E镀膜玻璃基片、深加工玻璃产品。
- 公司已跻身国内十大玻璃集团，总占地1900亩，员工3000多人，拥有株洲、漳州两个玻璃生产基地共4条优质浮法玻璃生产线、一条在线LOW-E镀膜节能玻璃生产线、1条在线TCO镀膜光伏玻璃生产线和一个中南部最大规模的玻璃深加工中心，日熔量达3800吨，年产能达优质浮法玻璃2000万重量箱。
- 募投项目投产后，公司产能将从目前的 3200T/D 增加至 4600T/D，增长43.8%。公司目前有优质浮法与在线 LOW-E 产品，明年将增加在线超白 TCO与超白光伏玻璃基片，产品将向建筑节能与太阳能光伏行业进一步倾斜，产品结构优化。
- 公司2011年收入主要来源仍然是浮法玻璃。预计2011年LOW-E产销量约在10万平米。TCO镀膜玻璃预计今年销量在0.3万吨。2012年超白光伏玻璃基片将预计贡献90%产能，LOW-E产销量6万吨，TCO玻璃3万吨产量。
- 我们预计公司2011-2013 年摊薄后的 EPS分别为0.36元、0.46元、0.69元，鉴于公司在高端玻璃方面未来的成长性，给与2011年25-30倍市盈率，询价区间9-11元。

风险提示：产能扩张、产品技术出现问题、下游市场拓展不力

主要财务数据：

单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1175.06	1905.03	2100.00	2280.00
增长率(%)	56.28%	62.12%	10.23%	8.57%
归属母公司股东净利润	179.19	328.28	240.80	307.33
增长率(%)	1664.31%	83.20%	-26.65%	27.63%
每股收益(EPS)	0.268	0.491	0.360	0.460
每股经营现金流	0.527	0.866	2.784	-0.608
销售毛利率	30.77%	33.55%	26.00%	27.50%
净资产收益率(ROE)	15.25%	17.23%	11.47%	13.48%

研究员:左红英(执业证书 S0820209120023)

联系人：谢非非

电话　021-32229888-3501

E-mail　xiefeifei@ajzq.com

相关报告

水泥高景气度依旧 建筑建材异彩纷呈--建筑建材行业中期投资策略报告

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn

一、 公司已跻身国内十大大型玻璃企业集团

株洲旗滨集团股份有限公司前身是成立于 2005 年的株洲旗滨玻璃集团有限公司，于 2010 年整体变更为株洲旗滨集团股份有限公司。

公司目前生产和销售的主要产品分为三大类：优质浮法玻璃、在线 LOW-E 镀膜玻璃和 LOW-E 镀膜玻璃基片、深加工玻璃产品。公司占地 1900 亩，员工 3000 多人，拥有株洲、漳州两个玻璃生产基地共 4 条优质浮法玻璃生产线、一条在线 LOW-E 镀膜节能玻璃生产线、1 条在线 TCO 镀膜光伏玻璃生产线和一个中南部最大规模的玻璃深加工中心，日熔量达 3800 吨，未来年产能将达优质浮法玻璃 2000 万重量箱，LOW-E 节能玻璃 300 万平方米，TCO 镀膜玻璃 480 万平米，超白光伏玻璃 238 万重量箱。

株洲旗滨集团股份有限公司已形成了从玻璃原片生产到玻璃深加工及销售的“一条龙”玻璃产业群体，拥有雄厚的生产技术力量，充足的原料资源，成为优质砂矿生产基地，国内优质浮法玻璃生产基地，节能和光伏玻璃生产基地。现在公司的生产线主要在株洲及漳州。株洲的产品销往湖南、江西。漳州产品销往广东 65%、福建 35%。

二、公司募投项目达产后，1/3 产能是功能玻璃（LOW-E 和 TCO）

现在玻璃行业产业集中度是 57%，十二五末期预计达到 75%，集中度提高趋势预示未来大型企业将在竞争中取得更大的发展。而公司为了取得发展先机，未来将继续大规模扩产，并集中于技术门槛高的高端产品。公司未来规划是在五年内，河源两条线，东山 8 条，株洲五条。过去五年旗滨集团的日融化量由 700 吨到 3800 吨，未来五年预计将再翻 3 倍。

2010 年是玻璃大赚，纯碱不赚钱，而 11 年反过来了。因为很多资本进入玻璃行业，超过 10 条生产线投资（市场说法 15-25 条浮法）。普通浮法玻璃短期内由于供过于求，价格难有表现。

LOW-E 镀膜市场容量总量预计至少 2 亿，而 2015 年公司预计至少一半是在线 LOW-E。但国外成熟市场如德国等全部是使用离线玻璃，在线主要是我国在推，虽然在线 LOW-E 的成本低，但也可能存在推广难度。公司的 LOW-E 玻璃产销主要根据大客户、中间商订单来定。公司的镀膜生产线是柔性生产线，可以交替生产 TCO 玻璃。

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn

表 1：公司产能情况

公司	编号	生产线	日熔量（T/D)	投产日期
母公司株洲旗滨	一线	优质浮法生产线	500	2007 年 4 月
	二线	优质浮法生产线	500	2007 年 9 月
	三线	优质浮法生产线（募投项目：改造为在线 LOW-E）	700	2006 年 10 月
	四线	高档玻璃生产线		2014 年
	五线	高档玻璃生产线		2014 年
子公司漳州旗滨	一线	优质浮法生产线	900	2008 年 12 月
	二线	优质在线 LOW-E 镀膜生产线	600	2009 年 11 月
	三线	在线 TCO 生产线	600	2012 年 6 月
	四线	超白光伏基片生产线（募投项目）	800	2011 年底
	五线	高档玻璃生产线		2016 年前
	六线	高档玻璃生产线		2016 年前
	七线	高档玻璃生产线		2016 年前
	八线	高档玻璃生产线		2016 年前
旗滨集团（广东河源）	一线	高档玻璃生产线（超白光伏 TCO 玻璃）		2013
	二线	高档玻璃生产线（超白光伏 TCO 玻璃）		2013
		50 万吨优质低铁石英砂生产线		2013

资料来源：公司招股说明书 爱建证券

本次公司募投项目所需资金共 13.7 亿元，主要用于两个项目：一，株洲 700t/d 生产线在线 LOW-E 技术改造项目；二，漳州 800t/d 超白光伏基片生产线项目。募集资金中 8.4 亿将增资漳州旗滨玻璃。募投项目投产后，公司在线 LOW-E 产能将从 600T/D 增长至 1300T/D，增长 117%；而超白光伏玻璃基片将从无到有，有力支撑 TCO 玻璃的需求。除募投项目以外，公司今年三月份投产的在线 TCO 生产线已经产出玻璃，但由于安装调试，今年该线不生产 TCO 玻璃，预计明年 6 月份将正式量产超白 TCO 玻璃。

募投项目投产后，公司产能将从目前的 3200T/D 增加至 4600T/D，增长 43.8%。公司目前有优质浮法与在线 LOW-E 产品，明年将增加在线超白 TCO 与超白光伏玻璃基片，产品将向建筑节能与太阳能光伏行业进一步倾斜，产品结构优化。

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn

三、公司竞争优势：进取管理层、自有砂矿&物流码头、成品率高等

1、公司管理层进取心很强，从房地产业投身玻璃行业，不惜花费代价从玻璃行业龙头企业中聘请专家，引进最先进的生产设备，建立条件一流的研发中心，这一切都为旗滨集团在玻璃行业中的长远发展奠定了良好的基础。

2、漳州旗滨玻璃地处福建省东山县。 东山拥有丰富的石英砂（硅砂）资源储量，是全国最大的优质石英砂生产基地，石英砂总储量为 2.7 亿吨，含硅量 95－97％的有 2.4 亿吨，其储量之多、品位之高、规模之大在亚洲首屈一指。特别是东山石英砂中直接影响玻璃透明度的铁含量只有 0.085%，比生产商的要求还低 0.015%至 0.02%，各项技术指标全部达到国际一级玻璃砂标准。

漳州旗滨玻璃拥有的玻璃砂＋型砂（BL+2SX）储量为 2,813.52 万吨。漳州东山石英砂到厂成本低于 40 元/吨，而其他玻璃厂在 120 元附近。股份公司拥有 2800 万吨，按照现在每年 50 万吨的用量算，可用 56 年，而按照扩产后 100 万每年的用量算，可用至少 28 年，为公司未来发展奠定了坚实的基础。

3、成本控制。因为每吨玻璃的能耗占其成本 45%，主要是重油、纯碱，全国标准每重箱重油消耗量 16.5kg，福建省十二五规划鼓励 15kg 的，旗滨重油消耗是 13kg。因为株洲线使用天然气，降低能耗，相当于使用的重油价格 3470 元，而市场价重油是 3700-3800 元（今年 4 月最高达到 4300 元）。余热发电降低成本。株洲线余热发电量 5000 万度，漳州 2300 万度，占总用电量 40%。

4、漳州子公司拥有自有码头，现有 3000 吨、5000 吨两个泊位。大宗原材料、燃料以及玻璃产品均可通过海运运输，物流条件便利。

公司本部的株洲厂区拥有 5 条铁路专线。湖南株洲为我国南方最大的铁路货运枢纽，公司拥有的铁路专用线可以直接进入工厂的原料仓库和产品成品库。另外，本部同样拥有专用码头资源，由于紧靠湘江，可充分利用已经建好的 1000 吨级的专用码头。除以之外，京港澳高速公路与沪昆高速公司交汇于此，公司得以构建铁路、水路、公司组成的便利的物流条件，为扩大玻璃的销售半径创造了条件。

5、成品率高，在 91%，而其他在 85%左右，用户满意度高。已开发出的浮法玻璃锡槽成型和退火技术，适合于生产各种厚度的浮法玻璃，生产损失少，成品率高，大大降低了生产成本。

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn

四、盈利预测及询价区间

1.未来三年产能扩张情况

公司2011年收入主要来源仍然是浮法玻璃。预计2011年LOW-E产销量约在10万平米。TCO镀膜玻璃预计今年销量在0.3万吨。

2012年超白光伏玻璃基片将预计贡献90%产能，LOW-E产销量6万吨，TCO玻璃3万吨产量。

2013年LOW-E和TCO玻璃都将全面顺利达产贡献业绩，而株洲三线也在2012年底技改完成，2013年全年贡献业绩。

2.盈利预测

根据上述产能投产达产假设，我们预计公司2011-2013 年摊薄后的 EPS分别为0.36元、0.46元、0.69元，鉴于公司在高端玻璃方面未来的成长性，给与2011年25-30倍市盈率，询价区间9元-11元，而按照2012年25-30倍市盈率估算首日涨跌幅区间在11元-13.8元。

表 2：利润表预测简表

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	751.89	1175.06	1905.03	2100.00	2280.00	2900.00
增长率(%)		56.28%	62.12%	10.23%	8.57%	27.19%
归属母公司股东净利润	10.16	179.19	328.28	240.80	307.33	457.52
增长率(%)		1664.31%	83.20%	-26.65%	27.63%	48.87%
每股收益(EPS)	0.020	0.268	0.491	0.360	0.460	0.685
每股经营现金流	0.178	0.527	0.866	2.784	-0.608	3.105
销售毛利率	11.51%	30.77%	33.55%	26.00%	27.50%	29.80%
销售净利率	1.35%	15.25%	17.23%	11.47%	13.48%	15.78%
净资产收益率(ROE)	5.90%	32.97%	37.65%	9.70%	11.02%	14.09%
投入资本回报率(ROIC)		21.02%	20.12%	12.62%	13.22%	14.96%

数据来源：爱建证券

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

l 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 ：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%～15％

中 性 ：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 ：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

l 行业评级

强于大势：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 ：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn