

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: 9.00元

当前股价: 8.77元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2452.01
总股本(百万)	668
流通股本(百万)	168
流通市值(亿)	14
EPS	0.31
每股净资产(元)	3.80
资产负债率	46.94%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
旗滨集团	14.49	26.69	-15.83
建筑建材	10.10	9.29	-11.02
沪深300指数	9.64	8.26	-1.86



相关报告

旗滨集团 - 短期盈利波动受制行业, 长期结构升级逐步推进 2012-04-09

旗滨集团 - 加速扩张与转型, 股权激励彰显管理层信心 2012-02-14

旗滨集团

601636

中性

股票激励成本 1.39 亿元, 2012 年实现解锁困难较大

公司 5 月 5 日发布公告, 董事会通过《调整公司 2012 年 A 股限制性股票首次激励对象和授予数量的议案》及《确定公司 2012 年 A 股限制性股票首次授予激励对象激励计划的授予日的议案》。授予股票激励数量由原来的 3200 万股调至 3120 万股, 其中首次授予 2810 万股, 预留 310 万股。授予日股价为 8.77 元/股, 股权激励成本为 13909.5 万元。

投资要点:

- **限制性股票激励授予数量由 3200 万元调整至 3120 万元。**由于公司原激励计划中的部分对象离职, 不再具备参加公司股权激励计划的资格, 因此授予对象数量由原来的 168 名减至 162 名; 对应的授予股票数量也由原来的 3200 万股减至 3120 万股, 占公司股本比例为 4.67%。其中, 首次授予 2810 万股, 预留 310 万元本次不授予。
- **授予日股价为 8.77 元, 激励成本 1.39 亿元, 将分 5 年加速摊销。**公司首次授予股数为 2810 万股, 授予价 3.82 元; 以授予日 5 月 4 日股价 8.77 元计算, 本次激励总成本 13909.5 万元。公司将于 12-16 年间加速摊销, 其中 2012 年将从 5 月开始摊销, 今年共摊销 3941 万元。
- **2012 年扣除非经营性损益后净利润需达到 2.66 亿元方可实现股票解锁, 实现难度较大。**公司 09-11 年扣非后净利润均值 2.26 亿元, 而 11 年净利润增长 10% 为 1.97 亿元, 两者中较大值为 2.26 亿元; 再考虑今年 3941 万元激励成本, 则 2012 年要达到股票激励解锁条件, 则扣除非经营性损益后的净利润至少要达到 2.66 亿元。在今年总体行业经营困难情况, 且公司浮玻仍占绝对比例的情况下, 要实现该目标存在较大难度, 管理层或可能放弃激励。
- **积极的产能扩张与企业转型同步进行, 激励彰显管理层信心。**公司近几年迅速扩张, 规模有望从 11 年底的 138 万吨增至 14 年的 264 万吨, 年均增长 24%。产品结构上, 普通浮法玻璃产能占比将由目前的 84% 下降至 2014 年的 30%。长期看, 向高端玻璃商转型将为公司未来立足市场提供重要竞争力。激励计划的推出显示了管理层做大做强企业的信心。
- **给予“中性”的投资评级。**预计 12-14 年收入将从 24.4 亿元增至 30.0 亿元, EPS 为 0.27、0.35 与 0.50 元。短期公司盈利仍受制于行业, 给予“中性”的投资评级。

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	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2036	2435	2872	2997
收入同比(%)	7%	20%	18%	4%
归属母公司净利润	208	183	236	333
净利润同比(%)	-37%	-12%	29%	41%
毛利率(%)	21.7%	15.0%	21.5%	25.6%
ROE(%)	8.2%	6.7%	8.0%	10.1%
每股收益(元)	0.31	0.27	0.35	0.50
P/E	28.13	32.01	24.87	17.58
P/B	2.31	2.15	1.98	1.78
EV/EBITDA	15	21	12	9

资料来源: 中投证券研究所

一、股权激励授予数量由 3200 万股调整至 3120 万股

由于公司原激励计划中的对象沈梅桂、刘广财、王丽娟、杜炯、刘沁琪、薛学智自公司离职，不再具备参加公司股权激励计划的资格，因此总体授予数量有所减少。

从授予对象数量看，由原来的 168 名减至 162 名；相对应的授予股票数量也由原来的 3200 万股减至 3120 万股，占公司股本比例为 4.67%。其中，首次授予 2810 万股，预留 310 万元本次不授予。

表 1 公司激励方案调整内容

	原激励计划草案（2月14日）	本次方案（5月5日）
授予对象数量（名）	168	162
授予股票数量（万股）	3200	3120

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、股权激励成本 1.39 亿元，将分五年加速摊销

公司首次授予股数为 2810 万股，授予价格 3.82 元；而以 5 月 4 日为授权日，则授权日股价为 8.77 元/股，股权激励成本为 $(8.77-3.82) \times 2810 \text{ 万} = 13909.5 \text{ 万元}$ 。公司使用加速摊销法，其中 2012 年将从 5 月开始摊销，今年共摊销 3941 万元。

表 2 股权激励成本摊销情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
激励成本摊销（万元）	3941	4984.2	3129.6	1506.9	347.7

资料来源：公司公告、中投证券研究所

三、2012 年扣除非经常性损益后利润需达到 2.66 亿元方

能实现解锁，实现目标有一定难度

以公司激励方案的解锁条件：

1. 行权前一年扣除非经常性损益后的加权 ROE 不低于 6%。
2. 行权条件以 2011 年基数，2012-2015 年扣除非经常性损益的净利润增长率不低于 10%
3. 各年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平。

我们以此计算，过去三年公司扣非后净利润均值为 2.26 亿元，而 11 年净利润增长 10%则是 1.97 亿元，两者中较大值为 2.26 亿元。再考虑今年 3941 万元的激励成本，则 2012 年公司要达到股票激励解锁条件，则扣除非经营性损益后的净利润至少要达到 2.66 亿元。

然而,在今年总体玻璃行业上半年普遍亏损,而下半年好转程度又具有较大不确定性的情况下,总体经营性净利润要达到 2.66 亿元,我们认为存在一定难度。

从解锁安排看,2012 年可解锁上限为获授股票总额的 10%,相对数量较少。我们认为在今年行业总体经营情况较为困难的情况下,管理层存在放弃激励的可能性。

表 3 2012 年股票实现解锁条件

	2009 年	2010 年	2011 年
扣除非经常损益后的净利润 (万元)	17,691	32,345	17,906
2009-2011 年平均值 (万元)	22,647		
2011 年基础上增长 10%	19,697		
2012 年解锁条件--扣除非经常性损益后的净利润—未考虑激励成本 (万元)	22,647		
2012 年股权激励成本摊销 (万元)	3,941		
2012 年解锁条件--扣除非经常性损益后净利润 (万元)	26,588		

资料来源:公司公告、中投证券研究所

四、关注公司产能扩张与结构升级

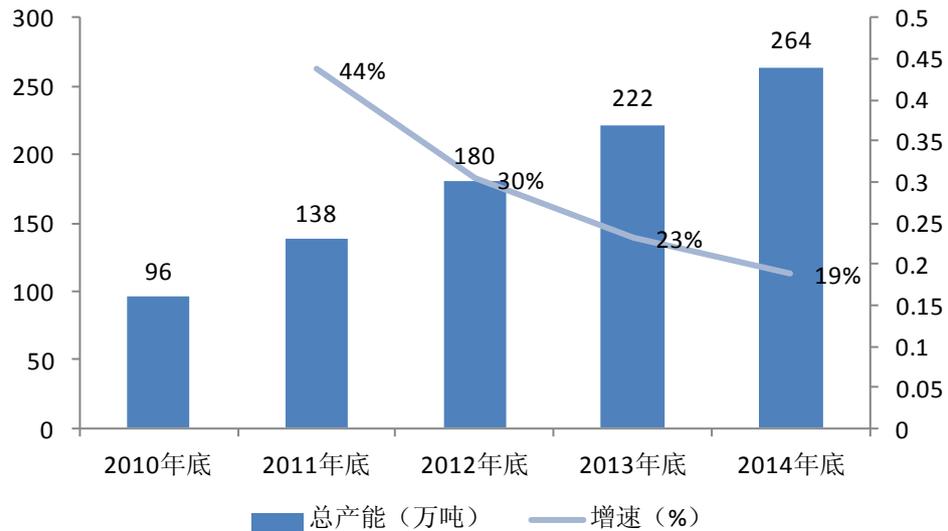
公司近几年玻璃规模扩张迅速,且新投产生产线均以差异化产品为主。未来几年公司投产线主要集中于超白光伏、在线 LOW-E、在线 SUN-E 与 TCO 玻璃上,向高端玻璃厂商转型步伐也在不断加快。

从玻璃线的产能上看,公司 2011 年底总产能约 138 万吨,我们预计未来三年公司规模接近翻番,将增长至 264 万吨,年均复合增速为 24%。从产品结构上,普通的浮法玻璃生产线产能占比将由目前的 84% 下降至 2014 年的 30%。因此中长期公司都将朝着做大与做强的方向发展。

考虑生产线投产的进度,公司 2012 年在产线共 8 条,包括株洲三条与漳州五条,总产能约 156 万吨,公司预计六线于今年投产,但实际可能还要看行业情况而定。

长期来看,公司将以规模跻身国内玻璃企业前列;但更值得关注的是高端产品的推出,以目前在线 LOW-E 与 TCO 玻璃高达 30% 以上的毛利率看,高端产品产能占比的不断提升,将成为公司发展的长期竞争力。而股权激励的推出,也显示了管理层做大做强公司的信心。

图 1 公司玻璃规模增长情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 公司产能情况

公司	生产线	地点	日熔量 (T/D)	投资金额	投产日期
母公司林	一线 500T/D 优质浮法生产线	株洲	500		2007 年 4 月
洲旗滨集	二线 500T/D 优质浮法生产线		500		2007 年 9 月
团	三线 700T/D 优质浮法生产线		700	52,729.58	2006 年 10 月
子公司漳	一线 900T/D 优质浮法生产线	漳州	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	309457.47	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		2014 年底
河源旗滨	一线 800T/D 在线 TCO 生产线	河源东	800	88,852.16	
	二线 600T/D 在线 SUN-E 镀膜生产线		600	78,873.18	
	超白石英砂矿		28 万吨/年		2012 年上半年

资料来源：公司公告、中投证券研究所

五、盈利预测

表 5 公司盈利预测

	2011E	2012E	2013E	2014E
优质浮法玻璃				
产能 (t/d)	2,600.0	2,600.0	1,900.0	1,900.0
产量 (万重箱)	1,819.0	1,680.0	1,272.0	1,272.0
产销率 (%)	99.00%	98.00%	98.50%	98.50%
销量 (万重箱)	1,800.8	1,646.4	1,252.9	1,252.9
均价 (元/重箱)	73.8	67.0	73.0	75.0
收入 (万元)	132,809.7	110,308.8	91,463.2	93,969.0
增长率 (%)	-9.49%	-16.94%	-17.08%	2.74%
成本 (万元)	28,002.6	12,685.5	16, 63.4	20,673.2
毛利率 (%)	21.08%	11.50%	18.00%	22.00%

LOW-E 镀膜玻璃基片				
漳州二线 LOWE 基片产能 (万吨)	15.5	10.0	9.0	11.0
漳州五线 LOWE 基片产能 (万吨)	-	16.0	18.0	12.0
株州 LOWE 基片产能 (万吨)	-	-	14.0	14.0
TCO 基片产能 (万吨)	13.5	18.0	15.0	14.0
漳州四线超白光伏基片产能 (万吨)	2.0	23.0	24.0	24.0
漳州六线超白光伏基片产能 (万吨)	-	8.0	24.0	24.0
产能 (万重箱)	620.0	1,500.0	2,080.0	1,980.0
产量 (万重箱)	700.6	1,485.0	2,059.2	1,960.2
产销率 (%)	99.00%	98.00%	98.50%	98.00%
销量 (万重箱)	693.6	1,455.3	2,028.3	1,921.0
均价 (元/重箱)	79.0	74.0	80.0	85.0
收入 (万元)	54,793.9	107,692.2	162,265.0	163,284.7
增长率 (%)	49.24%	96.54%	50.67%	0.63%
成本 (万元)	41,615.6	92,615.3	128,189.3	120,830.6
单位成本 (元/重箱)	60.0	63.6	63.2	62.9
毛利率 (%)	24.05%	14.00%	2 .00%	26.00%

在线 LOW-E 镀膜玻璃				
产能 (万吨)	2.0	6.0	9.0	14.0
产量 (万 m ²)	113.9	301.5	452.3	656.6
产销率 (%)	95.00%	92.00%	80.00%	80.00%
销量 (万 m ²)	108.2	277.4	361.8	52 .3
均价 (元/m ²)	46.0	43.0	42.0	40.0
收入 (万元)	4,977.4	11,927.3	15,195.6	21,011.2
增长率 (%)	2140.30%	139.63%	27.40%	38.27%
成本 (万元)	3,278.6	8,349.1	10,636.9	14,918.0
毛利率 (%)	34.13%	30.00%	30.00%	29 .00%

TCO 镀膜玻璃

产能 (万吨)	0.6	2.0	3.0	4.0
产量 (万吨)	0.4	1.3	1.9	2.7
产销率 (%)	80.00%	50.00%	50.00%	50.00%
销量 (万吨)	0.1	0.6	1.0	1.4
均价 (元/m ²)	85.0	80.0	80.0	80.0
收入 (万元)	1,062.5	6,400.0	9,600.0	11,040.0
增长率 (%)	0.00%	502.35%	50.00%	15.00%
成本 (万元)	637.5	4,032.0	6,048.0	6,955.2
毛利率 (%)	40.00%	37.00%	37.00%	37.00%

深加工玻璃

产能 (万m ²)	185.0	185.0	185.0	185.0
收入 (万元)	3,372.3	4,384.0	5,699.2	7,408.9
增长率 (%)	-22.60%	30.00%	30.00%	30.00%
成本 (万元)	2,810.9	3,726.4	4,844.3	6,297.6
毛利率 (%)	16.65%	15.00%	15.00%	15.00%

物流业务

收入 (万元)	77.3	20.0	20.0	20.0
成本 (万元)	227.7	15.0	15.0	15.0

其它业务收入

收入 (万元)	3,229.0	2,800.0	3,000.0	3,000.0
成本 (万元)	1,872.7	700.0	750.0	750.0

合计收入 (万元)	203,581.8	243,532.3	287,242.9	299,733.8
合计成本 (万元)	159,391.7	207,061.1	225,483.3	223,062.2
毛利率 (%)	21.71%	14.98%	21.50%	25.58%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

六、投资建议：中性

我们预计公司 12-14 年收入将从 24.4 亿元增至 30.0 亿元, EPS 分别为 0.27、0.35 与 0.50 元。公司主营业务均为浮法玻璃, 在行业好转时将受益明显; 而产品结构升级逐步进行, 未来盈利提升明显。但短期内仍受制于行业总体波动, 给予“中性”的投资评级。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1798	1943	2134	2477
现金	641	813	916	1278
应收账款	61	73	57	60
其他应收款	3	13	15	16
预付账款	220	145	169	170
存货	719	725	767	736
其他流动资产	154	174	209	217
非流动资产	2991	3665	4503	5297
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2227	2722	3370	4069
无形资产	226	226	226	226
其他非流动资产	539	718	907	1002
资产总计	4789	5608	6636	7774
流动负债	1578	1914	2207	2311
短期借款	1110	1300	1500	1600
应付账款	133	186	230	223
其他流动负债	335	428	477	488
非流动负债	670	970	1470	2170
长期借款	670	970	1470	2170
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	2248	2884	3677	4481
少数股东权益	0	0	0	0
股本	668	668	668	668
资本公积	1312	1312	1312	1312
留存收益	561	744	980	1313
归属母公司股东权益	2541	2724	2960	3293
负债和股东权益	4789	5608	6636	7774

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	46	602	570	778
净利润	208	183	236	333
折旧摊销	172	127	163	206
财务费用	101	129	167	216
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-444	168	5	23
其他经营现金流	9	-6	0	0
投资活动现金流	-1227	-800	-1000	-1000
资本支出	1230	800	1000	1000
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	3	0	0	0
筹资活动现金流	1586	370	533	584
短期借款	386	190	200	100
长期借款	-127	300	500	700
普通股增加	168	0	0	0
资本公积增加	1293	0	0	0
其他筹资现金流	-135	-121	-167	-216
现金净增加额	404	172	103	362

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2036	2435	2872	2997
营业成本	1594	2071	2255	2231
营业税金及附加	7	7	13	13
营业费用	21	25	32	34
管理费用	107	127	158	165
财务费用	101	129	167	216
资产减值损失	2	2	0	1
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	204	75	247	338
营业外收入	35	140	30	50
营业外支出	0	5	6	5
利润总额	238	210	271	383
所得税	30	27	35	50
净利润	208	183	236	333
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	208	183	236	333
EBITDA	477	331	577	759
EPS (元)	0.31	0.27	0.35	0.50

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	6.9%	19.6%	17.9%	4.3%
营业利润	-48.7%	-63.4%	230.6	36.9%
归属于母公司净利润	-36.6%	-12.1%	28.7%	41.4%
获利能力				
毛利率	21.7%	15.0%	21.5%	25.6%
净利率	10.2%	7.5%	8.2%	11.1%
ROE	8.2%	6.7%	8.0%	10.1%
ROIC	7.0%	4.1%	7.0%	8.1%
偿债能力				
资产负债率	46.9%	51.4%	55.4%	57.6%
净负债比率	83.62	82.52%	83.77	86.59%
流动比率	1.14	1.01	0.97	1.07
速动比率	0.68	0.64	0.62	0.75
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.47	0.47	0.42
应收账款周转率	48	36	44	51
应付账款周转率	12.19	12.97	10.83	9.85
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.27	0.35	0.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	0.90	0.85	1.16
每股净资产(最新摊薄)	3.80	4.08	4.43	4.93
估值比率				
P/E	28.13	32.01	24.87	17.58
P/B	2.31	2.15	1.98	1.78
EV/EBITDA	15	21	12	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

相关报告

报告日期	报告标题
2012-04-09	旗滨集团 - 短期盈利波动受制行业，长期结构升级逐步推进
2012-02-14	旗滨集团 - 加速扩张与转型，股权激励彰显管理层信心

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。

免责条款

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