

**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: 8.10元

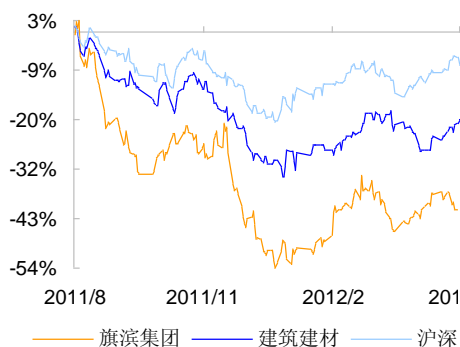
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2344.52
总股本(百万)	668
流通股本(百万)	168
流通市值(亿)	13
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	-1.10	-2.61	-14.12
建筑建材	-1.17	-0.38	-11.54
沪深300指数	1.26	1.45	-3.31



**相关报告**

- 旗滨集团 - 股票激励成本 1.39 亿元, 2012 年实现解锁困难较大 2012-05-07
- 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**

**株洲基地整体搬迁点评**

公司 5 月 21 日晚发布公告, 公司株洲基地将整体搬迁至湖南醴陵经济开发区, 并获 10.4 亿元的整体搬迁金额; 将完成现有三条浮法线搬迁升级和新建两条太阳能、节能玻璃线及一个玻璃深加工中心的建设。

**投资要点:**

- **株洲基地搬迁补偿 10.4 亿元, 但搬迁损失使得对净利润影响小于此数。** 由于株洲基地所在的清水塘地区将进行生态总体规划, 公司将整体搬迁至醴陵市, 并完成三条旧线的升级改造和两条太阳能、节能玻璃线及一个玻璃深加工中心的建设, 由此获湘江集团 10.4 亿元的补偿。考虑实物资产损失、停工损失、搬迁费用等, 对公司总体净利润的影响将小于 10.4 亿元。公司将根据补偿款项的进程增加现金及专项应付款, 预计 12 年不少于 5.4 亿元; 13 年不少于 4.5 亿元; 公司交付净地时支付余款 0.5 亿元。
- **搬迁补偿款将于 14 年后逐步摊销, 以避免一次性所得税带来的现金压力。** 由于公司将于首笔款项到账后两年内完成搬迁工作, 则 10.4 亿元的补偿款预计将于 14 年搬迁完成后分多期摊销, 以减少一次性支付所得税带来的现金流压力。但摊销期限目前仍未确定。
- **株洲基地 2015 年前将新增两条玻璃线, 总体产能较前期规划增 23%, 15 年总产能将达 324 万吨。** 公司本次搬迁除原有三条线升级外, 还将另外增加两条太阳能与节能玻璃线, 总日容量将新增 2000T/D。则总产能较之前的规划增加 23%。公司 2015 年总生产线将达到 15 条, 总产能达到 324 万吨, 规模将较 11 年底增加 2.35 倍, 对应年复增速为 23.8%。
- **上半年总体经营情况仍不乐观, 预计下半年将逐步好转。** 近期全国玻璃价格普涨, 其中华南涨幅明显。公司二季度浮法玻璃有望实现小幅盈利, 但由于前期部分账目调整, 估计二季度业绩可能与一季度持平。我们预计下半年行业总体需求将好于上半年, 但大幅盈利的可能性较小, 行业可能在明年上半年之前盈利均维持在相对低点。
- **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。

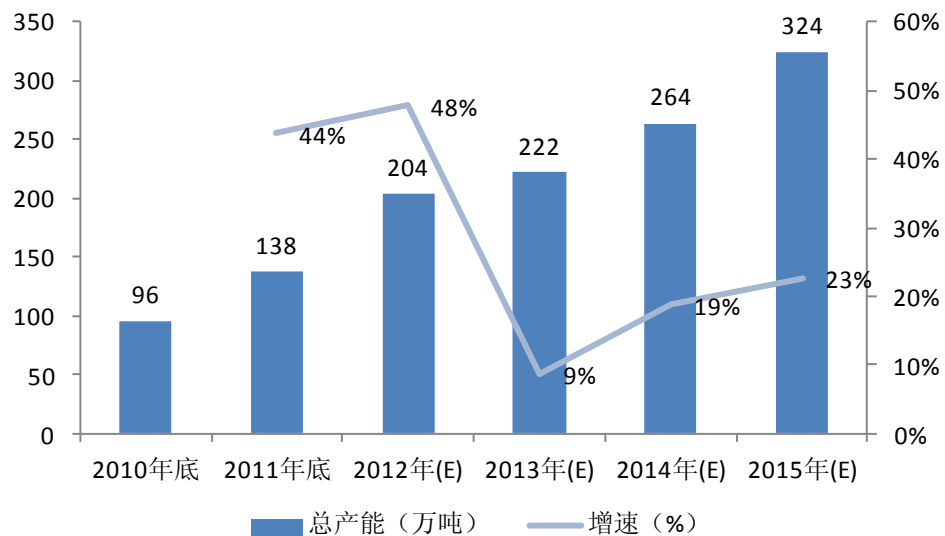
**主要财务指标**

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	25.98	29.56	22.97	16.24
P/B	2.13	1.99	1.83	1.64
EV/EBITDA	14	20	12	9

资料来源: 中投证券研究所

## 一、公司产能情况

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 1 公司产能情况

公司	生产线	地点	日熔量 (T/D)	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	2006 年 10 月
	四线		在线 LOWE 玻璃	1000	2015 年前
	五线		超白浮法玻璃	1000	2015 年前
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	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	2014 年底
河源旗滨硅业	一线	河源东源	800T/D 在线 TCO 生产线	800	2012 年 5 月
	二线		600T/D 在线 SUN-E 镀膜生产线	600	2013 年
			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

## 二、盈利预测

表 2 公司盈利预测

	2011E	2012E	2013E	2014E
<b>优质浮法玻璃</b>				
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	16,633.4	20,673.2
毛利率 (%)	21.08%	11.50%	18.00%	22.00%
<b>LOW-E 镀膜玻璃基片</b>				
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)	-	-	1.0	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%	20.00%	26.00%
<b>在线 LOW-E 镀膜玻璃</b>				
产能 (万吨)	2.0	6.0	9.0	14.0
产量 (万 m <sup>2</sup> )	113.9	301.5	452.3	656.6
产销率 (%)	95.00%	92.00%	80.00%	80.00%
销量 (万 m <sup>2</sup> )	108.2	277.4	361.8	523.3
均价 (元/m <sup>2</sup> )	40.0	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%
<b>TCO 镀膜玻璃</b>				

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 <sup>2</sup> )	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%
<b>深加工玻璃</b>				
产能 (万m <sup>2</sup> )	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%
<b>物流业务</b>				
收入 (万元)	77.3	20.0	20.0	20.0
成本 (万元)	227.7	15.0	15.0	15.0
<b>其它业务收入</b>				
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
<b>合计收入 (万元)</b>	<b>203,581.8</b>	<b>243,532.3</b>	<b>287,242.9</b>	<b>299,733.8</b>
<b>合计成本 (万元)</b>	<b>159,391.7</b>	<b>207,061.1</b>	<b>225,483.3</b>	<b>223,062.2</b>
<b>毛利率 (%)</b>	<b>21.71%</b>	<b>14.98%</b>	<b>21.50%</b>	<b>25.58%</b>

资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 三、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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	4789	5608	6636	7774
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	670	970	1470	2170
长期借款	670	970	1470	2170
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	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
<b>负债和股东权益</b>	4789	5608	6636	7774

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	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
<b>现金净增加额</b>	404	172	103	362

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	204	75	247	338
营业外收入	35	140	30	50
营业外支出	0	5	6	5
<b>利润总额</b>	238	210	271	383
所得税	30	27	35	50
<b>净利润</b>	208	183	236	333
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	208	183	236	333
<b>EBITDA</b>	477	331	577	759
<b>EPS (元)</b>	0.31	0.27	0.35	0.50

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标 (元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
P/E	25.98	29.56	22.97	16.24
P/B	2.13	1.99	1.83	1.64
EV/EBITDA	14	20	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
2012-05-07	旗滨集团 - 股票激励成本 1.39 亿元，2012 年实现解锁困难较大
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