

玻璃制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

署名人: 王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 8.00元

当前股价: 6.91元

评级调整: 维持

基本资料

| | |
|----------|---------|
| 上证综合指数 | 2106.96 |
| 总股本(百万) | 694 |
| 流通股本(百万) | 170 |
| 流通市值(亿) | 11 |
| 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 | -2.68 | -16.24 | -13.46 |
| 建筑建材 | -1.57 | -7.83 | -8.09 |
| 沪深300指数 | -3.59 | -10.14 | -8.78 |



相关报告

旗滨集团 - 株洲基地整体搬迁点评

2012-05-22

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

601636

中性

上半年玻璃盈利低位, 业绩主要源于政府补贴

公司今日公布 2012 年中报。2012 年上半年实现收入 10.49 亿元, 同比增长 11.6%; 实现营业利润 425 万元, 同比减少 95.5%; 实现归属于上市公司净利润为 1.22 亿元, 同比增长 50.9%。对应每股收益为 0.181 元。

投资要点:

- **上半年受制行业低迷主营利润仅 425 万元, 业绩大多源于 1.4 亿元营业外收入。**上半年玻璃行业总体仍在亏损中度过, 仅二季度有所回暖, 年中部分企业开始盈利。玻璃价格同比下跌近 20% 导致公司收入增幅小于产能增长, 不过 14.5% 的毛利率在同行仍属较好情况。整体看, 上半年主营业务略有盈利, 1.4 亿元的政府补贴成为业绩主要支撑。考虑 7 月份公布的 2799 万元政府奖励基金, 预计全年营业外收入仍贡献大部分业绩。
- **二季度玻璃盈利略有回升, 预计下半年缓慢好转, 但幅度不会太大。**公司一季度扣除营业外收入实际上为亏损, 而二季度净利润 259 万元, 环比有所好转。二季度单季毛利率 14.6%, 环比也略有提升。我们认为行业本轮周期底部已在一季度出现, 目前供给减少将有利于行业回暖, 预计下半年整体行业逐步实现盈利, 但好转幅度不会过大。
- **上半年大幅扩张再增 66 万吨产能, 长期关注产品升级。**虽然行业低迷, 但公司做大做强意愿未改, 上半年再增 3 条新线, 年产能增加 66 万吨至 204 万吨, 增幅 48%。虽然大量的产能储备可能使得公司在行业好转时明显受益, 但更值得我们关注的是新线的定位基本上为超白光伏、LOW-E、TCO 等高端产品。产品结构升级将有利于公司长期盈利提升, 在增强公司成长性的同时减弱周期波动。
- **运营能力下降, 财务风险增加。**公司上半年存货与应收帐款同比增长 79% 与 73%, 使得周转率明显下降; 现金流首次变负, 而资本开支增长 61.7% 至 8.9 亿元, 现金缺口近 10 亿元。大幅扩张造成资金紧张, 负债率大幅上升至 58.8%。我们认为公司的经营与财务风险均在上升, 值得关注。
- **给予“中性”的投资评级。**考虑 7 月新增的 2799 万元补贴, 预计 12-14 年 EPS 为 0.31、0.35 与 0.50 元, 给予“中性”的投资评级。
- **风险提示:** 下游需求恢复不达预期, 公司 LOW-E 与 TCO 销量低于预期。

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 | 207 | 235 | 333 |
| 净利润同比(%) | -37% | 0% | 13% | 41% |
| 毛利率(%) | 21.7% | 15.0% | 21.5% | 25.6% |
| ROE(%) | 8.2% | 7.8% | 8.2% | 10.3% |
| 每股收益(元) | 0.31 | 0.31 | 0.35 | 0.50 |
| P/E | 22.20 | 22.30 | 19.65 | 13.89 |
| P/B | 1.82 | 1.75 | 1.60 | 1.44 |
| EV/EBITDA | 13 | 18 | 10 | 8 |

资料来源: 中投证券研究所

一、主营受制行业低迷，下半年或缓慢好转

1.1 上半年主营利润仅 425 万元，净利润大多来自于营业外收入

公司 2012 年上半年实现收入 10.49 亿元，同比增 11.6%；实现营业利润 425 万元，同比降 95.5%；实现归属于上市公司净利润为 1.22 亿元，同比增 50.9%。业绩绝大部分来源于营业外收入，剔除后上半年实际净利为 300 万元，同比降 96%。

玻璃行业去年四季度的全行业亏损在今年一季度持续，玻璃价格在一季度仍有所下滑；但随着停窑产能的不断增加，二季度玻璃价格开始回升，盈利也逐步好转，个别企业在六月份略有盈利。

公司业务基本上为浮法玻璃，因此上半年总体盈利较差。在总体产能大幅增长的情况下，收入仅增 12%，主要仍在于玻璃价格相对去年同期大幅下降，幅度接近 20%。上半年毛利率为 14.5%，相对来说已处于同行较好水平，但扣除费用后，主营盈利很少，符合行业情况。整体来看，上半年的业绩更多源于营业外收入。公司上半年共确认了近 1.4 亿元的政府补贴；而 7 月份公告的 2799 万元政府奖励基金将于下半年确认。

就玻璃行业来看，我们认为本轮周期的盈利底部已基本在今年一季度实现，目前正处于向盈亏平衡好转的过程中。我们认为下半年行业与公司的盈利情况将好于上半年，但大幅盈利仍较难。目前已公布的全年共 1.68 亿元补贴仍将是全年主要业绩来源。

图 1 公司年度经营情况

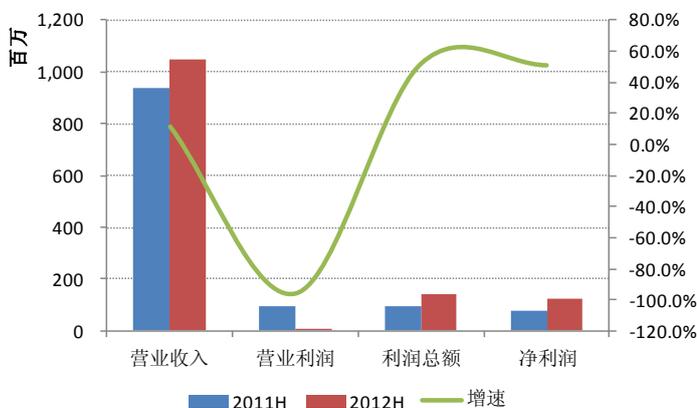
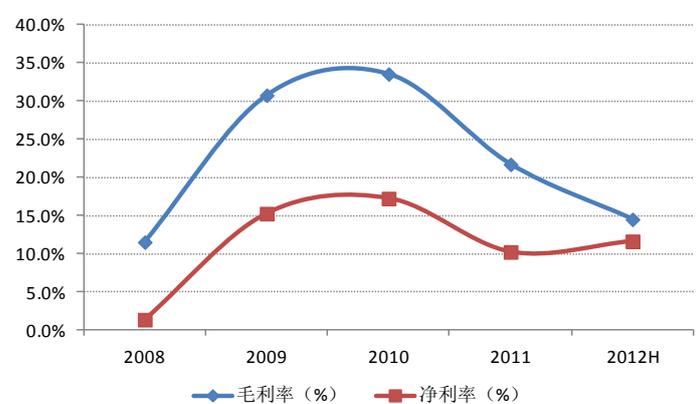


图 2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.2 二季度主营净利润 259 万元，预计下半年缓慢好转

受供给减少影响，二季度玻璃行业价格有所回升。公司二季度收入 5.14 亿元，而毛利率 14.6%，略高于一季度的 14.4%，但仍明显低于去年各季 20% 以上的毛利率。

二季度单季净利润为 259 万元，明显低于一季度的 11.9 亿元，主要在于年初约 1.4 亿元的政府补贴全部在一季度确认。事实上，若扣除此数，一季度公司主营亏损，而二季度有所盈利，说明总体盈利开始提升。我们认为在行业持续亏损带来

的供给减少下，下半年行业盈利有望逐步好转，但幅度不会太大。

表 1 公司季度经营情况

| | 10Q3 | 10Q4 | 11Q1 | 11Q2 | 11Q3 | 11Q4 | 12Q1 | 12Q2 |
|--------------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 收入 (亿元) | 5.20 | 4.89 | 4.60 | 4.80 | 4.86 | 6.10 | 5.35 | 5.14 |
| 环比增速 | | -6.1% | -5.8% | 4.3% | 1.3% | 25.5% | -12.3% | -3.9% |
| 毛利率 | 31.3% | 36.6% | 22.7% | 20.4% | 19.4% | 23.8% | 14.4% | 14.6% |
| 费用率 | 12.4% | 12.6% | 10.4% | 11.5% | 11.1% | 11.8% | 13.4% | 14.3% |
| 归属股东净利润 (亿元) | 0.77 | 1.11 | 0.45 | 0.36 | 0.40 | 0.88 | 1.19 | 0.03 |
| 环比增速 | | 44.1% | -59.6% | -20.4% | 10.7% | 121.7% | 35.8% | -97.8% |
| 净利率 | 14.8% | 22.8% | 9.8% | 7.5% | 8.2% | 14.4% | 22.3% | 0.5% |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、新产品销量比重提升 13.5%，关注结构升级带来的盈利提升

2.1 浮法仍是最主要业务，但新产品销售比重明显提升

公司目前业务仍是浮法玻璃为主，在收入与营业利润中的比例分别为 98.7% 与 97.1%。随着多条生产线的点火，公司产品各类也在不断增加。

虽然公司目前仅漳州二线能够生产在线 LOW-E 与 TCO 玻璃，但这些新产品的附加值高盈利能力强，在目前行业低迷的情况下对提高公司业绩明显。公司上半年各类新产品销售比重同比提高 13.5 个百分点，外贸出口总额也同比增长 70.64%，说明产品结构升级正在进行中。

图 3 公司各业务营业收入占比

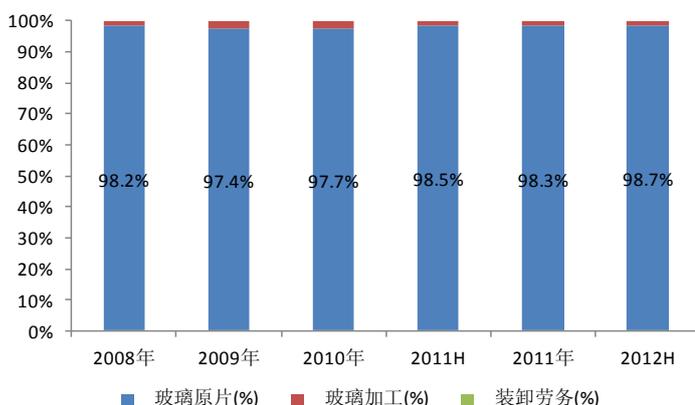
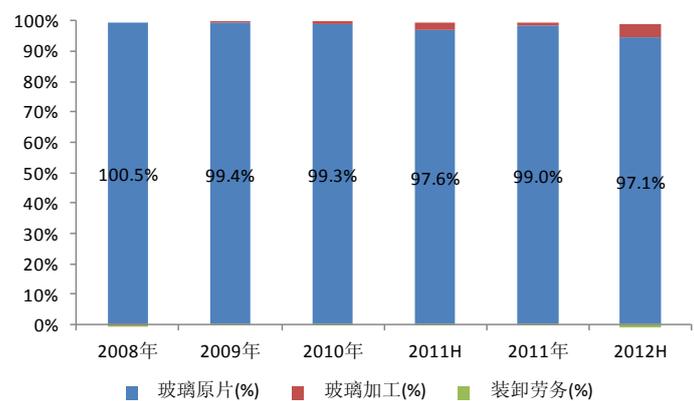


图 4 公司各业务营业利润占比



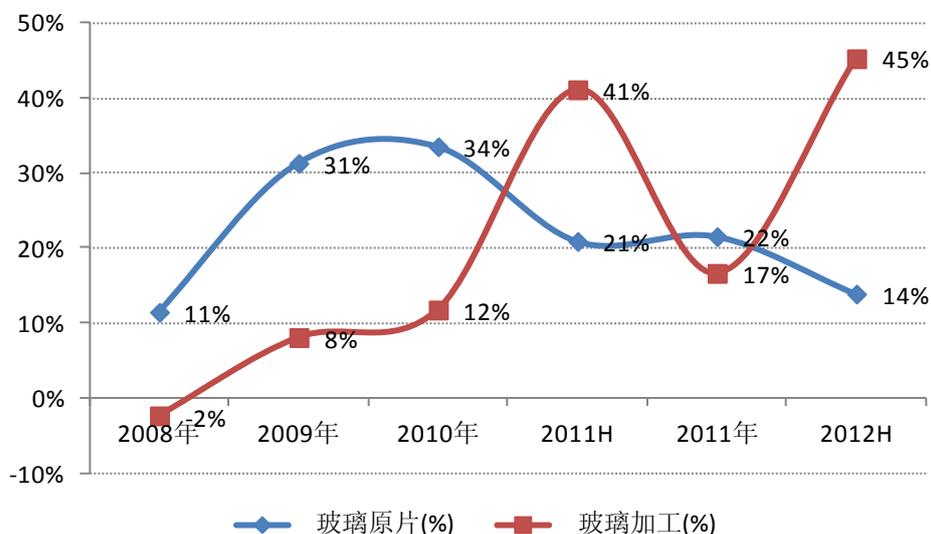
资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.2 短期关注浮法盈利回升，长期关注结构升级

从公司三大业务来看，玻璃原片占比高达 97%以上，其盈利也决定了公司总体利润水平。上半年玻璃原片 14%的毛利率为四年来最低点，仅略高于 2008 年；我们预计未来盈利将逐步向正常水平回升。公司玻璃装卸业务占比较小，主要是与为漳州旗滨有限公司服务，承接其货物在码头的装卸业务，盈利波动较大。

长期来看，公司的盈利水平将决定于各种新产品占比的提升。从目前公布的规划看，至 2015 年公司优质浮法玻璃产能占比将由目前的 84%下降至 18%；当然在线镀膜器无法 24 小时工作将使得生产线无法连续生产节能玻璃或光伏玻璃，这使得浮玻的占比可能无法下降至我们所说的 18%。但总体来看，未来高盈利产品占比提升将是公司规划发展的战略方向，不仅提升公司产品定位，也有望减弱周期性。

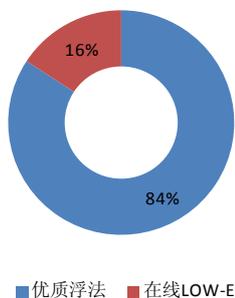
图 5 公司各种业务毛利率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 6 公司 2011 年产能占比情况

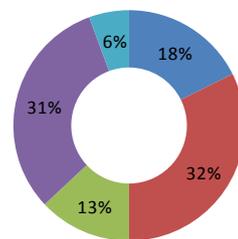
2011年产能占比



■ 优质浮法 ■ 在线LOW-E

图 7 公司 2015 年产能占比情况

2015年产能占比



■ 优质浮法 ■ 在线LOW-E ■ 在线TCO ■ 超白浮法 ■ 在线SUN-E

资料来源：公司公告、中投证券研究所

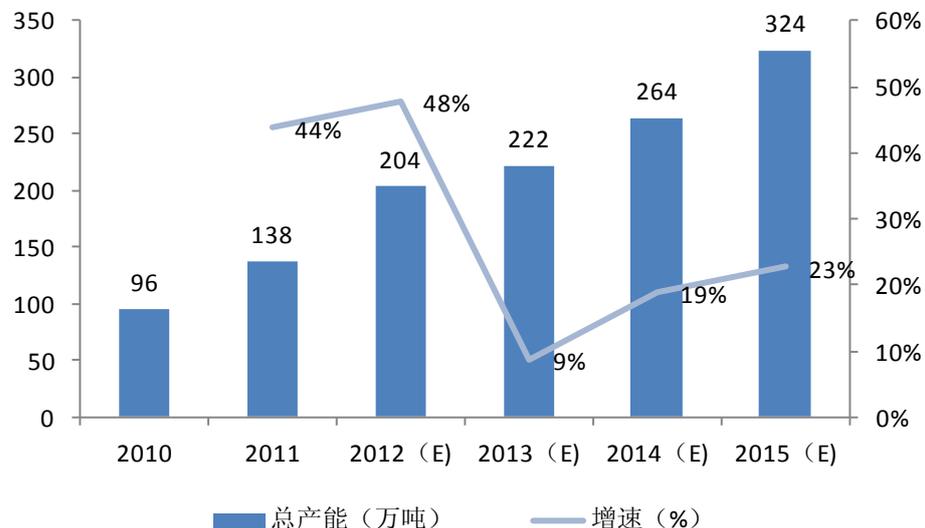
三、公司产能:上半年再增 66 万吨产能, 增幅 48%

虽然行业低迷, 但公司做大做强的意愿与速度并未改变。上半年公司于漳州与河源共增加 3 条线, 日熔量合计 2200T/D, 合计产能约 66 万吨, 较去年底增加 48%。

公司致力于向高端玻璃厂商转型, 目前所投新线基本上集中于超白光伏、在线 LOW-E、在线 SUN-E 与 TCO 玻璃上。但鉴于设备与目前需求限制, 大部分仍在生产普通浮法。我们预计随着经济的逐步好转, 公司建筑节能与光伏玻璃的需求将逐步上升, 届时其转型进度也会逐步加快。

从产能上看, 公司 2012 年底将达到 204 万吨, 同比增长 48%; 预计 2015 年将达到 324 万吨。若考虑生产线的进程, 今年实际产能在 178 万吨左右。从结构上, 普通浮法玻璃产能占比将由目前的 84% 逐步下降。

图 8 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 2 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 | 2007 年 4 月 |
| | 二线 | | 500T/D 优质浮法生产线 | 2007 年 9 月 |
| | 三线 | | 700T/D 优质浮法生产线 | 2006 年 10 月 |
| | 四线 | | 在线 LOWE 玻璃 | 2015 年前 |
| | 五线 | | 超白浮法玻璃 | 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 | 2008 年 12 月 |
| | 二线 | | 600T/D 优质在线 LOW-E 镀膜生产线 | 2009 年 11 月 |
| | 三线 | | 600T/D 在线 TCO 生产线 | 2011 年 3 月 |
| | 四线 | | 800T/D 超白光伏生产线 | 2011 年 10 月 |
| | 五线 | | 600T/D 优质在线 LOW-E 镀膜生产线 | 2012 年 1 月 |

| | | | | | |
|--------|----|-------------------------|------|--------|----------|
| | 六线 | 800T/D 超白光伏生产线 | | 800 | 2012年7月 |
| | 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 | 800T/D 在线 TCO 生产线 | 河源东源 | 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

四、公司运营状况有所下降，财务风险增加

12年上半年营运能力明显下降。公司上半年存货12.89亿元，同比增79%，虽然与公司产能增加带来的原材料储备增加相关，但我们估计更多在于下游需求较弱造成的产成品库存增加。应收帐款5487万元，较去年提高73%，说明销售较难回款不理想。从周转率上看，存货与应收账款周转率为0.9与18.2，较去年上半年的1.46与36.84大幅下降。

现金流情况也并不理想，上半年经营性现金流为-1亿元，为08年以来首次负值；而同期的资本性开支8.9亿元，大幅增长61.7%。这说明公司存在近9.9亿的现金缺口。这种快速大幅的扩张也使得公司资金越发紧张，仅依靠IPO资金远远不足。公司主要通过贷款来解决投资资金来源，直接造成上半年负债率为46.9%上升至58.8%。

在目前行业整体不景气的情况下，公司大幅扩张确实有别于其它企业。这种做法或可能使得公司在行业好转时获得较好收益；但在目前来看，公司的经营与财务风险无疑在增加。

表 3 公司运营情况

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012H |
|--------------|------|-------|--------|-------|--------|
| 营运能力 | | | | | |
| 存货周转率(次) | 7.5 | 3.7 | 3.6 | 2.7 | 0.9 |
| 应收账款周转率(次) | 62.9 | 51.4 | 92.5 | 50.9 | 18.2 |
| 资金状况 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 88.4 | 76.2 | 69.3 | 46.9 | 58.8 |
| 经营活动现金流(亿元) | 0.5 | 1.9 | 3.5 | 0.5 | -1.0 |
| 增长率(%) | | 286.0 | 78.8 | -86.8 | -168.8 |
| 资本性支出 | | | | | |
| 资本性支出(亿元) | 4.1 | 8.3 | 4.8 | 12.3 | 8.9 |
| 增长率(%) | | 101.2 | (41.3) | 153.7 | 61.7 |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

五、盈利预测

我们预计下半年行业总体稍有好转，盈利有所提升，但估计处于微利的可能性较大。

由于公司 7 月收到约 2799 万元的政府奖励基金，将于今年计入营业外收入。我们将其考虑进新的盈利中。

表 4 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 | 16,463.4 | 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% | 21.00% | 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 | 525.3 |
| 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 0.31、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 | 1867 | 2057 | 2400 |
| 现金 | 641 | 737 | 840 | 1201 |
| 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 | 5532 | 6560 | 7697 |
| 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 | 668 | 903 | 1236 |
| 归属母公司股东权益 | 2541 | 2648 | 2883 | 3216 |
| 负债和股东权益 | 4789 | 5532 | 6560 | 7697 |

现金流量表

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 46 | 627 | 571 | 778 |
| 净利润 | 208 | 207 | 235 | 333 |
| 折旧摊销 | 172 | 127 | 163 | 206 |
| 财务费用 | 101 | 130 | 168 | 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 | 269 | 532 | 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 | -221 | -168 | -216 |
| 现金净增加额 | 404 | 96 | 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 | 130 | 168 | 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 | 74 | 246 | 338 |
| 营业外收入 | 35 | 168 | 30 | 50 |
| 营业外支出 | 0 | 5 | 6 | 5 |
| 利润总额 | 238 | 237 | 270 | 383 |
| 所得税 | 30 | 30 | 35 | 50 |
| 净利润 | 208 | 207 | 235 | 333 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 208 | 207 | 235 | 333 |
| EBITDA | 477 | 331 | 577 | 759 |
| EPS (元) | 0.31 | 0.31 | 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% | -63.5% | 230.9 | 37.0% |
| 归属于母公司净利润 | -36.6% | -0.4% | 13.5% | 41.5% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 21.7% | 15.0% | 21.5% | 25.6% |
| 净利率 | 10.2% | 8.5% | 8.2% | 11.1% |
| ROE | 8.2% | 7.8% | 8.2% | 10.3% |
| ROIC | 7.0% | 4.1% | 7.0% | 8.1% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 46.9% | 52.1% | 56.0% | 58.2% |
| 净负债比率 | 83.62 | 82.52% | 83.77 | 86.59% |
| 流动比率 | 1.14 | 0.98 | 0.93 | 1.04 |
| 速动比率 | 0.68 | 0.60 | 0.58 | 0.72 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.53 | 0.47 | 0.48 | 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 | 0.31 | 0.35 | 0.50 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.07 | 0.94 | 0.85 | 1.16 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.80 | 3.96 | 4.32 | 4.81 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 22.20 | 22.30 | 19.65 | 13.89 |
| P/B | 1.82 | 1.75 | 1.60 | 1.44 |
| EV/EBITDA | 13 | 18 | 10 | 8 |

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 |
|------------|--------------------------------------|
| 2012-05-22 | 旗滨集团 - 株洲基地整体搬迁点评 |
| 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