

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: 6.75元

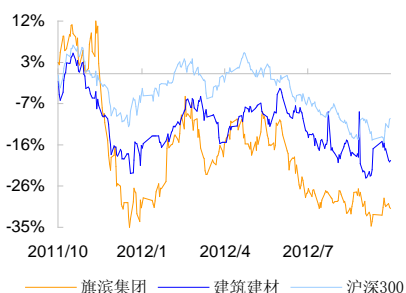
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2105.62
总股本(百万)	694
流通股本(百万)	168
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	-5.20	-8.66	-17.49
建筑建材	-1.25	-1.35	-9.57
沪深300指数	-0.64	-4.12	-10.62



相关报告

旗滨集团 - 上半年玻璃盈利低位, 业绩主要源于政府补贴 2012-08-21

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

601636

中性

浮法玻璃仍在盈亏平衡附近波动, 未来盈利将缓慢提升

公司 12 年前三季度实现收入 17.68 亿元, 同比增 24.1%; 营业利润-2690 万元, 同比降 120%; 归属于上市公司净利润 1.15 亿元, 同比降 4.4%。对应 EPS 为 0.169 元。

投资要点:

- ▶ **前三季度主营利润亏损 2690 万元, 全年业绩仍主要依靠补贴。**公司前三季度收入 17.68 亿元, 同比增 24.1%, 主要源于产能持续扩张。玻璃二季度有所转暖, 但三季度初受气候影响价格有所下调, 全行业正处在由亏损向盈亏平衡回升的过程中, 盈利者仍在少数。虽然毛利率达到 13%, 但营业利润仍是亏损, 1.7 亿元的补贴为今年业绩的最主要来源。
- ▶ **玻璃行业正在缓慢向盈亏平衡点靠近, 预计明年总体盈利将好于今年。**公司三季度单季营业利润为-3115 万元, 差于上半年; 毛利率 11.9% 为历史单季最低点, 这说明玻璃盈利仍在盈亏平衡左右波动。我们估计四季度行业盈利情况总体与三季度持平。在货币政策逐步放松情况下, 预计明年总体需求将有所回暖; 但由于仍有完工线等待点火, 新增产能消化需要时间, 总体或将处于小幅盈利水平。
- ▶ **业务仍主要为普通浮法玻璃, 产品升级需逐步进行。**今年 7 月份公司再增一条新线, 年初至今产能增加 66 万吨至 204 万吨。虽然大部分生产线定位为在线 LOWE 玻璃与光伏玻璃, 但今年总体需求较弱, 高端产品销售低于预期。我们认为产品结构升级需要时间, 这也是公司长期增长的关注点所在。
- ▶ **经营性现金流急速下滑至-3 亿元, 负债率继续上升。**经营性现金流由年中的-1 亿元降至-3 亿元, 但前三季度资本支出 10.5 亿元, 说明存在 14.5 亿元的现金缺口。公司通过贷款解决, 造成负债率继续上升至 59.7%, 财务费用同比提升 82%, 财务风险增加值得关注。
- ▶ **给予“中性”的投资评级。**由于整体货币政策放松慢于预期, 玻璃行业盈利在今年底至明年预计仍将呈现缓慢的好转, 行业或将在微幅盈利水平上维持。我们下调公司 12-14 年 EPS 至 0.19 元、0.15 元与 0.32 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	2788	2873
收入同比(%)	7%	20%	14%	3%
归属母公司净利润	208	126	100	213
净利润同比(%)	-37%	-40%	-20%	112%
毛利率(%)	21.7%	13.2%	17.0%	21.0%
ROE(%)	8.2%	4.9%	3.8%	7.4%
每股收益(元)	0.31	0.19	0.15	0.32
P/E	22.20	36.82	46.09	21.72
P/B	1.82	1.80	1.73	1.61
EV/EBITDA	13	23	14	10

资料来源: 中投证券研究所

一、经营情况

图 1 公司年度经营情况

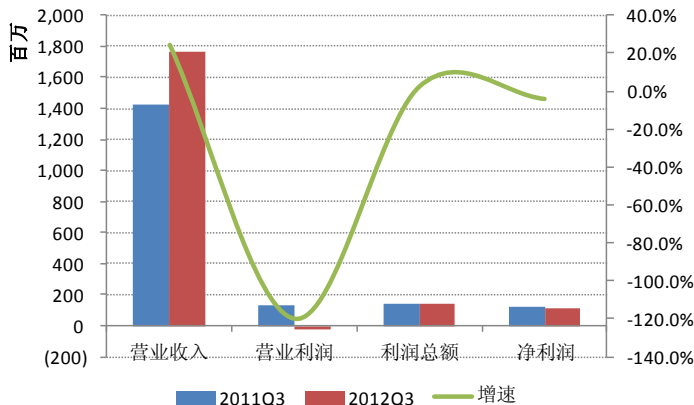
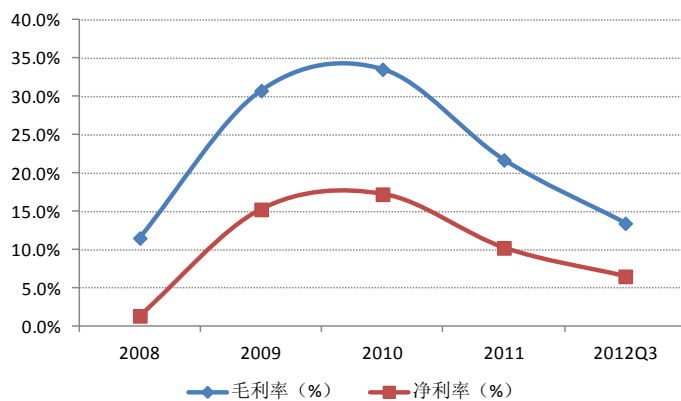


图 2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

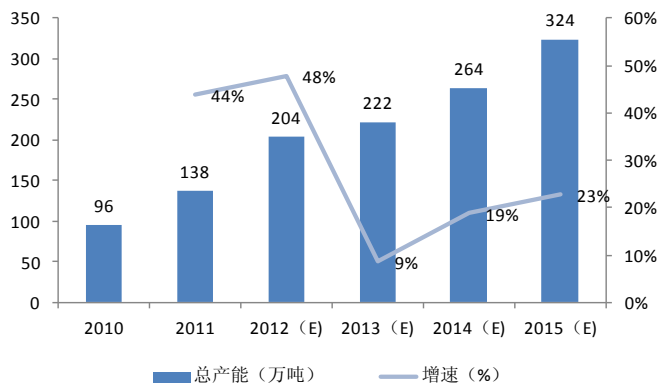
表 1 公司季度经营情况

	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
收入 (亿元)	5.20	4.89	4.60	4.80	4.86	6.10	5.35	5.14	7.20
环比增速		-6.1%	-5.8%	4.3%	1.3%	25.5%	-12.3%	-3.9%	40.1%
毛利率	31.3%	36.6%	22.7%	20.4%	19.4%	23.8%	14.4%	14.6%	11.9%
费用率	12.4%	12.6%	10.4%	11.5%	11.1%	11.8%	13.4%	14.3%	15.9%
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	-0.07
环比增速		44.1%	-59.6%	-20.4%	10.7%	121.7%	35.8%	-97.8%	-361.9%
净利率	14.8%	22.8%	9.8%	7.5%	8.2%	14.4%	22.3%	0.5%	-0.9%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、产能情况

图 3 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	2012 年 7 月
	七线		600T/D 优质在线 LOW-E 镀膜生产线	2014 年底
	八线		800T/D 超白光伏生产线	2014 年底
河源旗滨硅业	一线	河源东源	800T/D 在线 TCO 生产线	2012 年 5 月
	二线		600T/D 在线 SUN-E 镀膜生产线	2013 年
			超白石英砂矿	28 万吨/年

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、运营情况

表 3 公司运营情况

	2008	2009	2010	2011	2012Q3
营运能力					
存货周转率(次)	7.5	3.7	3.6	2.7	1.4
应收账款周转率(次)	62.9	51.4	92.5	50.9	35.0
资金状况					
资产负债率(%)	88.4	76.2	69.3	46.9	59.7
经营活动现金流(亿元)	0.5	1.9	3.5	0.5	-3.0
增长率(%)		286.0	78.8	-86.8	454.6
资本性支出					
资本性支出(亿元)	4.1	8.3	4.8	12.3	10.5
增长率(%)		101.2	(41.3)	153.7	40.9

资料来源：公司公告、中投证券研究所

五、盈利预测

表 4 公司盈利预测

	2011 年	2012E	2013E	2014E
优质浮法玻璃				

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	70.0	73.0
收入 (万元)	132,809.7	110,308.8	87,704.4	91,463.2
成本 (万元)	28,002.6	11,030.9	11,401.6	16,463.4
LOW-E 镀膜玻璃基片				
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	78.0	80.0
收入 (万元)	54,793.9	107,692.2	158,208.3	153,679.7
成本 (万元)	41,615.6	94,769.1	132,895.0	122,943.7
在线 LOW-E 镀膜玻璃				
销量 (万 m ²)	108.2	277.4	361.8	525.3
均价 (元/m ²)	46.0	43.0	41.0	40.0
收入 (万元)	4,977.4	11,927.3	14,833.8	21,011.2
成本 (万元)	3,278.6	8,826.2	10,680.3	15,128.1
TCO 镀膜玻璃				
产能 (万吨)	0.6	2.0	3.0	4.0
销量 (万吨)	0.1	0.6	1.0	1.4
均价 (元/m ²)	85.0	80.0	78.0	75.0
收入 (万元)	1,062.5	6,400.0	9,360.0	10,764.0
成本 (万元)	637.5	4,160.0	5,990.4	6,889.0
合计收入 (万元)	203,581.8	243,532.3	278,825.7	287,347.0
合计成本 (万元)	159,391.7	211,474.7	231,477.9	227,023.1
毛利率 (%)	21.71%	13.16%	16.98%	20.99%

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 28.7 亿元, EPS 分别为 0.19、0.15 与 0.32 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	2611	1766	1603
现金	641	1463	532	400
应收账款	61	73	56	57
其他应收款	3	13	15	15
预付账款	220	148	174	173
存货	719	740	787	749
其他流动资产	154	174	203	208
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	6277	6269	6900
流动负债	1578	2820	2512	2730
短期借款	1110	2200	1800	2019
应付账款	133	190	236	227
其他流动负债	335	430	476	484
非流动负债	670	890	1090	1290
长期借款	670	890	1090	1290
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	2248	3710	3602	4020
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	586	687	899
归属母公司股东权益	2541	2566	2667	2880
负债和股东权益	4789	6277	6269	6900

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	46	554	455	646
净利润	208	126	100	213
折旧摊销	172	127	163	206
财务费用	101	151	186	197
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-444	156	6	31
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	1067	-386	222
短期借款	386	1090	-400	219
长期借款	-127	220	200	200
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	-243	-186	-197
现金净增加额	404	822	-931	-132

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2036	2435	2788	2873
营业成本	1594	2115	2315	2270
营业税金及附加	7	8	9	10
营业费用	21	32	31	32
管理费用	107	141	153	158
财务费用	101	151	186	197
资产减值损失	2	2	1	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	-14	93	205
营业外收入	35	171	30	50
营业外支出	0	2	2	2
利润总额	238	155	121	253
所得税	30	29	21	41
净利润	208	126	100	213
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	208	126	100	213
EBITDA	477	264	442	608
EPS (元)	0.31	0.19	0.15	0.32

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%	14.5%	3.1%
营业利润	-48.7%	-106.9	562.9	121.2%
归属于母公司净利润	-36.6%	-39.7%	-20.1%	112.2%
获利能力				
毛利率	21.7%	13.2%	17.0%	21.0%
净利率	10.2%	5.2%	3.6%	7.4%
ROE	8.2%	4.9%	3.8%	7.4%
ROIC	7.0%	2.6%	4.5%	5.7%
偿债能力				
资产负债率	46.9%	59.1%	57.5%	58.3%
净负债比率	83.62	86.24%	83.29	85.04%
流动比率	1.14	0.93	0.70	0.59
速动比率	0.68	0.66	0.39	0.31
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.44	0.44	0.44
应收账款周转率	48	36	43	51
应付账款周转率	12.19	13.08	10.86	9.80
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.19	0.15	0.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	0.83	0.68	0.97
每股净资产(最新摊薄)	3.80	3.84	3.99	4.31
估值比率				
P/E	22.20	36.82	46.09	21.72
P/B	1.82	1.80	1.73	1.61
EV/EBITDA	13	23	14	10

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
2012-08-21	旗滨集团 - 上半年玻璃盈利低位，业绩主要源于政府补贴
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, 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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

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