

玻璃制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

署名人: 王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@china-invs.cn

6-12个月目标价: 8.00元

当前股价: 6.69元

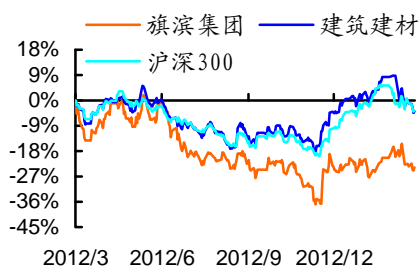
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2270.28
总股本(百万)	694
流通股本(百万)	171
流通市值(亿)	11
EPS	0.17
每股净资产(元)	3.86
资产负债率	59.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
旗滨集团	-4.29%	-5.91%	-6.04%
建筑建材	-11.31%	0.45%	6.63%
沪深300	-8.57%	7.57%	9.45%



相关报告

旗滨集团

601636

推荐

四季度盈利开始大幅改善, 快速扩张持续

12年实现收入26.8亿元, 同比增31.9%; 实现营业利润5143万元, 同比减74.8%; 归属上市公司净利润为1.97亿元, 同比减5.2%。其中因12年有约1.77亿元的营业外收入, 因而扣非后的净利润为4563万元, 同比减74.52%。EPS为0.28元。

投资要点:

- **12年业绩绝大部分源于营业外收入, 13年将明显上行。**12年玻璃价格低位导致行业持续亏损, 公司实现扣非后净利4563万元已属不易。全年净利润1.97亿元中1.77亿元来源于营业外收入。全年销量4138万重箱(+54%), 推动收入增长32%。毛利率15.8%, 较去年降5.9个百分点, 全年呈现前低后高走势。四季度至今玻璃价格持续上涨, 目前约1500元/吨, 预计13年均价将高于12年, 公司业绩将明显改善。
- **燃料系统改造成本大幅下行, 四季度单季净利达8220万元。**四季度价格上涨的同时公司的固体燃料系统改造完成使得成本明显下行, 毛利率达20.3%, 仅略低于11年水平。加上募集资金项目利息收入确认, 三项费用环比降1300多万元, 净利8220万元明显高于预期, 预计1季度实现正盈利, 主营利润同比增长幅度高。
- **12年净利低于股权激励条件, 13年扣非后净利润需2.67亿元方可实现解锁。**公司12年扣非后净利4563万元, 低于股权激励条件的2.66亿元。考虑上股权激励成本, 13年需达到2.665亿元, 方可实现解锁。这更多取决于后市玻璃价格情况, 若需求与价格增长较为乐观, 有望达到激励条件。
- **13年规模再增29%, 关注浙玻托管经营事项。**公司近几年快速扩张, 目前产能已增至224万吨, 13年将再投三条线, 总产能增至294万吨, 增速29%。而之后株洲基地搬迁将逐步完成, 未来三年规模增幅达50%。除此之外, 公司股东福建旗滨将参与浙玻的受托经营, 且委托给公司经营以避免同业竞争。虽然暂时对损益不造成影响, 但由于浙玻已破产重整, 后续资产如何处置未定, 这可能为旗滨未来资产扩张提供了想象空间。
- **投资建议:** 预计公司13-15年EPS为0.28、0.53与0.8元, 公司是浮法行业向上时弹性较大的品种, 推荐评级。
- **风险提示:** 地产调控导致需求低于预期, 价格下行。

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2685	3314	4097	4782
收入同比(%)	32%	23%	24%	17%
归属母公司净利润	197	198	367	557
净利润同比(%)	-5%	0%	86%	52%
毛利率(%)	15.8%	20.0%	22.7%	25.5%
ROE(%)	7.1%	6.7%	11.0%	14.3%
每股收益(元)	0.28	0.28	0.53	0.80
P/E	23.44	23.41	12.60	8.30

一、12 年业绩多依靠营业外收入，13 年有望明显好转

1.1 12 年扣非净利润 4563 万元，13 年将明显好转

公司 12 年全年实现收入 26.8 亿元，同比增 31.9%；实现营业利润 5143 万元，同比减 74.8%；归属上市公司净利润为 1.97 亿元，同比减 5.2%。其中因 12 年有约 1.77 亿元的营业外收入，因而扣非后的净利润为 4563 万元，同比减 74.52%。

玻璃整体行业 12 年经营状况惨淡，绝大部分企业全年均入于亏损状态；不过大量停产线使得供给压力有所减弱，下半年玻璃价格较上半年略有回升。公司目前大部分业务为浮法玻璃，盈利走势基本与行业保持一致。收入快速增长 31%，得益于产能的持续扩张。公司 12 年销量 4138 万重箱，同比增长 54%。但是价格明显下降导致收入增速小于销量增速，而且利润也出现明显下降。

盈利能力上，全年毛利率为 15.8%，较去年下降 5.9 个百分点，实际上该盈利水平已明显高于行业平均。四季度价格不断上行使得下半年毛利率 16.6%，高于上半年的 14.5%。

从去年年底至今年年底的玻璃价格上涨中，华南地区表现最为明显。目前公司出货价约在 1500 元/吨（含税）左右，从简单估算看，单吨盈利在 70 元/吨左右。基于经济逐步复苏的判断，我们估计 13 年玻璃盈利将好于 12 年。而公司 13 年仍有扩张，预计销量将达到 5100 万重箱。

图 1 公司年度经营情况

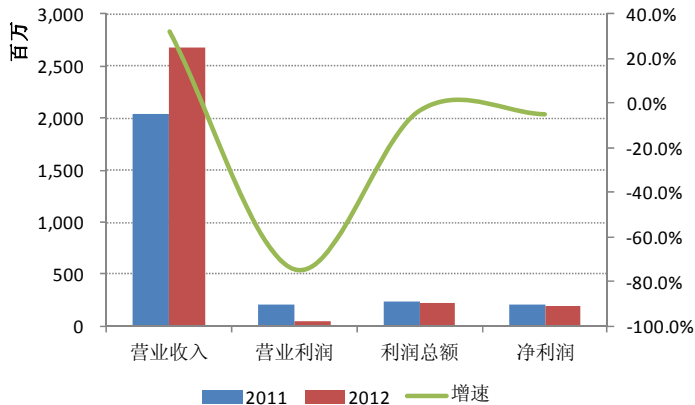
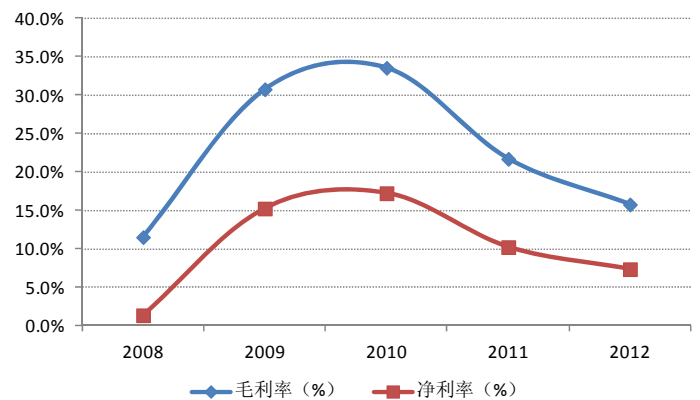


图 2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.2 燃料系统改造完成，4 季度净利快速上升至 8220 万元

从单季度情况看，四季度收入 9.2 亿元，环比增 27.2%，这源于四季度出货上升同时价格上涨。净利润 8220 万元，较前三季度的亏损或微利有明显改善，主要得益于公司燃料替代改造在 11 月投产，成本有大幅下行。

从盈利上看，四季度单季毛利率达到 20.3%，摆脱了前三季度 10% 几的毛利率，略低于 11 年水平。费用率上，由于募集资金利息收入在四季度确定，

使得财务费用较三季度下降 1300 多万元，三项费用率也降至 11.6%。四季度营业外收入偏少，净利率 9%。

今年一季度企业出货明显高于预期，且价格持续上升。估计企业已经实现正盈利。目前来看，今年价格水平高于去年概率大，但具体走势仍待观察。

表 1 公司季度经营情况

	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
收入(亿元)	5.20	4.89	4.60	4.80	4.86	6.10	5.35	5.14	7.20	9.16
环比增速		-6.1%	-5.8%	4.3%	1.3%	25.5%	-12.3%	-3.9%	40.1%	27.2%
毛利率	31.3%	36.6%	22.7%	20.4%	19.4%	23.8%	14.4%	14.6%	11.9%	20.3%
费用率	12.4%	12.6%	10.4%	11.5%	11.1%	11.8%	13.4%	14.3%	15.9%	11.6%
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	0.82
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%	9.0%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.3 12 年净利润低于股权激励条件, 13 年扣非后净利润需 2.67 亿方可实现解锁

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。

以此计算，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，实际盈利为 4564 万元，无法实施。

我们测算了 13 年的行权条件，公司扣非扣净利润需达到 2.67 亿元股权方可实现解锁。

表 2 股票实现解锁条件

2012 年股权激励解锁条件	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		
结果：实际盈利 4564 万元，无法实施			

2013 年股权激励解锁条件	2010 年	2011 年	2012 年
----------------	--------	--------	--------

扣除非经常损益后的净利润（万元）	32,345	17,906	4,564
2010-2012 年平均值（万元）	18,272		
2011 年基础上年均增长 10%	21,666		
2013 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）	21,666		
2013 年股权激励成本摊销（万元）	4,984		
2013 年解锁条件--扣除非经常性损益后净利润（万元）	26,650		

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、13 年产能再增 29%，关注浙玻托管经营带来的想

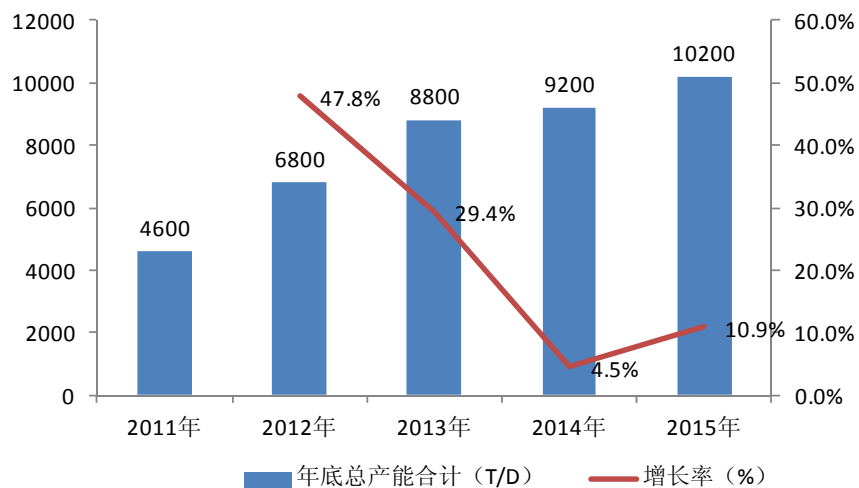
象空间

2.1 13 年产能再增 29%，未来三年规模增速 50%

虽然行业低迷，但公司做大做强的意愿与速度并未改变。2012 年新增漳州五线、六线与河源一线，产能从 4600T/D 提升至 6800T/D；这些生产线多为高端产品生产线，但鉴于目前需求限制，以生产浮法白玻为主。2013 年扩张仍将持续，漳州七线、八线与河源二线将投产，产能将从 6800T/D 提升至 8800T/D，增速 29%。公司预计今年销量将达到 5100 万重箱，同比增长 23%，基本符合扩张速度。

在今年三条线投产后，公司未来自身的扩张主要来自于株洲基地的搬迁项目。目前株洲产能为 1700T/D，15 年前将搬迁完成，届时生产线由三条增至五条，产能增至 3100T/D。这意味着 13-15 年公司产能将增加 3400T/D，增速达到 50%。作为纯浮法企业，产能扩张与行业盈利上行将继续提升业绩上升幅度。

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 3 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	600	2015 年前
	五线		超白浮法玻璃	600	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 7 月
	七线		600T/D 优质在线 LOW-E 镀膜生产线	600	2013 年上半年
	八线		800T/D 超白光伏生产线	800	2013 年上半年
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

2.2 浙玻托管经营，提供未来扩张想象空间

公布今日同时公布了浙江玻璃的托管经营方案。由于浙玻已被裁定破产重整，目前将委找一家浮法玻璃企业进行生产经营，委托经营期间的盈利由其享受和承担，不超过六个月。公司股东福建旗滨有意参与，目前约定由福建旗滨受托管理浙江有关资产。为避免同业竞争承诺，福建旗滨需将受托经营的浙玻资产委托给公司。本次受托管理，公司仅向福建旗滨收取固定的托管费每月 60 万元，公司不承担或享有委托管理期间该等资产经营形成的损益，托管资产不属于公司合并财务报表的范围，不会对公司资产、负债以及损益造成实质性影响和变化。

据我们了解，目前浙玻产能在国内也属于较前水平，其下属共有 10 条生产线，总产能达到 4950T/D，其中有 3 条处于冷修状态，7 条在产。

虽然目前公司受托经营浙玻不影响收益，但鉴于目前浙玻已经破产重整，后续资产如何处置未定。但作为目前经营方的旗滨来说，提供了未来资产继续扩张的想象空间。

表 4 浙江玻璃产能情况

生产线名称	日熔量(吨)	总产能(吨/日)	品种	目前状态
浙玻一线	450	4950	白玻	冷修
浙玻二线	600		白玻	

浙玻三线	600	白玻	
浙玻四线	300	白玻	冷修
浙玻五线	400	超薄	冷修
浙玻六线	150	超薄	
浙玻七线(陶堰)	600	白玻	
浙玻八线(陶堰)	600	白玻	
浙玻九线(长兴)	800	白玻	
浙玻十线(平湖)	500	白玻	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、负债率上升，关注现金流情况

公司12年存货周转率由2.7降至2.2，这可能与产能快速扩张相关；而应收账款周转率由11年的50.9升至60.8。

由于扩张快速，负债率由去年的46.9%升至59%，这也是导致财务费用增长75%的原因。由于近几年扩张仍将持续，负债率难以发生明显下降，财务风险仍需关注。

另外，现金流情况并不理想，12年经营性现金流为-0.3亿元，而同期资本性资本为13.4亿，存在明显的现金缺口。

表 5 公司运营情况

	2008	2009	2010	2011	2012
营运能力					
存货周转率(次)	7.5	3.7	3.6	2.7	2.2
应收账款周转率(次)	62.9	51.4	92.5	50.9	60.8
资金状况					
资产负债率(%)	88.4	76.2	69.3	46.9	59.0
经营活动现金流(亿元)	0.5	1.9	3.5	0.5	-0.3
增长率(%)		286.0	78.8	-86.8	-176.5
资本性支出					
资本性支出(亿元)	4.1	8.3	4.8	12.3	13.4
增长率(%)		101.2	(41.3)	153.7	9.1

资料来源：公司公告、中投证券研究所

五、盈利预测

表 6 公司盈利预测

	2012 年	2013E	2014E	2015E
优质浮法玻璃				
产能 (万吨)	86	86	86	86
销量 (万重箱)	1,836	1,656	1,656	1,656
均价 (元/重箱)	59	62	65	70
收入 (万元)	107,413	102,700	107,670	115,952
成本 (万元)	15,038	17,459	20,457	25,509
毛利率 (%)	14.0%	17.0%	19.0%	22.0%
LOW-E 镀膜玻璃基片				
产能 (万吨)	102	161	205	231
销量 (万重箱)	2,148	3,132	3,970	4,482
均价 (元/重箱)	62	66	69	74
收入 (万元)	132,120	206,724	273,934	329,451
成本 (万元)	109,660	164,346	209,560	242,146
毛利率 (%)	17.0%	20.5%	23.5%	26.5%
在线 LOW-E 镀膜玻璃				
销量 (万 m ²)	277	241	281	346
均价 (元/m ²)	43	40	40	40
收入 (万元)	11,927	9,648	11,256	13,845
成本 (万元)	8,826	7,236	8,442	10,384
毛利率 (%)	26.0%	25.0%	25.0%	25.0%
TCO 镀膜玻璃				
产能 (万吨)	2.0	2.0	3.0	3.0
销量 (万吨)	0.6	0.6	1.0	1.1
均价 (元/m ²)	80	70	70	70
收入 (万元)	6,400	5,600	8,925	9,555
成本 (万元)	4,160	3,920	6,248	6,689
毛利率 (%)	35.0%	30.0%	30.0%	30.0%
合计收入 (万元)	268,453.6	331,449.3	409,679.8	478,151.3
合计成本 (万元)	226,132.1	265,284.4	316,729.8	356,227.9
毛利率 (%)	15.8%	20.0%	22.7%	25.5%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

六、投资建议：推荐

我们预计公司 13-15 年 EPS 为 0.28、0.53 与 0.8 元，公司是浮法行业向上弹性较大的品种，推荐评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2525	2094	2148	2407	营业收入	2685	3314	4097	4782
现金	716	563	350	400	营业成本	2261	2653	3167	3562
应收账款	28	99	82	96	营业税金及附加	7	11	14	16
其他应收款	12	18	22	25	营业费用	30	36	45	53
预付账款	185	186	238	271	管理费用	161	196	242	282
存货	1321	928	1077	1176	财务费用	175	202	214	230
其他流动资产	263	299	380	440	资产减值损失	-1	2	1	1
非流动资产	4227	4743	5415	6023	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	3517	3822	4284	4789	营业利润	51	214	414	637
无形资产	276	276	276	276	营业外收入	179	20	20	20
其他非流动资产	433	645	855	958	营业外支出	0	2	2	2
资产总计	6751	6837	7564	8431	利润总额	230	232	432	655
流动负债	2930	2895	3054	3164	所得税	33	35	65	98
短期借款	2348	2200	2235	2260	净利润	197	198	367	557
应付账款	259	239	323	356	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	323	456	495	548	归属母公司净利润	197	198	367	557
非流动负债	1053	978	1178	1378	EBITDA	486	696	957	1258
长期借款	758	978	1178	1378	EPS (元)	0.28	0.28	0.53	0.80
其他非流动负债	296	0	0	0					
负债合计	3984	3872	4231	4541	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	694	694	694	694	成长能力				
资本公积	1415	1415	1415	1415	营业收入	31.9%	23.5%	23.6%	16.7%
留存收益	658	856	1223	1780	营业利润	-74.8%	316.9%	93.1%	54.0%
归属母公司股东权益	2768	2965	3332	3889	归属于母公司净利润	-5.2%	0.1%	85.9%	51.7%
负债和股东权益	6751	6837	7564	8431	获利能力				
					毛利率	15.8%	20.0%	22.7%	25.5%
					净利率	7.4%	6.0%	9.0%	11.6%
					ROE	7.1%	6.7%	11.0%	14.3%
					ROIC	3.6%	6.2%	8.2%	10.2%
					偿债能力				
					资产负债率	59.0%	56.6%	55.9%	53.9%
					净负债比率	82.81%	84.90%	83.26%	82.52%
					流动比率	0.86	0.72	0.70	0.76
					速动比率	0.41	0.40	0.35	0.39
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.49	0.57	0.60
					应收账款周转率	57	51	45	54
					应付账款周转率	11.53	10.65	11.28	10.49
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.28	0.28	0.53	0.80
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.05	1.25	1.10	1.52
					每股净资产(最新摊薄)	3.99	4.27	4.80	5.60
					估值比率				
					P/E	23.44	23.41	12.60	8.30
					P/B	1.67	1.56	1.39	1.19
					EV/EBITDA	15	10	8	6

现金流量表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-35	865	765	1055
净利润	197	198	367	557
折旧摊销	260	279	330	391
财务费用	175	202	214	230
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-652	279	-144	-124
其它	-14	-92	-2	1
投资活动现金流	-1130	-800	-1000	-1000
资本支出	1342	800	1000	1000
长期投资	0	0	0	0
其他	211	-0	0	0
筹资活动现金流	1287	-217	21	-5
短期借款	1238	-148	35	25
长期借款	88	220	200	200
普通股增加	26	0	0	0
资本公积增加	103	0	0	0
其他	-168	-289	-214	-230
现金净增加额	121	-152	-213	50

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
------	------

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