

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

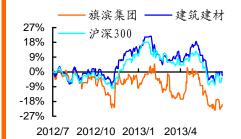
wanghaiqing@china-invs.cn

6-12 个月目标价: 10.00 元

当前股价: 5.59 元 评级调整: 维持

基本资料	
上证综合指数	2033.33
总股本(百万)	694
流通股本(百万)	171
流通市值(亿)	10
EPS	0.09
每股净资产 (元)	4.09
资产负债率	60.0%

股价表现			
(%)	1M	3M	6M
旗滨集团	0.54%	-7.14%	-11.32%
建筑建材	1.63%	-11.20%	-12.19%
沪深 300	3.59%	-9.87%	-12.92%



相关报告

旗滨集团 601636

强烈推荐

业绩爆发性增长将持续

公司 25 日晚公布 13 年中报,实现收入 16.37 亿元,同比增长 56.17%; 扣非后净利润为 1.58 亿元,同比增长 5187%; 归属上市公司净利润为 1.66 亿元,同比增长 36.29%。 EPS 为 0.239 元,超出市场预期。

投资要点:

- ➤ 主营利润增 5187%多源于利润率提升,符合行业向上趋势。收入增 56% 得益于销量增长 59%,但利润增长 5187%主要是燃料系统改造使得成本下降,利润率明显提升所致。目前毛利率与净利率达到 26.3%与10.1%,高于去年 15.8%与 7.4%。总的净利润增速仅 36%主要是去年有大量的政府补贴而今年没有。
- ▶ 单吨盈利升至137元/吨但仍低于正常水平,后续向上仍有空间。二季度净利润达到1亿元,接近历史高点。而单吨净利为137元/吨,远高于去年的10元/吨。在行业正常水平下,公司的单吨净利可维持在200元左右。我们预计今年三季度旺季后,玻璃价格继续上涨的可能性较大,盈利上升仍将持续。
- 未来三年规模扩 50%,成长性与业绩弹性高企。作为单一浮法型的企业,公司近几年持续扩张。今年实际产能约 240 万吨,明后年仅靠内生扩张规模可增长 29%与 13%。在规模不断做大且行业利润率上升的背景下,公司后续爆发性增长值得期待。
- 应收账款周转与经营性现金流明显好转,但高负债率值得关注。公司 今年重视回款与现金流,应收账款周转率达57.6,去年同期为18.16; 经营性现金流6.2亿元,而年初为负数。不过由于扩张所需,负债率再度攀升至62.7%,值得关注。
- 上调盈利预测,继续强烈推荐。鉴于玻璃价格上涨超预期及公司产能释放顺利,上调公司未来三年盈利预测。预计 13-15 EPS 为 0.51 元、 0.70 元与 0.91 元。目前股价对应今明两年 PE 仅为 11.3 倍与 8 倍,对于明后年销量具备明显成长性的公司而言,目前估值偏低,继续强烈推荐。
- ▶ 风险:玻璃行业供给冲击超出预期,玻璃价格出现下滑。

主要财务指标

V 11				
单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2685	3329	4217	4961
收入同比(%)	32%	24%	27%	18%
归属母公司净利润	197	351	487	630
净利润同比(%)	-5%	78%	39%	29%
毛利率(%)	15.8%	26.4%	27.3%	27.9%
ROE(%)	7.1%	11.5%	13.8%	15.1%
每股收益(元)	0.28	0.51	0.70	0.91
P/E	20.13	11.31	8.15	6.31
P/B	1.44	1.30	1.12	0.95
EV/EBITDA	13	7	6	5

资料来源:中投证券研究所



一、利润率回升可持续,主营增长5187%

1.1 浮法玻璃周期向上,利润率明显提升

公司 13 年上半年实现收入 16.37 亿元,同比增长 56.17%;而扣非后净利润为 1.58 亿元,同比增长 5187%;归属上市公司净利润为 1.66 亿元,同比增长 36.29%。

上半年公司销量约 2432 万重箱,同比增长 59%,与收入增长大致持平,主要是内部玻璃结构调整导致均价有所下调。能够盈利的资产不断扩张是成长性的重要表现。

但扣非后净利润的爆发性增长更多源于利润率的大幅提升。在 12 年浮法玻璃整体行业处在盈亏平衡的情况下,公司改进燃料系统促使成本大幅下降,因而在玻璃价格缓慢回升时,公司利润率已出现明显上升。上半年毛利率与净利率达到 26.3%与 10.1%,明显高于去年 15.8%与 7.4%的水平。不过目前玻璃价格离上一轮高点仍约有 30-40%的空间,总体行业盈利水平并不高,我们认为后续玻璃价格仍将缓慢向上,公司利润率仍有提升空间。

总体净利润增速为 36.29%, 主要是源于去年有 1.4 亿的政府补贴, 而今年上半年没有。我们预计今年三季度总体净利润的增幅将超过 100%。

图 1 旗滨集团半年度经营情况



图 2 旗滨集团利润率情况



资料来源:中投证券研究总部、公司公告

1.2 二季度单季净利 1.05 亿, 毛利率升至 26.5%

从单季度情况看,二季度收入 9.14 亿元,净利润达到 1.05 亿元,超出市场预期。

二季度毛利率为 26.5%, 净利率 11.5%均为本轮周期以来的最高点, 不过仍明显低于 10 年 30%以上的毛利率。由于收入增长较快, 费用率有所下降。

从单吨成本与净利的情况看,上半年的生产成本为 46 元/吨,远低于去年 58 元/吨,主要还是源于上述所提的燃料系统改造。而单吨净利润大幅上升至 137 元/吨,远远超出去年的 10 元/吨。从正常水平来看,公司可以达到 200 元



左右的单吨净利,我们预计在三季度末旺季来临后总体价格仍将上升,盈利也仍有上升空间。

表 1公司季度经营情况

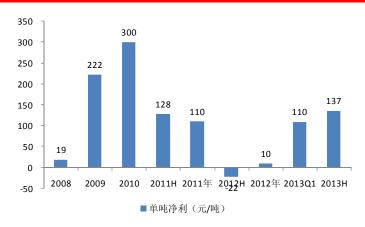
	10Q4	11Q1	11 Q 2	11 Q 3	11 Q 4	12Q1	12 Q 2	12Q3	12 Q 4	13Q1	13Q2
收入(亿元)	4.89	4. 60	4.80	4.86	6. 10	5. 35	5. 14	7. 20	9. 16	7. 24	9. 14
环比增速	-6.1%	-5.8%	4.3%	1.3%	25. 5%	-12.3%	-3.9%	40. 1%	27. 2%	-21.0%	26. 4%
毛利率	36.6%	22.7%	20.4%	19.4%	23.8%	14.4%	14.6%	11.9%	20. 3%	26. 0%	26. 5%
费用率	12.6%	10.4%	11.5%	11.1%	11.8%	13.4%	14.3%	15. 9%	11.6%	15. 7%	13.3%
归属股东净利	1.11	0. 45	0.36	0.40	0.88	1. 19	0.03	-0.07	0.82	0. 61	1. 05
润(亿元)											
环比增速	44.1%	-59.6%	-20.4%	10.7%	121.7%	35.8%	-97.8%	-361.9%	-1313.6%	-25.2%	70.4%
净利率	22.8%	9.8%	7. 5%	8.2%	14.4%	22.3%	0. 5%	-0.9%	9.0%	8. 5%	11.5%

资料来源:公司公告、中投证券研究所

图 3 旗滨集团历年生产成本变化



图 4 旗滨集团单吨净利变化



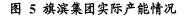
资料来源:中投证券研究总部、公司公告、卓创资讯

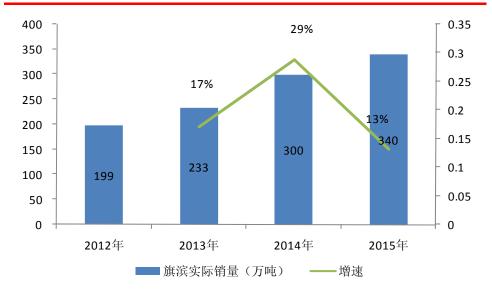
二、单一浮法企业,规模逆势扩张加大弹性

旗滨今年业绩增长能够明显领先于其它行业,除了上文提及的利润率提升,还在于它近几年持续的产能扩张。作为单一浮法型的企业,公司在玻璃价格向上时弹性最大,而产能的增长又加大了这种弹性。

公司目前有 10 条生产线,三年内将增加至 15 条。从实际产能上看,今年接近 240 万吨;公司自身的扩张计划保证明后年增长 29%与 13%,总产能分别为 300 万吨与 340 万吨。

资产规模做大将保证公司的成长性,在利润率仍在上升空间的背景下,公司业绩的爆发性增长仍可期待。





资料来源:公司公告,中投证券研究总部

表 1 旗滨集团产能表

公司		生产线	日熔量(T/D)	投产日期
	一线	500T/D 优质浮法生产线	500	2007年4月
母公司株	二线	500T/D 优质浮法生产线	500	2007年9月
洲旗滨集	三线	700T/D 优质浮法生产线	700	2006年10月
团	四线	在线 LOWE 玻璃	600	2015 年前
	五线	超白浮法玻璃	600	2015 年前
	一线	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
マハヨ淬	三线	600T/D 在线 TCO 生产线	600	2011年3月
子公司漳	四线	800T/D 超白光伏生产线	800	2011年10月
州旗滨玻 璃公司	五线	600T/D 优质在线 LOW-E 镀膜生产线	600	2012年1月
两公 印	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7月
	八线	800T/D 超白光伏生产线	800	2013年10月
	一线	800T/D 在线 TCO 生产线	800	2012年5月
河源旗滨 硅业	二线	600T/D 在线 SUN-E 镀膜生产线	600	2013年12月
14±. <u>41</u> 4.		超白石英砂矿	28 万吨/年	2012 年上半年

备注: 株洲 1-3 线 2015 年前实现搬迁重建为 800T/D、500T/D、600T/D 生产线。

资料来源:中投证券研究所、卓创资讯

三、经营性现金流明显好转,负债率仍然高企

从经营情况来看,除了负债率较高之外,其它均在好转。公司上半年以来为保证现金流,对应收账款控制严格,必要条件下宁愿降低价格。半年度的存货周转率 0.9,与往年相比为正常水平。应收账款周转率 57.6,而去年同期仅



为 18.15,大幅提升。经营性现金流 6.2 亿元,而年初还是负数。说明公司经营质量改善幅度较大。

唯一不足的是负债率再度攀升,目前已到达到 62.7%。由于公司今年底仅剩余两条生产线在建,而株洲搬迁资金来源于政府拆迁补贴,因此资金的压力预计会略有好转。但高负债仍是值得关注的风险。

表 2公司运营情况

	2008	2009	2010	2011	2012	2013H
营运能力						
存货周转率(次)	7.5	3. 7	3.6	2.7	2.2	0.9
应收账款周转率(次)	62. 9	51.4	92.5	50.9	60.8	57. 6
资金状况						
资产负债率(%)	88. 4	76. 2	69. 3	46.9	59.0	62.7
经营活动现金流(亿元)	0.5	1.9	3. 5	0.5	-0.3	6.2
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	11.0
增长率(%)		101.2	(41.3)	153. 7	9. 1	23. 7

资料来源:公司公告、中投证券研究所

四、盈利预测

表 3 盈利预测

	2012 年	2013E	2014E	2015E
优质浮法玻璃				
产能 (万吨)	94	94	33	33
销量(万重箱)	2,020	1,850	640	640
均价(元/重箱)	59	64	66	67
收入 (万元)	118, 154	118, 945	41, 942	42, 902
成本(万元)	16, 542	29, 617	10, 569	11, 155
毛利率 (%)	14.0%	24. 9%	25. 2%	26. 0%
LOW-E 镀膜玻璃基片				
产能(万吨)	97	146	259	296
销量(万重箱)	2, 027	2, 864	5, 067	5, 804
均价(元/重箱)	62	68	70	73
收入 (万元)	124, 630	194, 722	354, 662	423, 660
成本(万元)	103, 443	142, 147	257, 485	305, 035
毛利率 (%)	17.0%	27.0%	27. 4%	28.0%
在线 LOW-E 镀膜玻璃				
销量(万m²)	277	241	281	346
均价 (元/m²)	43	40	40	40



收入 (万元)	11, 927	9, 648	11, 256	13, 845
成本 (万元)	8, 826	7, 024	8, 104	9, 691
毛利率 (%)	26. 0%	27. 2%	28. 0%	30.0%
TCO 镀膜玻璃				
产能 (万吨)	2.0	1.0	2. 0	2.0
销量(万吨)	0.6	0.3	0. 7	0.7
均价 (元/m²)	80	70	70	70
收入(万元)	6, 400	2,800	5, 950	6, 370
成本 (万元)	4, 160	1, 960	4, 165	4, 459
毛利率 (%)	35. 0%	30.0%	30.0%	30.0%
合计收入(万元)	268, 453. 6	332, 892. 4	421, 705. 0	496, 125. 8
合计成本 (万元)	226, 132. 1	244, 925. 8	306, 491. 7	357, 500. 2
毛利率(%)	15.8%	26. 4%	27.3%	27. 9%

资料来源:中投证券研究所

五、投资建议

今年以来玻璃价格的持续上涨幅度超出我们预期,公司产能释放情况也非常好。我们上调公司的盈利预测,预计 13-15 年 EPS 分别为 0.51 元、0.70 元与 0.91 元。目前股价仅 5.7 元,对应今明两年 PE 仅为 11.3 倍与 8 倍,对于一个明后年销量具备明显成长性的公司而言,目前的估值明显偏低,继续"强烈推荐"的评级。

六、风险提示

玻璃行业供给压力与玻璃价格的风险。由于目前行业仍有 18 条线完工未投产,另外还有约 30 线在建。我们判断完工线将陆续投产,而其它 30 条线暂时无实质建设进展。若 18 条完工线集中点火,或者在建的 30 条生产线建设提前完成,则可能导致玻璃价格上涨低于预期。



附: 财务预:	火リスペ	L

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	3037	3191	3314	营业收入	2685	3329	4217	4961
现金	716	1590	1421	1281	营业成本	2261	2449	3065	3575
应收账款	28	100	84	99	营业税金及附加	7	11	14	18
其它应收款	12	18	22	26	营业费用	30	35	44	52
预付账款	185	171	230	272	管理费用	161	198	251	298
存货	1321	857	1042	1180	财务费用	175	228	264	270
其他	263	301	392	456	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	405	577	747
无形资产	276	276	276	276	营业外收入	179	10	5	5
其他	433	645	855	958	营业外支出	0	2	2	2
资产总计	6751	7780	8606	9338	利润总额	230	413	580	750
流动负债	2930	3173	3412	3713	所得税	33	62	93	120
短期借款	2348	2500	2600	2800	净利润	197	351	487	630
应付账款	259	220	313	358	少数股东损益	0	0	0	0
其他	323	452	500	556	归属母公司净利润	197	351	487	630
非流动负债	1053	1558	1658	1458	EBITDA	486	912	1171	1409
长期借款	758	1558	1658	1458	EPS (元)	0.28	0.51	0.70	0.91
其他	296	0	0	0					
负债合计	3984	4730	5070	5171	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%	24.0%	26.7%	17.6%
留存收益	658	940	1427	2057	营业利润	-74.8%	687.7%	42.5%	29.5%
归属母公司股东权益	2768	3049	3537	4167	归属于母公司净利润	-5.2%	77.9%	38.8%	29.3%
负债和股东权益	6751	7780	8606	9338	获利能力				
					毛利率	15.8%	26.4%	27.3%	27.9%
现金流量表					净利率	7.4%	10.5%	11.6%	12.7%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	ROE	7.1%	11.5%	13.8%	15.1%
经营活动现金流	-35	1107	895	1130	ROIC	3.6%	9.5%	10.9%	11.8%
净利润	197	351	487	630	偿债能力				
折旧摊销	260	279	330	391	资产负债率	59.0%	60.8%	58.9%	55.4%
财务费用	175	228	264	270	净负债比率	82.81%	88.10%	86.15%	84.47%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	0.86	0.96	0.94	0.89
营运资金变动	-652	341	-184	-162	速动比率	0.41	0.69	0.63	0.57
其它	-14	-92	-2	1	营运能力				
投资活动现金流	-1130	-800	-1000	-1000	总资产周转率	0.47	0.46	0.51	0.55
资本支出	1342	800	1000	1000	应收账款周转率	57	51	46	54
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	11.53	10.21	11.50	10.67
其他	211	-0	0	0	毎股指标 (元)				
筹资活动现金流	1287	567	-64	-270	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.51	0.70	0.91
短期借款	1238	152	100	200	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.05	1.59	1.29	1.63
长期借款	88	800	100	-200	每股净资产(最新摊薄)	3.99	4.39	5.09	6.00
普通股增加	26	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	103	0	0	0	P/E	20.13	11.31	8.15	6.31
其他	-168	-385	-264	-270	P/B	1.44	1.30	1.12	0.95

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	旗滨集团一上半年玻璃盈利低位,业绩主要源于政府补贴
2012-05-22	旗滨集团一株洲基地整体搬迁点评
2012-05-07	旗滨集团一股票激励成本 1.39 亿元, 2012 年实现解锁困难较大
2012-04-09	旗滨集团一短期盈利波动受制行业,长期结构升级逐步推进
2012-02-14	旗滨集团一加速扩张与转型,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,旨为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。

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际

中国中投证券有限责任公司研究所

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

大厦 15 层 邮编: 100032

邮编: 200041

邮编: 518000 传真: (0755) 82026711

传真: (010) 63222939

传真: (021) 62171434

公司网站: http://www.china-invs.cn

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼