

玻璃制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人: 王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@china-invs.cn

旗滨集团

601636

强烈推荐

非公开发行使得成长性更为确定

旗滨今日公布非公开发行预案, 拟向特定对象非公开发行不超过 15180 万股, 发行价格不低于 5.27 元/股, 总额不超过 8 亿元, 用于建设株洲醴陵 800T/D 与 500T/D 两条超白玻璃生产线。

投资要点:

- **本次募集资金用于株洲搬迁改造升级两条生产线, 继续扩张更为确定。** 公司目前拥有漳州、株洲与河源三大基地, 其中漳州与河源生产线 13 年将全部完工。未来投资主要投资在株洲基地的搬迁改造上。株洲为了满足清水湖总体规划, 将搬至醴陵经济开发区。届时三条旧线将升级, 另外再投资两条新线。本次增发项目属于原来获批的三条生产线的升级改造项目, 共 1300T/D 的超白玻璃产能, 预计将于 14 年投产。
- **拟非公开发行不超 1.5 亿股, 总额不超过 8 亿元, 有效缓解财务压力。** 在行业低迷时的逆势扩张导致负债率上升至 62.7%, 而株洲搬迁项目当地政府虽计划补偿 10.4 亿元, 目前仅到账 3.9 亿元。本次募投两线包括在以上搬迁项目中, 相关审批已通过。本次计划建设 800T/D 与 500T/D 两条超白线, 总投资达 14.9 亿元, 其中募集不超过 8 亿元, 其它自筹。本次增发后公司负债率将望降至 56.8%。
- **规模再扩 50% 与盈利回升下, 预计业绩将继续增长。** 公司未来三年规模将增加 50% (明后年各增 29% 与 13%), 而行业在去年持续亏损后今年盈利已回升, 公司 13 年上半年单吨盈利达 137 元。目前行业产能仍在不断出清, 预计未来利润率继续缓慢上行。在量与利均有提升的情况下, 作为纯浮法企业的旗滨, 后续业绩持续增长确定性高。
- **投资建议: 玻璃股中的“海螺水泥”, 成长性突出, 继续强烈推荐。** 公司战略是以低成本抢占市场份额, 盈利能力好于同行, 与上一周期持续扩张的海螺水泥有相似之处。由于增发股数未定, 暂不计算摊薄收益。预计 13-15 EPS 0.51 元、0.70 元与 0.91 元。鉴于成长性确定明显, 今明两年 PE 仅为 12 倍与 8.7 倍, 估值偏低, 继续强烈推荐。
- **风险:** 1. 非公开增发进展差于预期, 公司财务压力过大影响经营; 2. 玻璃行业供给冲击超出预期, 玻璃价格出现下滑。

6-12 个月目标价: 10.00 元

当前股价: 6.08 元

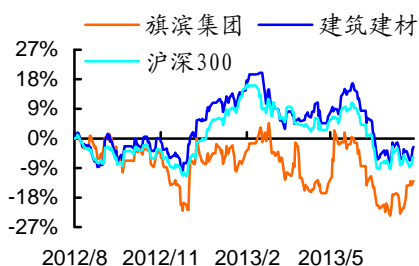
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2029.42
总股本(百万)	694
流通股本(百万)	171
流通市值(亿)	10
EPS	0.24
每股净资产(元)	4.16
资产负债率	62.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
旗滨集团	9.16%	3.23%	-6.32%
建筑建材	1.15%	-7.06%	-14.92%
沪深 300	1.14%	-8.26%	-18.08%



相关报告

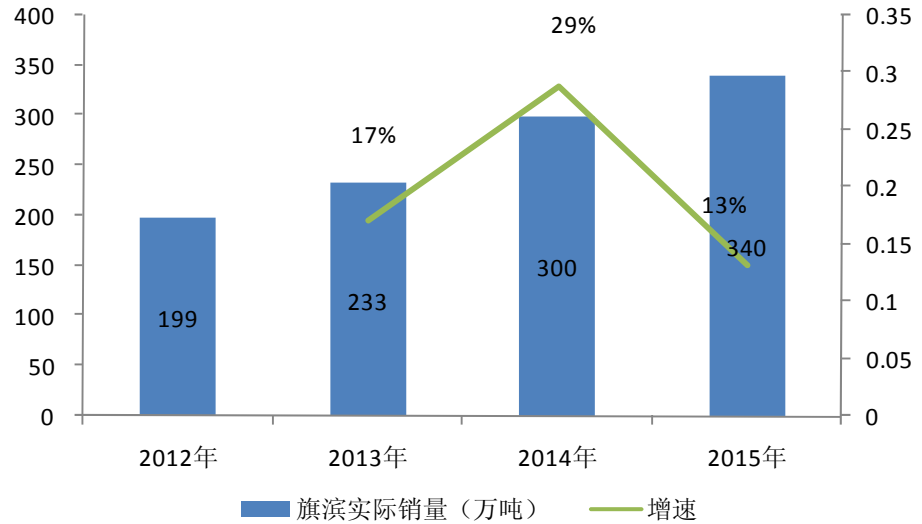
主要财务指标

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	21.40	12.03	8.67	6.70
P/B	1.53	1.38	1.19	1.01
EV/EBITDA	14	7	6	5

资料来源: 中投证券研究所

一、公司产能情况

图 1 旗滨集团实际产能情况



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	
母公司株洲旗滨集团	一线	500T/D 优质浮法生产线 (将搬迁改造)	2007 年 4 月	
	二线	500T/D 优质浮法生产线 (将搬迁改造)	2007 年 9 月	
	三线	700T/D 优质浮法生产线 (将搬迁改造)	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	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	2013 年 8 月	
	八线	800T/D 超白光伏生产线	2013 年 12 月	
河源旗滨硅业	一线	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 8 月	
	超白石英砂矿	28 万吨/年	2012 年上半年	

备注：株洲 1-3 线将搬迁重建为 800T/D、500T/D、600T/D 生产线，其中前两线为本次增发项目，将投资 14.9 亿元，预计将于 2014 年投产

资料来源：中投证券研究所、卓创资讯

二、盈利预测

表 2 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 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	7,024	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/m ²)	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

三、投资建议

预计 13-15 年 EPS 分别为 0.51 元、0.70 元与 0.91 元。目前股价对应今明两年 PE 仅为 12 倍与 8.7 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。

四、风险提示

1.公司财务压力过大的风险。目前负债率达到 62.7%,若非公开发行进展慢于预期,公司财务压力无法明显下降,则可能影响公司经营。

2.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	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%
					净利率	7.4%	10.5%	11.6%	12.7%
					ROE	7.1%	11.5%	13.8%	15.1%
					ROIC	3.6%	9.5%	10.9%	11.8%
					偿债能力				
					资产负债率	59.0%	60.8%	58.9%	55.4%
					净负债比率	82.81	88.10%	86.15	84.47%
					流动比率	0.86	0.96	0.94	0.89
					速动比率	0.41	0.69	0.63	0.57
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.46	0.51	0.55
					应收账款周转率	57	51	46	54
					应付账款周转率	11.53	10.21	11.50	10.67
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.28	0.51	0.70	0.91
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.05	1.59	1.29	1.63
					每股净资产(最新摊薄)	3.99	4.39	5.09	6.00
					估值比率				
					P/E	21.40	12.03	8.67	6.70
					P/B	1.53	1.38	1.19	1.01
					EV/EBITDA	14	7	6	5

现金流量表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-35	1107	895	1130
净利润	197	351	487	630
折旧摊销	260	279	330	391
财务费用	175	228	264	270
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-652	341	-184	-162
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	567	-64	-270
短期借款	1238	152	100	200
长期借款	88	800	100	-200
普通股增加	26	0	0	0
资本公积增加	103	0	0	0
其他	-168	-385	-264	-270
现金净增加额	121	874	-169	-140

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
2013-07-25	旗滨集团—业绩爆发性增长将持续
2013-05-10	旗滨集团—玻璃拐点显现，纯浮法企业弹性高企
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