

**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

**6-12个月目标价:** 10.00元

当前股价: 7.78元

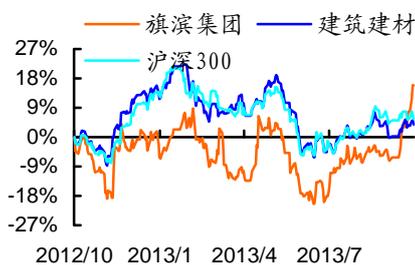
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2183.11
总股本(百万)	694
流通股本(百万)	171
流通市值(亿)	13
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	20.62%	41.45%	30.10%
建筑建材	-0.96%	5.46%	-4.54%
沪深300	-2.18%	6.74%	-1.26%

**相关报告**

旗滨集团-非公开发行使得成长性更为确定	2013-08-06
旗滨集团-业绩爆发性增长将持续	2013-07-26
旗滨集团-玻璃拐点显现, 纯浮法企业弹性高企	2013-05-10

**旗滨集团****601636****强烈推荐****盈利向上趋势远未结束**

公司10月24日晚公布13年三季报,前三季度收入25.2亿元,同比增42.32%;净利润3.1亿元,同比增长168.9%,EPS为0.446元,高于上次业绩预告。

**投资要点:**

- **玻璃单季毛利率达32.5%创新高,量价齐升推动前三季度利润增长169%。**今年以来玻璃行业供求面持续改善,玻璃价格与盈利持续创新高。三季度为传统旺季,华南价格更是接近1900元/吨(含税)的高点且持续一个多月,单季毛利率达到32.5%,仅次于历史上2010年四季度的高点。累计看,前三季度毛利率与净利率为28.4%与12.3%,盈利持续恢复的趋势持续显现。单季度扣非后净利润约8400万元,低于Q2的1亿元,与费用增加相关。管理与财务费用增长达到102%与37.6%主要与股权激励及新线投来的费用增加有关,预计后续资金压力会有所减少。全年看,业绩翻倍概率较大。
- **行业向上趋势远未结束,预计14年玻璃均价与盈利将高于13年。**近期国务院出台的化解过剩产能的意见较之前政策更为严厉,将新增产能审批与地方考核挂钩,预计未来行业新批产能的概率较小。我们认为玻璃供求面仍将改善。价格上,虽然目前已处较高位置,但上半年价格较低,预计14年全年均价将好于今年,特别是明年上半年同比增速更为明显。单吨盈利上,前三季度约128元/吨,仍低于历史均值,且行业总体为小幅盈利水平。因此我们预计14年盈利回升将持续。
- **低成本持续扩张战略使成长性明显,定向增发预计于明年上半年完成。**公司上市后逆势扩张,下半年漳州七线与河源二线投产,明后年株洲规模将继续变大。预计今明两年公司产量增长保持29%与13%,15年达到规模达340万吨。公司株洲项目拟募集不超过8亿元用于扩张,目前处在报批过程中,预计明年上半年完成,届时财务压力将减轻。
- **现金流明显转好,负债率下降。**三季度应收账款与存货周转率为124与2.18,明显高于去年同期的35与1.25。经营性现金流为11.2亿,在中报6.2亿元的基础上加速改善,这主要与公司实行现款拿货有关。短期借款环比减少5亿元而长期借款增加3亿元,使得负债率由年中的62.7%下降至60.2%。总体来看,经营状况在不断转好。
- **投资建议:**作为与上一周期低成本扩张的海螺水泥战略相似的旗滨集团,今年以来盈利表现已开始证明其逆势做大的成功性。周期向上与本身规模扩大双重加大业绩向上弹性,预计13-15EPS至0.55元、0.73元与0.93元。玻璃本轮周期向上刚开始,公司利润增长也将持续,目前股价仍远未反映基本面的好转,继续强烈推荐。
- **风险:**1.非公开增发进展差于预期.; 2.玻璃行业供给冲击超预期,价格出现下滑。

**主要财务指标**

单位:百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2685	3353	4190	4929
收入同比(%)	32%	25%	25%	18%
归属母公司净利润	197	385	506	646
净利润同比(%)	-5%	95%	31%	28%
毛利率(%)	15.8%	26.5%	27.9%	28.6%
ROE(%)	7.1%	12.5%	14.1%	15.3%
每股收益(元)	0.28	0.55	0.73	0.93
P/E	28.26	14.47	11.03	8.63
P/B	2.01	1.81	1.55	1.32
EV/EBITDA	17	9	7	6

资料来源:中投证券研究所

## 一、公司经营情况

图 1 旗滨集团经营情况

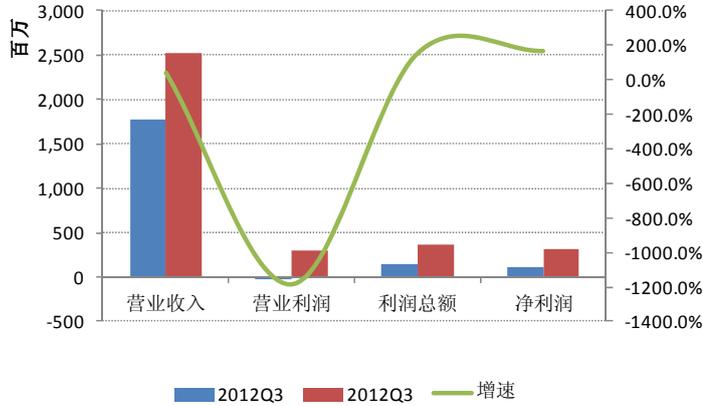
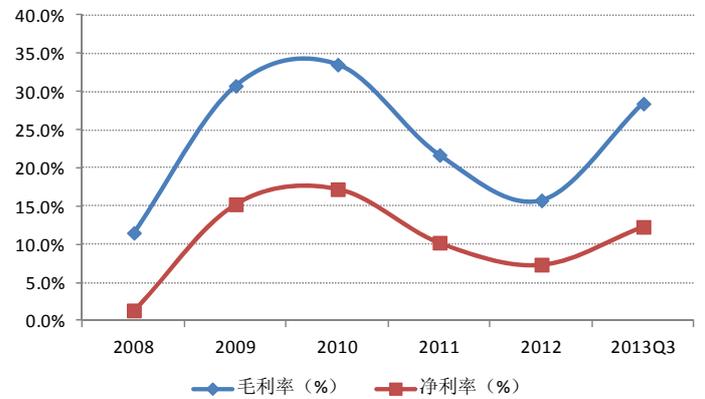


图 2 旗滨集团利润率情况



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

	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3
收入(亿元)	4.60	4.80	4.86	6.10	5.35	5.14	7.20	9.16	7.24	9.14	8.80
环比增速	-5.8%	4.3%	1.3%	25.5%	-12.3%	-3.9%	40.1%	27.2%	-21.0%	26.4%	-3.8%
毛利率	22.7%	20.4%	19.4%	23.8%	14.4%	14.6%	11.9%	20.3%	26.0%	26.5%	32.5%
费用率	10.4%	11.5%	11.1%	11.8%	13.4%	14.3%	15.9%	11.6%	15.7%	13.3%	20.8%
归属股东净利润(亿元)	0.45	0.36	0.40	0.88	1.19	0.03	-0.07	0.82	0.61	1.05	1.43
同比增速			-49%	-21%	165%	-93%	-117%	-6%	-49%	3949%	-2218%
环比增速	-59.6%	-20.4%	10.7%	121.7%	35.8%	-97.8%	-362%	-1314%	-25.2%	70.4%	37.0%
净利率	9.8%	7.5%	8.2%	14.4%	22.3%	0.5%	-0.9%	9.0%	8.5%	11.5%	16.3%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司运营情况

	2008	2009	2010	2011	2012	2013Q3
<b>营运能力</b>						
存货周转率(次)	7.5	3.7	3.6	2.7	2.2	1.4
应收账款周转率(次)	62.9	51.4	92.5	50.9	60.8	124.1
<b>资金状况</b>						
资产负债率(%)	88.4	76.2	69.3	46.9	59.0	60.2
经营活动现金流(亿元)	0.5	1.9	3.5	0.5	-0.3	11.2
增长率(%)		286.0	78.8	-86.8	-176.5	-473.4
<b>资本性支出</b>						
资本性支出(亿元)	4.1	8.3	4.8	12.3	13.4	14.2

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2/8

增长率 (%)                                      101.2      (41.3)                                      153.7                                      9.1                                      35.1

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 二、公司产能情况

图 3 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 3 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)	500	2007年4月
	二线	500T/D 优质浮法生产线 (将搬迁改造)	500	2007年9月
	三线	700T/D 优质浮法生产线 (将搬迁改造)	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	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8月
	八线	800T/D 超白光伏生产线	800	2013年12月 (预计)
河源旗滨硅业	一线	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10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

### 三、盈利预测

表 4 盈利预测

	2012 年	2013E	2014E	2015E
<b>优质浮法玻璃</b>				
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	65	67
收入 (万元)	118,154	118,390	41,750	42,582
成本 (万元)	16,542	29,834	10,855	11,497
毛利率 (%)	14.0%	25.2%	26.0%	27.0%
<b>LOW-E 镀膜玻璃基片</b>				
产能 (万吨)	97	151	259	296
销量 (万重箱)	2,027	2,950	5,067	5,804
均价 (元/重箱)	62	67	70	73
收入 (万元)	124,630	197,637	352,129	420,758
成本 (万元)	103,443	144,275	253,533	300,001
毛利率 (%)	17.0%	27.0%	28.0%	28.7%
<b>在线 LOW-E 镀膜玻璃</b>				
销量 (万 m <sup>2</sup> )	277	241	281	346
均价 (元/m <sup>2</sup> )	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%
<b>TCO 镀膜玻璃</b>				
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 <sup>2</sup> )	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%
<b>合计收入 (万元)</b>	268,453.6	335,252.0	418,979.6	492,903.9
<b>合计成本 (万元)</b>	226,132.1	246,281.5	302,062.1	351,802.8
<b>毛利率 (%)</b>	15.8%	26.5%	27.9%	28.6%

资料来源：中投证券研究所

#### 四、投资建议

预计 13-15 年 EPS 分别为 0.55 元、0.73 元与 0.93 元。对于一个产能扩张进展明确，且盈利仍有上升空间的企业来说，估值与其成长性明显不匹配。我们继续“强烈推荐”的评级。

## 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
<b>流动资产</b>	2525	2781	3063	3224	<b>营业收入</b>	2685	3353	4190	4929
现金	716	1325	1315	1218	营业成本	2261	2463	3021	3518
应收账款	28	101	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	40	44	52
预付账款	185	172	227	267	管理费用	161	208	251	295
存货	1321	862	1027	1161	财务费用	175	232	275	284
其他	263	303	389	454	资产减值损失	-1	2	1	1
<b>非流动资产</b>	4227	5136	5790	6374	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	4015	4559	5089	<b>营业利润</b>	51	396	584	761
无形资产	276	276	276	276	营业外收入	179	60	20	10
其他	433	845	955	1008	营业外支出	0	3	2	2
<b>资产总计</b>	6751	7917	8853	9598	<b>利润总额</b>	230	453	602	769
<b>流动负债</b>	2930	3175	3406	3705	所得税	33	68	96	123
短期借款	2348	2500	2600	2800	<b>净利润</b>	197	385	506	646
应付账款	259	222	308	352	少数股东损益	0	0	0	0
其他	323	454	498	553	<b>归属母公司净利润</b>	197	385	506	646
<b>非流动负债</b>	1053	1658	1858	1658	EBITDA	486	915	1207	1461
长期借款	758	1658	1858	1658	EPS (元)	0.28	0.55	0.73	0.93
其他	296	0	0	0					
<b>负债合计</b>	3984	4833	5263	5363	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
股本	694	694	694	694	<b>成长能力</b>				
资本公积	1415	1415	1415	1415	营业收入	31.9%	24.9%	25.0%	17.6%
留存收益	658	974	1480	2126	营业利润	-74.8%	670.5%	47.4%	30.3%
归属母公司股东权益	2768	3084	3589	4235	归属于母公司净利润	-5.2%	95.2%	31.3%	27.7%
<b>负债和股东权益</b>	6751	7917	8853	9598	<b>获利能力</b>				
					毛利率	15.8%	26.5%	27.9%	28.6%
					净利率	7.4%	11.5%	12.1%	13.1%
					ROE	7.1%	12.5%	14.1%	15.3%
					ROIC	3.6%	8.8%	10.5%	11.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	59.0%	61.0%	59.5%	55.9%
					净负债比率	82.81	88.30%	86.78	85.17%
					流动比率	0.86	0.88	0.90	0.87
					速动比率	0.41	0.60	0.60	0.56
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.47	0.46	0.50	0.53
					应收账款周转率	57	51	45	54
					应付账款周转率	11.53	10.24	11.40	10.66
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.28	0.55	0.73	0.93
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.05	1.65	1.39	1.71
					每股净资产(最新摊薄)	3.99	4.44	5.17	6.10
					<b>估值比率</b>				
					P/E	28.26	14.47	11.03	8.63
					P/B	2.01	1.81	1.55	1.32
					EV/EBITDA	17	9	7	6

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,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