

旗滨集团 (601636)

推荐

行业：玻璃制造

13年盈利大幅提升，定增保证未来成长性

公司3月3日晚公布13年年报，全年收入35.3亿，同比增31.3%；净利润3.87亿元，同比增96.2%，对应EPS为0.558元。拟每10股派1.8元（含税）。

投资要点：

◇ **玻璃行业盈利大幅上涨与本身规模扩张促使13年净利润增96%**。全年生产量5201重箱，同比增22.89%，略低于收入增速的31.3%，说明价格有所提升。受益于行业13年盈利明显提升，公司利润增96%，远超收入31.3%的增速。全年毛利率29%，较12年的15.8%大幅上扬；Q4单季毛利率30.3%，虽略低于Q3的32.5%，但仍处在较高水平。管理费用增长127%主要是研发费用及子公司扩张相关，预计14年费用率将有所下降。

◇ **预计14年玻璃价格相对平稳，平均盈利略高于13年**。随着地产投资增速回落，我们预计14年玻璃需求增速回到8%左右，当然供给端新增生产线也将明显减少，加上环保要球趋严将明显增加冷修线复产成本，预计复产线也较少。14年总体供求将相对平衡，玻璃价格较为稳定，其中上半年好于13年同期，下半年或持平13年下半年。全年看，企业盈利水平略高于13年，因此规模有增长的企业成长性更为确定。

◇ **14年实际产能增长约25%，定向增发将保证资金无忧**。公司是本周行业唯一逆势扩张的企业，14年漳州八线投产，加上湖南株洲三条生产线搬迁完成，预计实际销量仍有接近25%增幅。目前公司株洲搬迁的定向增发项目已获批，拟募集不超过8亿元。资金充沛保证醴陵四五线建设，15年年底总产能将由目前的305万吨增至354万吨。

◇ **周转率明显提升 财务风险不大**。应收账款周转率由12年的60.8升至191，反应出对下游很强的议价能力。经营性现金流14.8亿元，扭转了12年负值的状况。虽然较17.7亿元的资本支出有一定缺口，但今年定向增发完成后现金流将更好，负债率与财务费用也将下降。

◇ **浮法玻璃行业中少有的成长性标的，给予“推荐”评级**。公司近几年的战略类似于上轮周期低成本扩张的海螺水泥，资金到位可保证中期较快的成长性。14年除定向增发外，大股东福建旗滨关于旗滨集团有权以公允价格对浙玻原资产进行收购的事项也值得关注。我们预计14-16年EPS为0.73、0.85与0.99元，推荐评级。

◇ **风险提示**：玻璃盈利向上低于预期、定增资金到位慢到预期影响产能投放。

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3526	4317	4710	5018
收入同比(%)	31%	22%	9%	7%
归属母公司净利润	387	507	590	690
净利润同比(%)	96%	31%	16%	17%
毛利率(%)	29.0%	30.0%	30.5%	30.6%
ROE(%)	12.4%	13.9%	14.0%	14.0%
每股收益(元)	0.56	0.73	0.85	0.99
P/E	15.37	11.73	10.08	8.63
P/B	1.90	1.64	1.41	1.21
EV/EBITDA	9	7	6	5

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

署名：王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@china-invs.cn

6 - 12个月目标价： 11

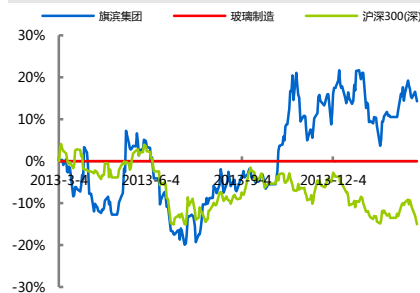
当前股价： 8.57

评级调整： 下调

基本资料

总股本(百万股)	694
流通股本(百万股)	170
总市值(亿元)	59
流通市值(亿元)	15
成交量(百万股)	19.08
成交额(百万元)	161.66

股价表现



相关报告

《旗滨集团-盈利向上趋势远未结束》

2013-10-25

《旗滨集团—业绩超预期，全年盈利接近翻倍可期》2013-10-10

《旗滨集团-非公开发行使得成长性更为确定》2013-08-06

一、2013 年盈利大幅提升

受益于玻璃行业 13 年价格与盈利的明显提升，公司 13 年利润增速明显超过收入增速。

公司全年生产量 5201 万重箱，同比增长 22.89%，而收入增 31.3%，说明单价有所增升。而在对燃料系统进行改造后，生产成本大幅下降，推动利润增长高达 96%。从盈利能力上看，全年毛利率与净利率达到 29%与 11%，较 12 年的 15.8%与 7.4%大幅提升。不过管理费用率增长 127%，主要是研发费用与子公司新投产生产线增加导致，预计随着明年规模的提升，费用率将有所下降。

分季度看，四季度毛利率 30.3%，略低于 Q3 的 32.5%，主要与 12 月价格回落有关。剔除 Q3 近 7000 万元的营业外收入看，Q4 的 7800 万元的净利润略高于 Q3，维持在较高水平。

据我们测算，公司主业 13 年单吨净利润达到 123 元/吨，较 12 年大幅提升。基于 13 年玻璃行业供求相对平衡的判断，我们预计 14 年玻璃均价与盈利仍有望小幅超过 13 年，但涨幅将明显缩小。

图 1 公司年度经营情况

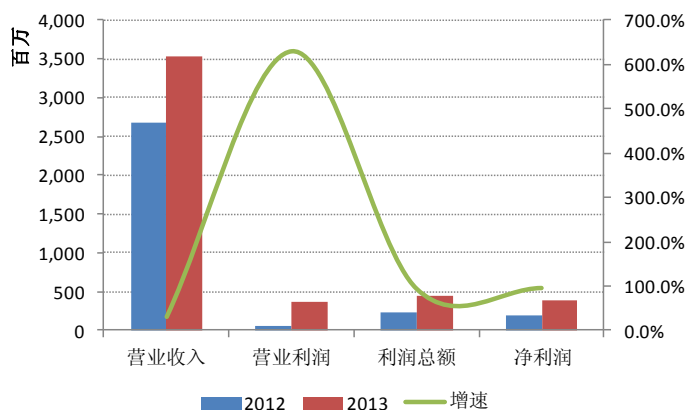
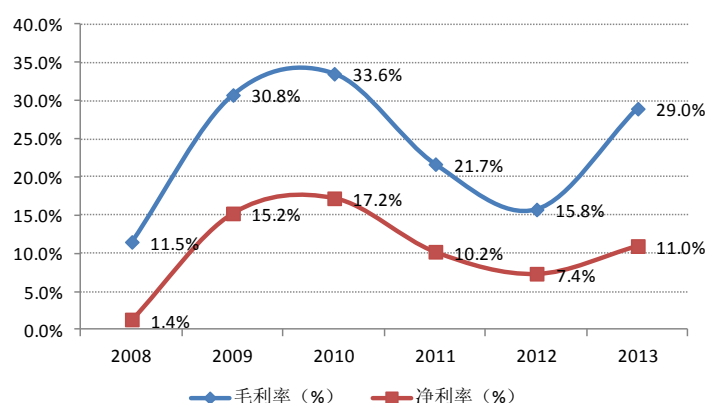


图 2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司分季度经营情况

	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4
收入 (亿元)	4.86	6.10	5.35	5.14	7.20	9.16	7.24	9.14	8.80	10.08
同比增速	-6.6%	24.8%	16.2%	7.1%	48.2%	50.1%	35.3%	77.9%	22.2%	10.1%
环比增速	1.3%	25.5%	-12.3%	-3.9%	40.1%	27.2%	-21.0%	26.4%	-3.8%	14.6%
毛利率	19.4%	23.8%	14.4%	14.6%	11.9%	20.3%	26.0%	26.5%	32.5%	30.3%
费用率	11.1%	11.8%	13.4%	14.3%	15.9%	11.6%	15.7%	13.3%	20.8%	20.8%
归属股东净利润 (亿元)	0.40	0.88	1.19	0.03	-0.07	0.82	0.61	1.05	1.43	0.78
同比增速	-49%	-21%	165%	-93%	-117%	-6%	-49%	3949%	-2218%	-6%
环比增速	10.7%	121.7%	35.8%	-97.8%	-362%	-1313.6%	-25.2%	70.4%	37.0%	-46.0%

净利率	8.2%	14.4%	22.3%	0.5%	-0.9%	9.0%	8.5%	11.5%	16.3%	7.7%
-----	------	-------	-------	------	-------	------	------	-------	-------	------

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、浮法原片中高端产品比例继续提升

分业务看，浮法玻璃原片仍占据 99.2% 的高比例，而玻璃加工与装卸业务均不盈利。从玻璃原片的产品结构看，高端产品的比例已进一步提高，较去年同期增长 37.75%，这也是促使玻璃毛利率升至 30% 的重要原因。

图 3 公司收入结构

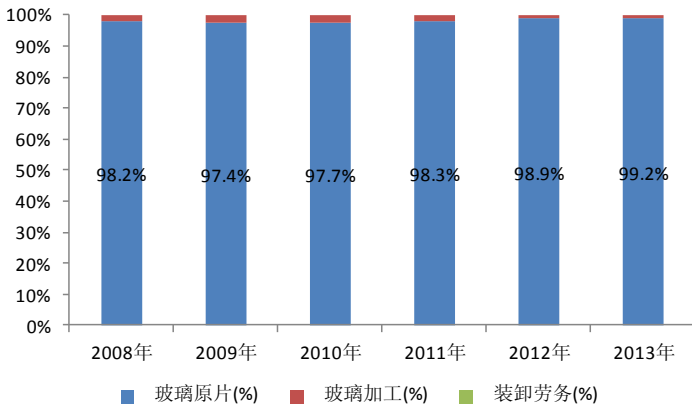
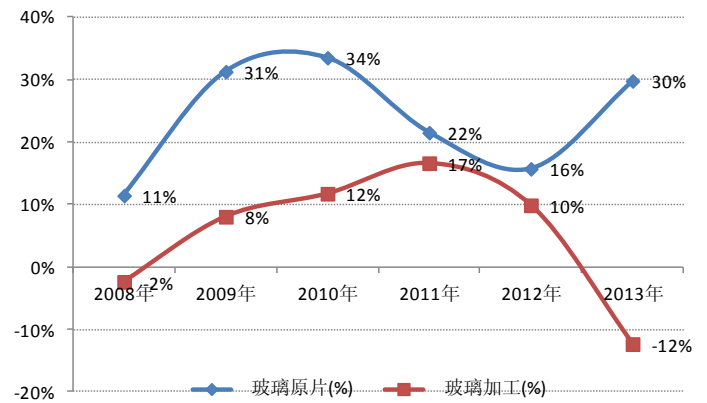


图 4 公司各业务盈利能力



资料来源：中投证券研究所、公司公告

三、14 年实际销量有望增长近 25%

公司自上市后扩张明显，13 年新增漳州七线与河源二线，全年总销量达到 5137 万重箱，同比增长约 23%。进入 2014 年，公司漳州八线投产，加上湖南株洲三条生产线搬迁完成，预计实际销量可保持 25% 增幅，预计将接近 6400 万重箱。

目前公司湖南搬迁的定向增发项目已获批，拟募集不超过 8 亿元；再加上原有 IPO 募集的 5.4 亿元与政府补贴的 10.4 亿元，公司未来在醴陵的搬迁与扩张项目资金将无忧。预计醴陵四五线将于 2015 年投产，届时公司总产能将由目前的 305 万吨增至 354 万吨。

作为本轮周期中唯一逆势扩张的企业，旗滨的成长性突出。再考虑控股股东福建旗滨关于旗滨集团有权以公允价格对浙玻原资产进行收购的事项，未来公司总体规模有望跃居国内第一。

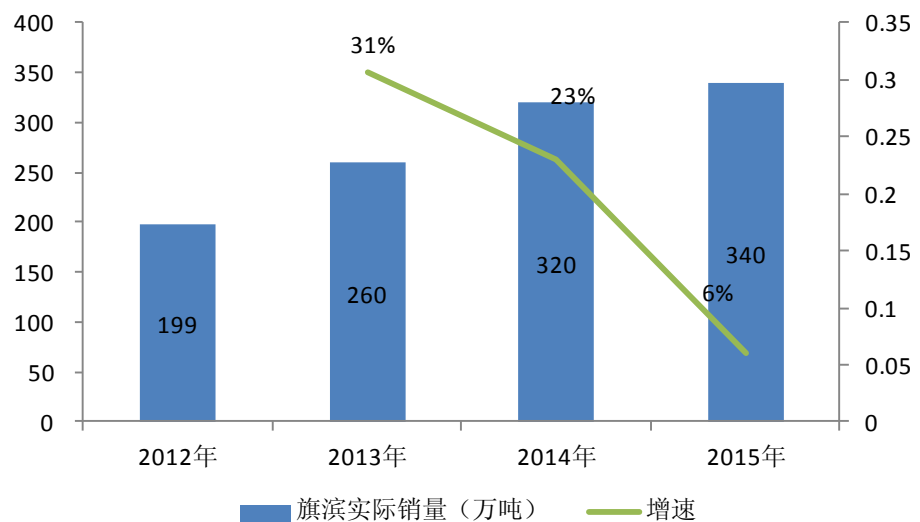
表 2 旗滨集团产能表

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	2014 年 2 月
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。三条线搬迁预计将于 2014 年完成。

资料来源：中投证券研究所、卓创资讯

图 1 旗滨集团实际产销量



资料来源：公司公告，中投证券研究总部

四、周转率明显提升

公司 14 年在交易中对现金把握严格，应收账款周转率由去年的 60.8 升至 191，反应出对下游很强的议价能力。经营性现金流 14.8 亿元，扭转了 12 年负值的情况。虽然较 17.7 亿元的资本支出有一定缺口，但随着今年定向增发完成，现金流

将更好，负债率与财务费用也将下降。总体财务风险不大。

表 3 公司运营情况

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营运能力						
存货周转率(次)	7.5	3.7	3.6	2.7	2.2	2.0
应收账款周转率(次)	62.9	51.4	92.5	50.9	60.8	191.0
资金状况						
资产负债率(%)	88.4	76.2	69.3	46.9	59.0	59.8
经营活动现金流(亿元)	0.5	1.9	3.5	0.5	-0.3	14.8
增长率(%)		286.0	78.8	-86.8	-176.5	NA
资本性支出						
资本性支出(亿元)	4.1	8.3	4.8	12.3	13.4	17.7
增长率(%)		101.2	(41.3)	153.7	9.1	32.1

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

	2013E	2014E	2015E	2016E
优质浮法玻璃				
产能(万吨)	99	35	35	35
销量(万重箱)	1,944	690	690	690
均价(元/重箱)	64	65	65	66
收入(万元)	124,983	44,707	45,121	45,535
成本(万元)	34,995	12,607	12,859	12,750
毛利率(%)	28.0%	28.2%	28.5%	28.0%
LOW-E 镀膜玻璃基片				
产能(万吨)	155	269	293	311
销量(万重箱)	3,041	5,277	5,736	6,105
均价(元/重箱)	67	68	68	68
收入(万元)	203,607	356,205	390,069	415,132
成本(万元)	140,489	245,069	266,417	282,705
毛利率(%)	31.0%	31.2%	31.7%	31.9%
在线 LOW-E 镀膜玻璃				
销量(万m ²)	201	281	371	465
均价(元/m ²)	38	38	38	38
收入(万元)	7,638	10,693	14,092	17,683
成本(万元)	5,652	7,699	9,864	12,378
毛利率(%)	26.0%	28.0%	30.0%	30.0%
TCO 镀膜玻璃				
产能(万吨)	1.0	2.0	2.0	2.0

销量 (万吨)	0.3	0.7	0.7	0.8
均价 (元/m ²)	60	60	60	60
收入 (万元)	2,400	5,250	5,616	5,850
成本 (万元)	1,728	3,780	4,044	4,212
毛利率 (%)	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%

合计收入 (万元)	352,595.4	431,723.8	470,952.8	501,837.0
合计成本 (万元)	250,425.9	302,102.3	327,168.1	348,166.9
毛利率 (%)	29.0%	30.0%	30.5%	30.6%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2107	2508	2565	2667
现金	424	800	800	811
应收账款	9	130	94	100
其它应收款	13	23	25	27
预付账款	326	211	245	265
存货	1141	1057	1112	1149
其他	195	287	288	316
非流动资产	5673	6812	7393	7888
长期投资	0	0	0	0
固定资产	4152	4988	5652	6194
无形资产	483	483	483	483
其他	1038	1341	1258	1211
资产总计	7780	9320	9958	10556
流动负债	2679	3708	3555	3663
短期借款	1582	2972	2730	2800
应付账款	455	272	334	348
其他	641	464	491	515
非流动负债	1972	1976	2176	1976
长期借款	1076	1976	2176	1976
其他	896	0	0	0
负债合计	4651	5684	5731	5639
少数股东权益	0	0	0	0
股本	694	694	694	694
资本公积	1459	1459	1459	1459
留存收益	976	1483	2073	2763
归属母公司股东权益	3129	3637	4227	4916
负债和股东权益	7780	9320	9958	10556

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1478	142	1378	1472
净利润	387	507	590	690
折旧摊销	370	343	425	503
财务费用	234	265	336	331
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	549	-695	32	-53
其它	-63	-279	-6	2
投资活动现金流	-1211	-1500	-1000	-1000
资本支出	1772	1500	1000	1000
长期投资	0	0	0	0
其他	561	-0	0	0
筹资活动现金流	-545	1734	-378	-461
短期借款	-766	1390	-242	70
长期借款	318	900	200	-200
普通股增加	-0	0	0	0
资本公积增加	44	0	0	0
其他	-141	-556	-336	-331
现金净增加额	-279	376	0	11

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3526	4317	4710	5018
营业成本	2504	3021	3272	3482
营业税金及附加	15	19	21	22
营业费用	29	36	39	42
管理费用	365	410	377	381
财务费用	234	265	336	331
资产减值损失	3	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	375	564	664	759
营业外收入	73	30	20	40
营业外支出	1	8	2	2
利润总额	448	586	682	797
所得税	60	79	92	108
净利润	387	507	590	690
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	387	507	590	690
EBITDA	980	1173	1426	1593
EPS (元)	0.56	0.73	0.85	0.99

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	31.3%	22.4%	9.1%	6.6%
营业利润	629.5	50.5%	17.7%	14.3%
归属于母公司净利润	96.2%	31.0%	16.3%	16.9%
获利能力				
毛利率	29.0%	30.0%	30.5%	30.6%
净利率	11.0%	11.8%	12.5%	13.7%
ROE	12.4%	13.9%	14.0%	14.0%
ROIC	8.7%	9.1%	10.3%	10.5%
偿债能力				
资产负债率	59.8%	61.0%	57.6%	53.4%
净负债比率	65.70	88.99	87.52	86.64
流动比率	0.79	0.68	0.72	0.73
速动比率	0.36	0.39	0.41	0.41
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.50	0.49	0.49
应收账款周转率	175	62	42	52
应付账款周转率	7.01	8.31	10.80	10.21
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.73	0.85	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	2.13	0.20	1.98	2.12
每股净资产(最新摊薄)	4.51	5.24	6.09	7.08
估值比率				
P/E	15.37	11.73	10.08	8.63
P/B	1.90	1.64	1.41	1.21
EV/EBITDA	9	7	6	5

相关报告

报告日期	报告标题
2013-10-25	《旗滨集团-盈利向上趋势远未结束》
2013-10-10	《旗滨集团—业绩超预期，全年盈利接近翻倍可期》
2013-08-06	《旗滨集团-非公开发行使得成长性更为确定》
2013-07-26	《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》
2013-03-17	《旗滨集团-四季度盈利开始大幅改善，快速扩张持续》
2012-10-18	《旗滨集团 - 浮法玻璃仍在盈亏平衡附近波动，未来盈利将缓慢提升》
2012-08-20	《旗滨集团 - 上半年玻璃盈利低位，业绩主要源于政府补贴》
2012-05-21	《旗滨集团 - 株洲基地整体搬迁点评》
2012-05-06	《旗滨集团 - 股票激励成本 1.39 亿元，2012 年实现解锁困难较大》
2012-04-08	《旗滨集团 - 短期盈利波动受制行业，长期结构升级逐步推进》
2012-02-13	《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，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 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“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国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。

本报告基于中国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。中国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。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

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