

旗滨集团 (601636)

推荐

行业：玻璃制造

玻璃需求与盈利向下，公司利润下滑

公司4月28日晚公布14年一季度报，实现收入8.3亿元，同比增14.68%；净利润5338万元，同比降13.12%；EPS为0.077元。低于年初市场预期。

投资要点：

◇ **玻璃14年玻璃需求明显弱于预期拉低整体盈利。**今年以来地产投资放缓导致玻璃需求明显减弱，前三月玻璃行业产量仅增长1.7%。这使得年初以来玻璃价格连续下跌，跌幅约8%，部分企业已跌至成本线。旗滨由于产能扩张收入增14.68%，但利润下降13.12%，主要就是玻璃单价同比下降所致。毛利率21.3%，明显低于去年同期的26%；三费率14.3%略低于去年的15.7%；而净利率由8.5%降至6.4%。盈利能力明显低于去年。

◇ **14年玻璃盈利同比下滑基本确定，后市价格将更多呈现季节性波动。**13年玻璃行业前低后高走势，而14年受制经济基本面与地产投资，年初价格就连续向下。虽然二季度政府有稳增长意向，但不会有大幅刺激政策，预计玻璃需求与价格在一季度触底后下跌空间有限，未来更多随季节波动。全年价格与盈利走势将相对平稳，因而同比下滑概率较大。

◇ **旗滨实际产能增长25%有利减轻业绩下滑幅度，定增完成保证资金充裕。**公司是本周期行业中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。近日公司株洲搬迁的定向增发项目已完成，募集资金净额共有7.87亿元，得以保证醴陵四五线的建设。新产能盈利能力较强，有望减轻业绩下滑幅度。

◇ **周转率继续明显提升，财务风险较小。存货与应收账款周转率为0.56与91.5，去年同期这0.39与20.89，周转能力大幅提升。**经营性现金流2.5亿元，同比降33.1%，低于资本支出的4.1亿元，存在现金缺口。负债率63.36%高于年初的60%，但定增完成后将下降，总体财务风险较小。

◇ **浮法玻璃行业中的成长标的，短期受制行业盈利向下，“推荐”评级。**公司近年来通过新建生产线大幅扩张，基本上是国内浮法行业唯一一家具备明显成长性的企业。在行业向下时往往受影响较大，但行业向上时弹性更足。考虑今年玻璃需求持续低于预期，我们下调公司盈利预测。考虑增发后股本变化，预计14-16年EPS为0.38、0.47与0.65元，推荐评级。

◇ **风险提示：玻璃盈利下降超过预期，公司生产线投资进展慢于预期。**

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3526	4054	4521	4947
收入同比(%)	31%	15%	12%	9%
归属母公司净利润	387	320	394	548
净利润同比(%)	96%	-17%	23%	39%
毛利率(%)	29.0%	25.5%	27.1%	29.0%
ROE(%)	12.4%	9.2%	10.2%	12.4%
每股收益(元)	0.46	0.38	0.47	0.65
P/E	15.25	18.42	14.97	10.77
P/B	1.89	1.70	1.53	1.34
EV/EBITDA	8	9	7	6

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：8.5

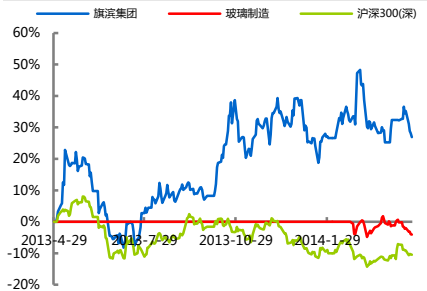
当前股价：6.95

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	694
流通股本(百万股)	170
总市值(亿元)	49
流通市值(亿元)	12
成交量(百万股)	1.48
成交额(百万元)	10.60

股价表现



相关报告

《旗滨集团-13年盈利大幅提升，定增保证未来成长性》2014-03-04

《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

一、公司经营情况

图 1 公司年度经营情况

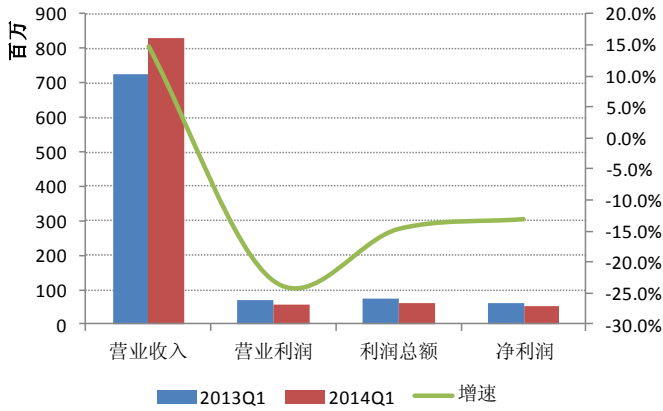
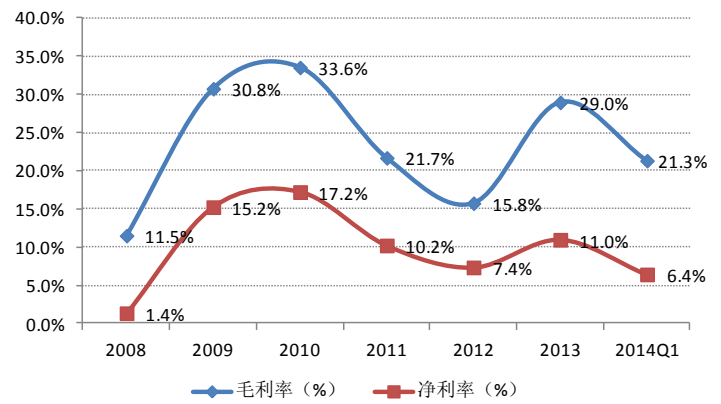


图 2 公司历年利润率



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

	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1
收入 (亿元)	5.35	5.14	7.20	9.16	7.24	9.14	8.80	10.08	8.30
同比增速	16.2%	7.1%	48.2%	50.1%	35.3%	77.9%	22.2%	10.1%	14.7%
环比增速	-12.3%	-3.9%	40.1%	27.2%	-21.0%	26.4%	-3.8%	14.6%	-17.7%
毛利率	14.4%	14.6%	11.9%	20.3%	26.0%	26.5%	32.5%	30.3%	21.3%
费用率	13.4%	14.3%	15.9%	11.6%	15.7%	13.3%	20.8%	20.8%	14.3%
归属股东净利润 (亿元)	1.19	0.03	-0.07	0.82	0.61	1.05	1.43	0.78	0.53
同比增速	165%	-93%	-117%	-6%	-49%	3949%	-2218%	-6%	-13%
环比增速	35.8%	-97.8%	-361.9%	-1313.6%	-25.2%	70.4%	37.0%	-46.0%	-31.1%
				%					
净利率	22.3%	0.5%	-0.9%	9.0%	8.5%	11.5%	16.3%	7.7%	6.4%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、产能情况

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。

近期定增完成，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。

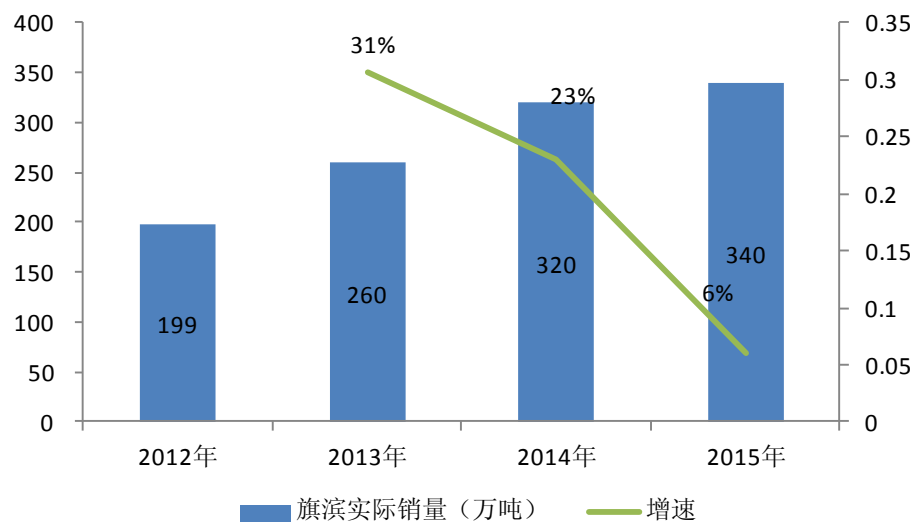
表 2 旗滨集团产能表

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 3 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

三、运营情况

表 3 公司运营情况

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014Q1
营运能力							

存货周转率(次)	7.5	3.7	3.6	2.7	2.2	2.0	0.6
应收账款周转率(次)	62.9	51.4	92.5	50.9	60.8	191.0	91.5
资金状况							
资产负债率(%)	88.4	76.2	69.3	46.9	59.0	60.0	63.6
经营活动现金流(亿元)	0.5	1.9	3.5	0.5	-0.3	14.8	2.5
增长率(%)		286.0	78.8	-86.8	-176.5	NA	-33.1
资本性支出							
资本性支出(亿元)	4.1	8.3	4.8	12.3	13.4	17.7	4.1
增长率(%)		101.2	(41.3)	153.7	9.1	32.1	(15.3)

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、盈利预测

表 4 公司盈利预测

	2013A	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	61	63	65
收入(万元)	124,983	42,085	43,465	44,500
成本(万元)	34,995	9,680	10,866	12,237
毛利率(%)	28.0%	23.0%	25.0%	27.5%
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	63	65	67
收入(万元)	203,607	332,458	372,860	409,027
成本(万元)	140,489	244,356	268,459	286,319
毛利率(%)	31.0%	26.5%	28.0%	30.0%
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	405,355.2	452,088.0	494,697.2
合计成本 (万元)	250,425.9	301,831.3	329,682.9	351,393.7
毛利率 (%)	29.0%	25.5%	27.1%	29.0%

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	1863	2180	2359	2563
现金	424	500	600	700
应收账款	9	122	90	99
其它应收款	13	21	24	26
预付账款	36	211	247	267
存货	1141	1056	1121	1160
其他	240	269	277	311
非流动资产	5963	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	1327	1341	1258	1211
资产总计	7826	8992	9752	10451
流动负债	2725	4746	5412	5863
短期借款	1582	4023	4593	4999
应付账款	455	272	336	351
其他	687	452	483	512
非流动负债	1972	776	476	176
长期借款	1076	776	476	176
其他	896	0	0	0
负债合计	4696	5522	5888	6039
少数股东权益	0	0	0	0
股本	694	840	840	840
资本公积	1459	1459	1459	1459
留存收益	976	1171	1566	2114
归属母公司股东权益	3129	3470	3864	4413
负债和股东权益	7826	8992	9752	10451

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1478	-40	1151	1321
净利润	387	320	394	548
折旧摊销	370	343	425	503
财务费用	234	254	321	328
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	549	-968	17	-60
其它	-63	11	-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	1616	-51	-221
短期借款	-766	2441	570	407
长期借款	318	-300	-300	-300
普通股增加	-0	145	0	0
资本公积增加	44	0	0	0
其他	-141	-670	-321	-328
现金净增加额	-279	76	100	100

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3526	4054	4521	4947
营业成本	2504	3018	3297	3514
营业税金及附加	15	18	20	22
营业费用	29	34	38	41
管理费用	365	385	407	445
财务费用	234	254	321	328
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	342	438	596
营业外收入	73	30	20	40
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	448	370	456	634
所得税	60	50	62	86
净利润	387	320	394	548
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	387	320	394	548
EBITDA	980	940	1184	1426
EPS (元)	0.56	0.38	0.47	0.65

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	31.3%	15.0%	11.5%	9.4%
营业利润	629.5	-8.7%	27.9%	36.0%
归属于母公司净利润	96.2%	-17.2%	23.1%	39.0%
获利能力				
毛利率	29.0%	25.5%	27.1%	29.0%
净利率	11.0%	7.9%	8.7%	11.1%
ROE	12.4%	9.2%	10.2%	12.4%
ROIC	9.2%	6.6%	7.8%	8.9%
偿债能力				
资产负债率	60.0%	61.4%	60.4%	57.8%
净负债比率	65.06	88.89	87.96	87.52
流动比率	0.68	0.46	0.44	0.44
速动比率	0.26	0.24	0.23	0.24
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.48	0.48	0.49
应收账款周转率	175	61	43	52
应付账款周转率	7.01	8.30	10.85	10.22
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.38	0.47	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	1.76	-0.05	1.37	1.57
每股净资产(最新摊薄)	3.73	4.13	4.60	5.26
估值比率				
P/E	15.25	18.42	14.97	10.77
P/B	1.89	1.70	1.53	1.34
EV/EBITDA	8	9	7	6

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2014-03-04	《旗滨集团-13 年盈利大幅提升，定增保证未来成长性》
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