

产能稳定增长，跌价拖累业绩

增持 维持

目标价格：8元

报告摘要：

- 上半年公司实现收入 192,019 万元，同比增长 17.25%；实现归属于上市公司股东的净利润 11,792 万元，同比下降 29.03%；EPS0.16 元。
- 价格下行带来毛利率回落是盈利回落主因。2014 年上半年公司实现玻璃销量同比增加 15.3%。销量增速低于收入增速表明玻璃价格同比下行。2014 年上半需求不足，产能整体供给过剩背景下，国内玻璃价格持续下行导致公司原片毛利率同比下降 4.2%。此外上半年由于生产线搬迁影响导致管理费用同比大幅增加 48%，也影响盈利。
- 周转率提升，负债率下行，财务依然稳健。应收账款周转率由去年同期的 0.91 升至 1.29，表明在弱势环境下对议价能力仍有改善。公司资产负债率从 62.7% 下降到 60.7%，定向增发完成后财务压力减缓。
- 展望 2014 年下半年，从需求来看，房地产虽然面临下滑压力，但各地政府陆续放松政策，玻璃价格经历前期调整后预计继续下行的概率偏小。供给端的在建、拟建产能依然是隐患，但工信部表态平板玻璃行业 2017 年前不再新增产能，部分拟建产能将被清退，行业长期景气有望改善。公司新增产能投放带来的销量快速增长及产品结构优化。公司非公开发行募集资金 78,716.0 万元以醴陵旗滨公司为投资主体建设一条 800t/d 超白玻璃生产线和一条 500t/d 超白玻璃生产线。下半年醴陵一线投产后，预计全年销量仍能保持一定增长。公司产品结构优化推动收入增长和利润结构的进一步改善。
- 我们预计公司 2014-2016 年实现营业收 40.0/44.3/49.0 亿元，同比增长 13.5%/10.7%/10.7%；归属母公司股东净利润 3.53/4.42/4.93 亿元。EPS0.42/0.53/0.59（摊薄后），当前股价对应 2014 年 P/E 约 17 倍，维持“增持”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	2684.54	3525.95	4002.28	4428.59	4902.91
增长率 (%)	31.87	31.34	13.51%	10.65%	10.71%
归母净利润(百万)	197.33	387.14	353.54	442.90	493.00
增长率 (%)	-5.24	96.19	-8.68%	25.28%	11.31%
每股收益	0.28	0.56	0.42	0.53	0.59
市盈率	49.80	25.37	16.73	13.36	12.00

建材研究组

分析师：

王钦(S1180514050004)

电话：021-65051130

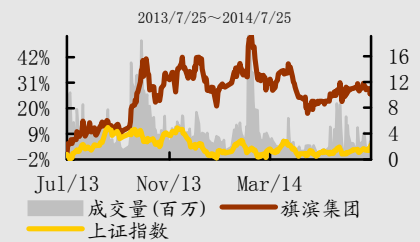
Email: wangqin3@hysec.com

顾益辉(S1180514060001)

电话：021-65051157

Email: guyhui@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《水泥需求低迷，主导企业限产保价》
2014/7/21
- 《水泥中报预增 继续关注玻纤》
2014/7/17
- 《水泥价格下跌 稳增长聚焦铁路》
2014/7/7
- 《水泥继续跌价 各地稳增长加码》
2014/6/30
- 《一带一路规划临近，关注新疆板块》
2014/6/28
- 《重视水利管网建设，关注玻纤提价》
2014/6/15
- 《需求依然弱势，供给收缩有望加速》
2014/6/9
- 《淡季临近需求平淡，关注新疆板块》
2014/6/3

图 1: 财务报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1863	1998	2110	2395	营业收入	3526	4002	4429	4903
现金	424	300	350	465	营业成本	2504	3074	3318	3687
应收账款	9	120	89	98	营业税金及附加	15	14	15	17
其他应收款	13	21	23	26	营业费用	29	44	50	54
预付账款	36	215	249	280	管理费用	365	239	264	292
存货	1141	1076	1128	1217	财务费用	234	232	281	295
其他流动资产	240	266	271	308	资产减值损失	3	2	1	1
非流动资产	5963	6125	6737	7274	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	4152	4651	5171	5667	营业利润	375	398	500	557
无形资产	483	483	483	483	营业外收入	73	20	20	20
其他非流动资产	1327	991	1083	1123	营业外支出	1	2	2	2
资产总计	7826	8123	8847	9668	利润总额	448	416	518	575
流动负债	2725	3469	3551	3679	所得税	60	62	75	82
短期借款	1582	2743	2734	2800	净利润	387	354	443	493
应付账款	455	277	338	369	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	687	450	479	510	归属母公司净利润	387	354	443	493
非流动负债	1972	1296	1496	1696	EBITDA	980	961	1174	1313
长期借款	1076	1296	1496	1696	EPS (元)	0.56	0.42	0.53	0.59
其他非流动负债	896	-0	-0	-0					
负债合计	4696	4765	5047	5375					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	694	694	694	694	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
资本公积	1459	1459	1459	1459	成长能力				
留存收益	976	1204	1647	2140	营业收入	31.3%	13.5%	10.7%	10.7%
归属母公司股东权益	3129	3358	3801	4294	营业利润	629.5%	6.1%	25.7%	11.3%
负债和股东权益	7826	8123	8847	9668	归属于母公司净利润	96.2%	-8.7%	25.3%	11.3%
					获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	29.0%	23.2%	25.1%	24.8%
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	净利率(%)	11.0%	8.8%	10.0%	10.1%
经营活动现金流	1478	-56	1140	1144	ROE(%)	12.4%	10.5%	11.7%	11.5%
净利润	387	354	443	493	ROIC(%)	9.2%	7.4%	8.6%	8.7%
折旧摊销	370	331	394	461	偿债能力				
财务费用	234	232	281	295	资产负债率(%)	60.0%	58.7%	57.0%	55.6%
投资损失	0	0	0	0	净负债比率(%)	65.06%	87.07%	85.99%	85.69%
营运资金变动	549	-984	29	-108	流动比率	0.68	0.58	0.59	0.65
其他经营现金流	-63	11	-6	2	速动比率	0.26	0.27	0.28	0.32
投资活动现金流	-1211	-800	-1000	-1000	营运能力				
资本支出	1772	800	1000	1000	总资产周转率	0.48	0.50	0.52	0.53
长期投资	0	0	0	0	应收账款周转率	175	61	42	53
其他投资现金流	561	-0	0	0	应付账款周转率	7.01	8.40	10.79	10.43
筹资活动现金流	-545	733	-90	-29	每股指标(元)				
短期借款	-766	1161	-9	66	每股收益(最新摊薄)	0.56	0.51	0.64	0.71
长期借款	318	220	200	200	每股经营现金流(最新摊薄)	2.13	-0.08	1.64	1.65
普通股增加	-0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.51	4.84	5.47	6.18
资本公积增加	44	0	0	0	估值比率				
其他筹资现金流	-141	-648	-281	-295	P/E	14.09	15.43	12.32	11.07
现金净增加额	-279	-124	50	115	P/B	1.74	1.63	1.44	1.27
					EV/EBITDA	8	8	7	6

资料来源: 宏源证券

作者简介:

王钦: 宏源证券研究所建材行业研究员, 中国人民大学金融学硕士, 4 年建筑建材行业经验, 4 年证券行业研究经验, 曾任职于中投证券、民生证券, 2014 年加盟宏源证券研究所。

顾益辉: 宏源证券研究所建材行业研究员, 美国波士顿布兰代斯大学金融学硕士, 中央财经大学学士, 4 年证券行业研究经验, 曾经供职于华泰联合证券, 2014 年加盟宏源证券研究所

机构销售团队

		机构销售团队			
公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙立群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚 曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴 蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵 然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周 迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机 构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。