

旗滨集团 (601636)

推荐

行业：玻璃制造

受行业影响利润下滑属正常，能够盈利已不易

公司7月24日晚公布14年中报，实现收入19.2亿元，同比增长17.25%；净利润1.18亿元，同比下降29%；EPS为0.159元。

投资要点：

◆ **地产投资下滑拉低玻璃需求，玻璃价格大幅下跌，公司能够盈利已属不易。**

(1) 行业：上半年地产投资增速由去年的19.3%滑至14.1%，受此影响玻璃产量增速也由11.2%跌至4.69%。而行业仍不断有新产能投放，需求不足使玻璃价格大幅下跌，行业又回到盈亏平衡点，不少企业亏损。(2) 公司：产能扩张带动销量同比增长15.3%，但毛利率与净利率由去年同期的26.3%、10.1%滑至20.7%、6.1%，净利润下滑29%。单季度看，Q2毛利率与净利率为20.3%与5.9%，仍好于2012年。上半年总体净利润下跌3800万元，其中影响较大的是：因原片毛利率下滑减少利润9381万，因销量增长增加利润7473万元，费用增长减少利润2342万元。据我们了解，目前行业价格与盈利均已差于2012年，但公司在行业弱势时仍能保持盈利，说明了较强的成本控制能力。

◆ **14年行业与公司盈利大幅下滑已成局，下半年玻璃价格更多呈现季度波动。**虽然近期国家开始放松政策以应对房地产低迷，但短期难以改变地产投资下滑的局面。我们认为玻璃全年需求将维持在5%左右，价格目前已处在底部，下跌空间有限。受稳增长政策影响以及旺季来临，预计价格下半年略有好转，但仅季节性波动。行业好转要看明年的经济情况与玻璃产能的出清状况，全行业亏损不会是常态。

◆ **定增完成减轻资金压力，产能扩张仍将继续。**定增共募集资金7.87亿元，将明显减轻株洲搬迁带来的压力，上半年财务费用下滑16.42%。目前株洲原来三条线已停产，醴陵已有一条600T/D线投产，剩余两条将于年底前投产。估计今年总体产量将达300万吨，同比增长17.4%，能够盈利的产能的增长将抵销部分行业下滑的影响。公司后续还有醴陵四五线的规划，预计未来仍会继续投产。另外，集团旗下收购的浙江玻璃也是未来公司扩大体量的重要看点。

◆ **运营质量高，周转率明显提升，现金流情况良好，负债率下降。**虽然利润下滑，但公司对存货与应收账款管理更为严格，两者周转率为1.29与211，去年同期为0.91与57.65。经营性现金流为4.9亿元，虽然较8.6亿元的支出有现金缺口，但仍相对较好。另外，在定增后负债率由一季度的63.56降60.74%，基本与年初持平。总体来看，在行业低迷下的经营管理较好，财务风险不大。

◆ **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，从量上讲成长性明显。在行业向上时业绩弹性很足，但行业下行时影响也较大。我们预计14-16年EPS为0.36、0.47与0.66元。今年受行业影响业绩下滑不可避免，观察未来行业的好转情况，推荐评级。

◆ **风险提示：玻璃盈利继续大幅下滑。**

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3526	3986	4385	4947
收入同比(%)	31%	13%	10%	13%
归属母公司净利润	387	301	395	555
净利润同比(%)	96%	-22%	31%	40%
毛利率(%)	29.0%	23.0%	25.0%	26.9%
ROE(%)	12.4%	7.1%	8.5%	10.7%
每股收益(元)	0.46	0.36	0.47	0.66
P/E	15.29	19.65	14.98	10.66
P/B	1.89	1.40	1.28	1.14
EV/EBITDA	8	9	8	7

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：7.5

当前股价：7.04

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	839
流通股本(百万股)	179
总市值(亿元)	59
流通市值(亿元)	13
成交量(百万股)	2.77
成交额(百万元)	19.61

股价表现



相关报告

《旗滨集团—玻璃需求与盈利向下，公司利润下滑》2014-04-29

《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

一、净利润下跌 29%，好于行业大部分企业

公司上半年实现收入 19.2 亿元，同比增长 17.25%；净利润 1.18 亿元，同比下降 29%；EPS 为 0.159 元。收入增长主要得益于产能扩张带来的销量增长，但因玻璃行业总体低迷，公司利润率明显下跌，利润也大幅缩水。虽然业绩表现较年初预期的差，但在行业弱势情况下，利润下滑属于正常现象。

公司上半年销量同比增长 15.3%，但毛利率与净利率由去年同期的 26.3%、10.1%滑至 20.7%、6.1%，净利润下滑 29%。从单季度看，Q2 毛利率与净利率为 20.3%与 5.9%。从单吨情况看，估计净利润约 85 元/吨，虽然明显低于去年水平，但仍好于 2012 年。上半年总体净利润下跌 3800 万元，其中影响较大的是：因原片毛利率下滑减少利润 9381 万，因销量增长增加利润 7473 万元，费用增长减少利润 2342 万元。

从目前了解的情况看，玻璃价格的大幅下跌已经造成大部分企业亏损，且盈利差于 2012 年。公司能够在这种情况下保持盈利已较为不易，从财务状况看，对成本与费用更为严格的控制，是公司表现好于行业的原因。

后市来看，虽然国家有稳增长政策，但地产投资增速预计仍将下滑，所以玻璃的需求增速也会降低。下半年价格更多将为季节性的波动。后面需观察的除了需求端的变动，还是行业不盈利带来的产能出清。

图 1 公司年度经营情况

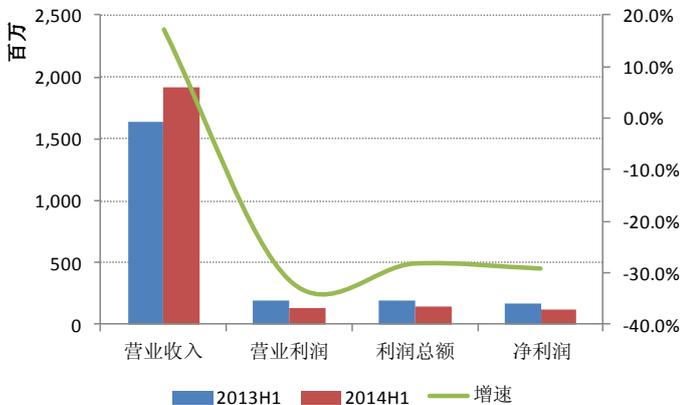
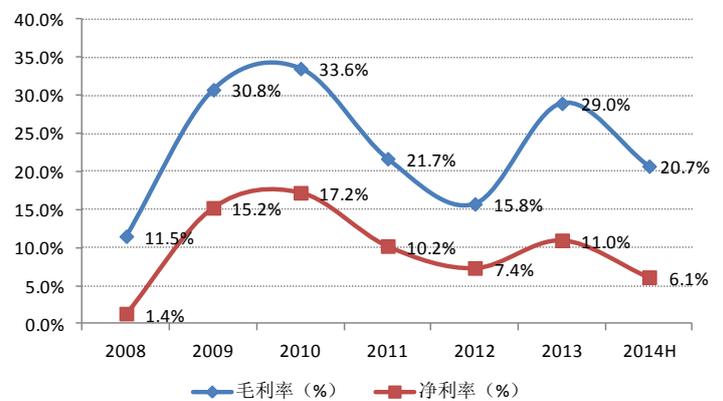


图 2 公司历年利润率



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	14Q2
收入 (亿元)	5.35	5.14	7.20	9.16	7.24	9.14	8.80	10.08	8.30	10.90
同比增速	16.2%	7.1%	48.2%	50.1%	35.3%	77.9%	22.2%	10.1%	14.7%	19.3%
环比增速	-12.3%	-3.9%	40.1%	27.2%	-21.0%	26.4%	-3.8%	14.6%	-17.7%	31.4%
毛利率	14.4%	14.6%	11.9%	20.3%	26.0%	26.5%	32.5%	30.3%	21.3%	20.3%
费用率	13.4%	14.3%	15.9%	11.6%	15.7%	13.3%	20.8%	20.8%	14.3%	12.8%
归属股东净利润	1.19	0.03	-0.07	0.82	0.61	1.05	1.43	0.78	0.53	0.65

(亿元)

同比增速	165%	-93%	-117%	-6%	-49%	3949%	-2218%	-6%	-13%	-38%
环比增速	35.8%	-97.8%	-361.9%	-1313.6%	-25.2%	70.4%	37.0%	-46.0%	-31.1%	20.9%
净利率	22.3%	0.5%	-0.9%	9.0%	8.5%	11.5%	16.3%	7.7%	6.4%	5.9%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、定增完成，产能扩张仍将继续

公司定增完成后，醴陵的搬迁与扩张项目资金将无忧。目前株洲原来三线已全部停产，且醴陵已投产一条 600T/D 的线，预计另外两条生产线也将于今年投产。我们估计今年总体产量将达到 300 万吨，同比增长达 17.4%，能够盈利的产能的增长能够抵销部分行业下滑的影响。

公司后续还有醴陵四五线的规划，预计未来仍会继续投产。另外，集团旗下收购的浙江玻璃也是未来公司扩大体量的重要看点。

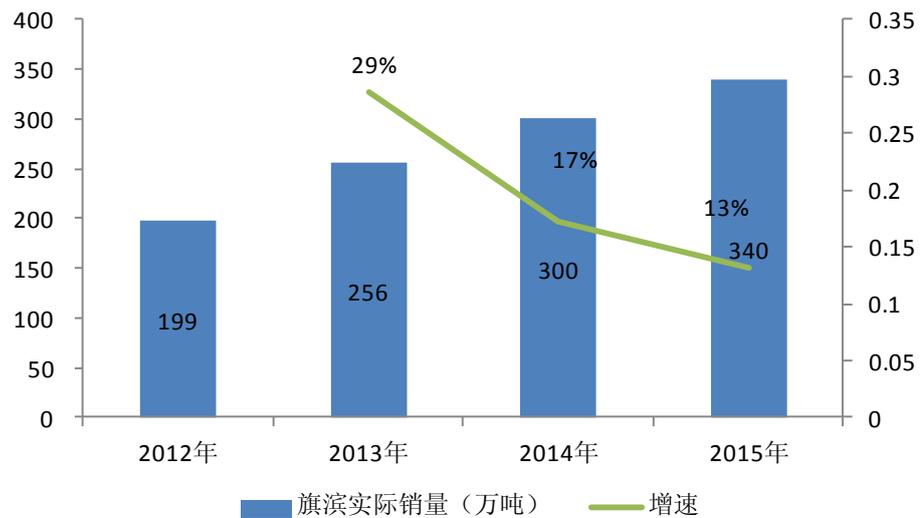
表 2 旗滨集团产能表

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	2014 年 7 月已停产
	二线	500T/D 优质浮法生产线	2014 年 7 月已停产
	三线	600T/D 优质浮法生产线	2014 年 7 月
	四线	在线 LOWE 玻璃	2015 年前
	五线	超白浮法玻璃	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	2014 年 2 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 10 月
		超白石英砂矿	28 万吨/年 2012 年上半年

备注：株洲 1-3 线搬迁重建为 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

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、运营情况较好

虽然利润下滑，但公司对运营的控制更为严格，现金流也表现良好。存货与应收账款管理更为严格，两者周转率为 1.29 与 211，去年同期为 0.91 与 57.65。经营性现金流为 4.9 亿元，虽然较 8.6 亿元的支出有现金缺口，但仍相对较好。

另外，在定增后负债率由一季度的 63.56 降 60.74%，基本与年初持平。总体来看，在行业低迷下的经营管理较好，财务风险不大。

表 3 公司运营情况

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014H
营运能力							
存货周转率(次)	7.5	3.7	3.6	2.7	2.2	2.0	1.3
应收账款周转率(次)	62.9	51.4	92.5	50.9	60.8	191.0	211.1
资金状况							
资产负债率(%)	88.4	76.2	69.3	46.9	59.0	60.0	60.7
经营活动现金流(亿元)	0.5	1.9	3.5	0.5	-0.3	14.8	4.9
增长率(%)		286.0	78.8	-86.8	-176.5	NA	-66.8
资本性支出							
资本性支出(亿元)	4.1	8.3	4.8	12.3	13.4	17.7	8.6
增长率(%)		101.2	(41.3)	153.7	9.1	32.1	(51.4)

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、盈利预测

对于 2013 年，我们预计下半年盈利略有好转；未来两年，产能逐步消化有可能带动行业向正常盈利水平回归。中期看，公司仍是走扩大规模战略，那么成本控制就成为重要的影响因素。若行业好转，弹性十足。

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	8,417	9,780	11,125
毛利率（%）	28.0%	20.0%	22.5%	25.0%
LOW-E 镀膜玻璃基片				
产能（万吨）	155	265	283	311
销量（万重箱）	3,041	5,195	5,552	6,105
均价（元/重箱）	67	63	65	67
收入（万元）	203,607	327,270	360,881	409,027
成本（万元）	140,489	248,725	267,052	294,499
毛利率（%）	31.0%	24.0%	26.0%	28.0%
在线 LOW-E 镀膜玻璃				
销量（万 m ² ）	201	241	330	465
均价（元/m ² ）	38	38	38	38
收入（万元）	7,638	9,166	12,526	17,683
成本（万元）	5,652	6,874	9,395	13,262
毛利率（%）	26.0%	25.0%	25.0%	25.0%
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	3,938	4,212	4,388
毛利率（%）	28.0%	25.0%	25.0%	25.0%
合计收入（万元）	352,595.0	398,639.5	438,543.1	494,696.8
合计成本（万元）	250,426.0	306,795.2	329,061.1	361,746.4
毛利率（%）	29.0%	23.0%	25.0%	26.9%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1863	2694	2645	2805
现金	424	1000	900	900
应收账款	9	120	88	99
其它应收款	13	21	23	26
预付账款	36	215	247	275
存货	1141	1074	1119	1194
其他	240	265	268	311
非流动资产	5963	5634	5876	6264
长期投资	0	0	0	0
固定资产	4152	4410	4635	4920
无形资产	483	483	483	483
其他	1327	741	758	861
资产总计	7826	8328	8521	9069
流动负债	2725	3314	3412	3705
短期借款	1582	2589	2600	2831
应付账款	455	276	336	362
其他	687	449	477	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	4090	3888	3881
少数股东权益	0	0	0	0
股本	694	840	840	840
资本公积	1459	2246	2246	2246
留存收益	976	1152	1547	2103
归属母公司股东权益	3129	4238	4633	5188
负债和股东权益	7826	8328	8521	9069

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1478	-136	1008	1074
净利润	387	301	395	555
折旧摊销	370	322	364	410
财务费用	234	211	219	205
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	549	-981	37	-99
其它	-63	11	-6	2
投资活动现金流	-1211	-300	-600	-800
资本支出	1772	300	600	800
长期投资	0	0	0	0
其他	561	-0	0	0
筹资活动现金流	-545	1012	-508	-274
短期借款	-766	1007	10	231
长期借款	318	-300	-300	-300
普通股增加	-0	145	0	0
资本公积增加	44	787	0	0
其他	-141	-627	-219	-205
现金净增加额	-279	576	-100	0

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3526	3986	4385	4947
营业成本	2504	3068	3291	3617
营业税金及附加	15	18	19	22
营业费用	29	24	31	42
管理费用	365	319	364	420
财务费用	234	211	219	205
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	345	461	639
营业外收入	73	20	20	40
营业外支出	1	2	5	10
利润总额	448	363	476	669
所得税	60	62	81	114
净利润	387	301	395	555
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	387	301	395	555
EBITDA	980	878	1044	1254
EPS (元)	0.56	0.36	0.47	0.66

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	31.3%	13.1%	10.0%	12.8%
营业利润	629.5	-8.0%	33.7%	38.5%
归属于母公司净利润	96.2%	-22.2%	31.2%	40.5%
获利能力				
毛利率	29.0%	23.0%	25.0%	26.9%
净利率	11.0%	7.6%	9.0%	11.2%
ROE	12.4%	7.1%	8.5%	10.7%
ROIC	9.2%	6.9%	8.2%	9.5%
偿债能力				
资产负债率	60.0%	49.1%	45.6%	42.8%
净负债比率	65.06	84.96	81.93	80.32
流动比率	0.68	0.81	0.78	0.76
速动比率	0.26	0.49	0.45	0.43
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.49	0.52	0.56
应收账款周转率	175	61	42	53
应付账款周转率	7.01	8.39	10.76	10.37
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.36	0.47	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.76	-0.16	1.20	1.28
每股净资产(最新摊薄)	3.73	5.05	5.52	6.18
估值比率				
P/E	15.29	19.65	14.98	10.66
P/B	1.89	1.40	1.28	1.14
EV/EBITDA	8	9	8	7

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
2014-04-29	《旗滨集团—玻璃需求与盈利向下，公司利润下滑》
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