

旗滨集团 (601636)

推荐

行业：玻璃制造

受地产影响玻璃盈利下降明显，长期关注收购带来的成长性

公司10月23日晚公布14年三季报，实现收入27.6亿元，同比增9.74%；净利润1.67亿元，同比减45.76%；扣非后净利润1.47亿元，同比减38.56%。对应EPS为0.217元。

投资要点：

◆ **地产投资下降明显，导致玻璃盈利惨淡，单季扣非净利润3770万元。**下半年地产投资增速延续快速下滑走势，目前跌至12.5%；受此影响今年玻璃需求持续疲软，前9月产量增速仅为3.77%，单月产量更是-6.54%。从年初以来玻璃价格一直下滑，直到9月份才开始反弹，所以三季度大部分企业处在亏损状态。公司前三季度收入增9%，而产能增长在15-20%之前，说明均价同比降低；毛利率20.6%，比去年同期减少8个百分点。单季扣非净利润仅3770万元，为这两年单季低点，我们估算净利跌至50元/吨左右。按10月开始玻璃价格再度下跌来看，四季度总体盈利水平仍旧较低。

◆ **此轮玻璃下跌估计将持续至明年上半年，供给收缩与地产投资止跌将是周期再上升的推动点。**我们自年初做出今年玻璃需求与盈利下滑的判断，目前基本证实。鉴于地产下滑有一定惯性，估计至少到明年上半年以前，需求仍将呈现偏弱的走势。但值得关注的是，在持续几年的盈利少亏损多之后，行业产能出清有加速现象：近几月在产能持续收缩，估计明年初或出现类似于11-12年停产潮。再加上目前政策放松托底，预计明年地产投资将止跌。供给收缩与需求平稳有望带动玻璃行业回归正常盈利，这个时间点或在15年下半年。

◆ **收购扩张是旗滨的战略，未来成长性好于同行。**公司之前增发保证株洲醴陵生产线的建设后，再次启动非公开发行收购绍兴旗滨100%的股权。增发不超过1.975亿股，其中福建旗滨以现金认购不超过7900万股，共募集资金不超过12.9亿元。目前绍兴旗滨共有6条线共3800t/d，相当于目前旗滨产能的43%。因绍兴旗滨在华东有较好的地理位置与较高的占有率，将对旗滨总体规模与盈利有较好提升。这将使得公司在行业向上时，具备成长性与弹性。

◆ **周转率提升，但现金流有所下降。**应收账款率大幅提升至325.6，去年同期仅为124，说明公司对账款控制严格。经营性现金流为5.6亿元，小于资本开支的10.5亿元，因而需要通过融资解决资金来源。目前负债率为60%。

◆ **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。我们调整14-16年EPS为0.24、0.28与0.49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	3847	4195	4808
收入同比(%)	31%	9%	9%	15%
归属母公司净利润	387	198	235	413
净利润同比(%)	96%	-49%	18%	76%
毛利率(%)	29.0%	20.4%	20.0%	22.9%
ROE(%)	12.4%	5.9%	6.6%	10.3%
每股收益(元)	0.46	0.24	0.28	0.49
P/E	16.92	33.00	27.88	15.84
P/B	2.09	1.96	1.83	1.64
EV/EBITDA	9	13	10	8

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

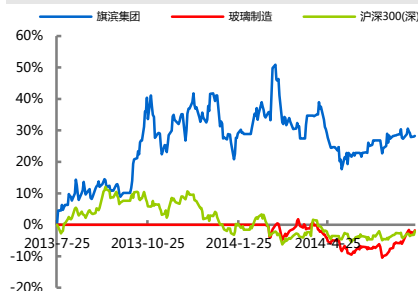
当前股价：7.04

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、经营情况

图 1 公司年度经营情况

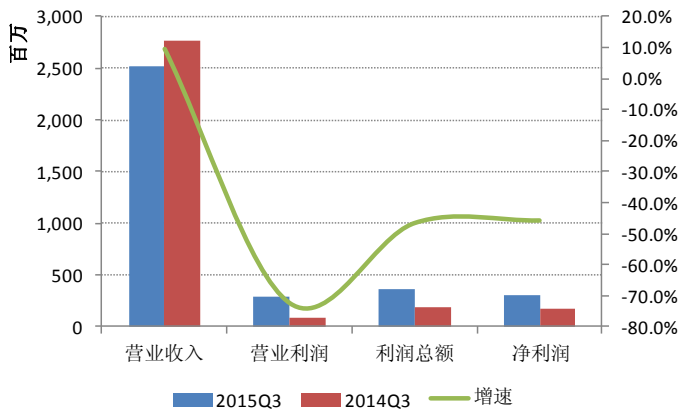
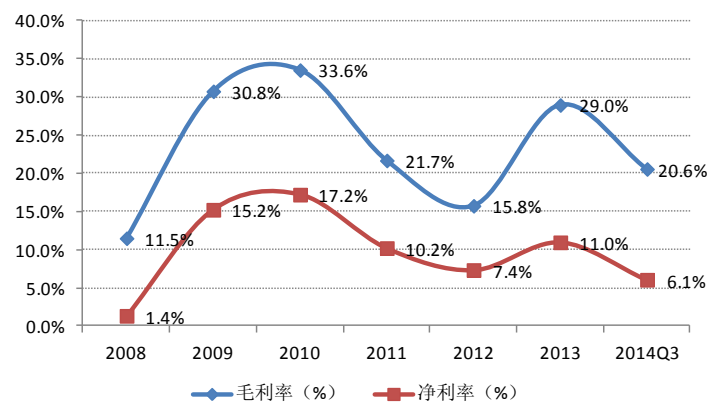


图 2 公司历年利润率



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

	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3
收入 (亿元)	7.20	9.16	7.24	9.14	8.80	10.08	8.30	10.90	8.42
同比增速	48.2%	50.1%	35.3%	77.9%	22.2%	10.1%	14.7%	19.3%	-4.2%
环比增速	40.1%	27.2%	-21.0%	26.4%	-3.8%	14.6%	-17.7%	31.4%	-22.7%
毛利率	11.9%	20.3%	26.0%	26.5%	32.5%	30.3%	21.3%	20.3%	20.3%
费用率	15.9%	11.6%	15.7%	13.3%	20.8%	20.8%	14.3%	12.8%	25.7%
归属股东净利润 (亿元)	-0.07	0.82	0.61	1.05	1.43	0.78	0.53	0.65	0.50
同比增速	-117%	-6%	-49%	3949%	-2218%	-6%	-13%	-38%	-65%
环比增速	-361.9%	#####	-25.2%	70.4%	37.0%	-46.0%	-31.1%	20.9%	-22.5%
		#							
净利率	-0.9%	9.0%	8.5%	11.5%	16.3%	7.7%	6.4%	5.9%	5.9%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、产能情况

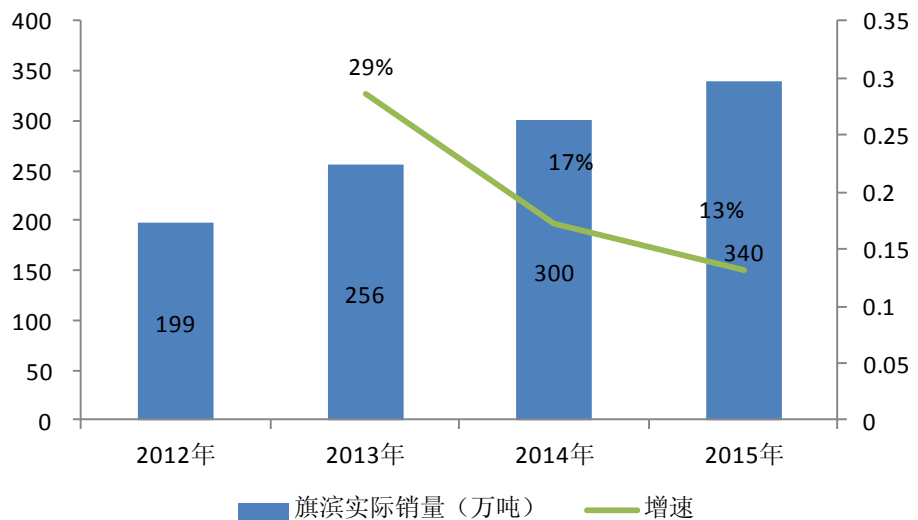
表 2 旗滨集团产能表

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	800T/D 超白玻璃生产线	500 预计 14 年投产
	二线	500T/D 超白玻璃生产线	500 2014 年 7 月搬迁投产
	三线	600T/D 在线 LOWE 生产线	700 2014 年 8 月搬迁投产
	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

表 3 公司运营情况

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014Q3
--	------	------	------	------	------	------	--------

营运能力

存货周转率(次)	7.5	3.7	3.6	2.7	2.2	2.0	1.9
应收账款周转率(次)	62.9	51.4	92.5	50.9	60.8	191.0	325.6

资金状况

资产负债率(%)	88.4	76.2	69.3	46.9	59.0	60.0	60.1
经营活动现金流(亿元)	0.5	1.9	3.5	0.5	-0.3	14.8	5.6
增长率(%)		286.0	78.8	-86.8	-176.5	NA	-61.8

资本性支出

资本性支出(亿元)	4.1	8.3	4.8	12.3	13.4	17.7	10.5
增长率(%)		101.2	(41.3)	153.7	9.1	32.1	(40.7)

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	60	59	62
收入(万元)	124,983	41,395	41,050	42,775
成本(万元)	34,995	6,623	6,158	8,555
毛利率(%)	28.0%	16.0%	15.0%	20.0%
LOW-E 镀膜玻璃基片				
产能(万吨)	155	256	283	311
销量(万重箱)	3,041	5,025	5,552	6,105
均价(元/重箱)	67	63	62	65
收入(万元)	203,607	314,053	344,225	396,817
成本(万元)	140,489	246,532	271,938	301,581
毛利率(%)	31.0%	21.5%	21.0%	24.0%
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	7,332	10,021	14,146
毛利率(%)	26.0%	20.0%	20.0%	20.0%
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)	352,595.4	384,733.3	419,472.7	480,762.7
合计成本 (万元)	250,425.9	306,164.1	335,780.6	370,557.4
毛利率 (%)	29.0%	20.4%	20.0%	22.9%

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	3077	2756	2829
现金	424	1400	1000	900
应收账款	9	115	84	96
其它应收款	13	20	22	25
预付账款	36	214	252	282
存货	1141	1072	1142	1223
其他	240	256	257	302
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	8711	8632	9092
流动负债	2725	4587	4573	4920
短期借款	1582	3869	3763	4044
应付账款	455	276	342	371
其他	687	443	468	506
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	5363	5049	5096
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	1049	1284	1698
归属母公司股东权益	3129	3348	3583	3997
负债和股东权益	7826	8711	8632	9092

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1478	-193	895	993
净利润	387	198	235	413
折旧摊销	370	322	364	410
财务费用	234	248	289	274
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	549	-971	14	-107
其它	-63	11	-6	2
投资活动现金流	-1211	-300	-600	-800

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3526	3847	4195	4808
营业成本	2504	3062	3358	3706
营业税金及附加	15	17	18	21
营业费用	29	23	29	41
管理费用	365	385	273	337
财务费用	234	248	289	274
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	111	227	428
营业外收入	73	120	50	60
营业外支出	1	2	5	10
利润总额	448	229	272	478
所得税	60	31	37	65
净利润	387	198	235	413
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	387	198	235	413
EBITDA	980	680	879	1112
EPS (元)	0.56	0.24	0.28	0.49

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	31.3%	9.1%	9.0%	14.6%
营业利润	629.5	-70.3%	103.3	88.9%
归属于母公司净利润	96.2%	-48.7%	18.4%	76.0%
获利能力				
毛利率	29.0%	20.4%	20.0%	22.9%
净利率	11.0%	5.2%	5.6%	8.6%
ROE	12.4%	5.9%	6.6%	10.3%
ROIC	9.2%	4.6%	6.4%	8.2%
偿债能力				
资产负债率	60.0%	61.6%	58.5%	56.0%
净负债比率	65.06	88.66	86.12	84.96
流动比率	0.68	0.67	0.60	0.57
速动比率	0.26	0.44	0.35	0.33
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.47	0.48	0.54

资本支出	1772	300	600	800	应收账款周转率	175	61	42	53
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	7.01	8.38	10.87	10.39
其他	561	-0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-545	1469	-695	-293	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.24	0.28	0.49
短期借款	-766	2287	-106	281	每股经营现金流(最新摊薄)	1.76	-0.23	1.07	1.18
长期借款	318	-300	-300	-300	每股净资产(最新摊薄)	3.73	3.99	4.27	4.76
普通股增加	-0	145	0	0	估值比率				
资本公积增加	44	0	0	0	P/E	16.92	33.00	27.88	15.84
其他	-141	-664	-289	-274	P/B	2.09	1.96	1.83	1.64
现金净增加额	-279	976	-400	-100	EV/EBITDA	9	13	10	8

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