

旗滨集团 (601636)

推荐

行业：玻璃制造

盈利受行业影响继续下行，未来战略逐步转向海外与新产品

公司8月22日公布15年中报，实现收入23.22亿元，同比减7.31%；净利润9351万元，同比减35.4%；EPS为0.1057元。拟每10股转增15股派1元（含税）。

投资要点：

◇ **经济下行带动浮法玻璃价格超预期下跌，净利率为2009年以来最低点。**上半年地产投资快速下降，玻璃需求与价格齐跌。玻璃均价在14年下跌15.7%后，上半年再跌6%，导致基本全行业亏损。公司收购绍兴旗滨后，上半年销量4220万重箱，同比增长超过40%；但收入下降7.31%，就是因为价格下滑。毛利率与净利率为18.7%与4%，较去年的20.2%与5.9%下降。虽然毛利率明显高于上一周期底部2012年的水平，但净利率更低，主要是管理费用率的明显上升。我们做算上半年单吨净利约44元，若扣除政府补助则更低。Q3的玻璃价格看，较Q2仍下行，估计Q4价格略回升，但今年的总形势仍差于预期。

◇ **玻璃行业已有企业破产，去产能或推动行业于明年中企稳回升。**因玻璃价格大幅下跌，行业自去年已进入全面低盈利与亏损状态，部分企业现金流也恶化。7-8月业内已有玻璃厂破产，这是真正去产能的标志。目前行业已有29.49%的产能冷修停产，创下历史新高；在产产能同比第8个月负增长，跌幅-4.6%。去年以来的这种大量停产现象非常类似于08年底09年初、11年底12年初，产能持续快速负增长+全行业低盈利，我们判断目前是行业底部。若春节期间的淡季再现停产潮，明年地产投资企稳，则玻璃行业或于明年年中企稳回升。

◇ **收购绍兴玻璃后成为全国第一大玻璃厂，向上弹性十足。**公司上半年完成对绍兴旗滨的收购，目前已有20条线在产，成为行业龙头。我们估计公司15-17年实际产能约476、533与580万吨，同比增速56%、14%与8%。公司在行业最底部时仍保持微利，一旦行业企稳，将是A股弹性最大的玻璃标的。

◇ **未来战略逐步转向海外扩张与创新玻璃领域。**经历在国内大幅扩张后，公司未来将开拓海外市场与新产品。目前公司已打造新加坡运营平台，并在马来西亚投资2条600T/D的生产线，预计将于明年底投产。马来西亚对玻璃进口有较高的关税，玻璃价格较我国国内高出约30元/重箱，若顺利投产将有望获取高利润。上半年公司还收购了拥有电致变色玻璃核心技术的台湾泰特博公司48.63%股权，逐步切入高端加工玻璃的领域。公司战略将更为多元化，以寻找新的增长点。

◇ **资本开支下降。**上半年存货与应收账款周转率1.28与224，去年同期为1.29与211，总体对回款把控较严。经营性现金流1.2亿，不足以覆盖3.9亿的资本开支。资本开支3.9亿较去年下降55%，一定程度上反映着过去在规模大幅扩张的战略完成。资产负债率59.6%，较去年提高2.6个百分点。

◇ **维持“推荐”评级。**我们预计公司15-17年EPS为0.27、0.37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：地产投资继续下行，玻璃盈利继续大幅下滑。**

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3717	5392	6323	7941
收入同比(%)	5%	45%	17%	26%
归属母公司净利润	221	267	362	651
净利润同比(%)	-43%	21%	36%	80%
毛利率(%)	20.2%	18.5%	20.9%	23.4%
ROE(%)	5.5%	6.0%	7.6%	12.0%
每股收益(元)	0.22	0.27	0.37	0.66
P/E	39.64	32.87	24.18	13.47
P/B	2.19	1.98	1.83	1.61
EV/EBITDA	14	13	10	7

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@china-invs.cn

署名：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

6-12个月目标价：12

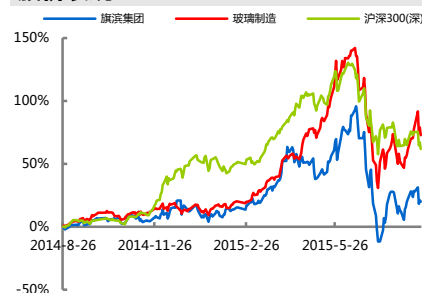
当前股价：9.09

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	1,010
流通股本(百万股)	822
总市值(亿元)	92
流通市值(亿元)	75
成交量(百万股)	17.92
成交额(百万元)	163.48

股价表现



相关报告

《旗滨集团-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》

2014-10-24

《旗滨集团-受行业影响利润下滑属正常，能够盈利已不易》2014-07-25

《旗滨集团—玻璃需求与盈利向下，公司利润下滑》2014-04-29

一、经营情况

图 1 公司年度经营情况

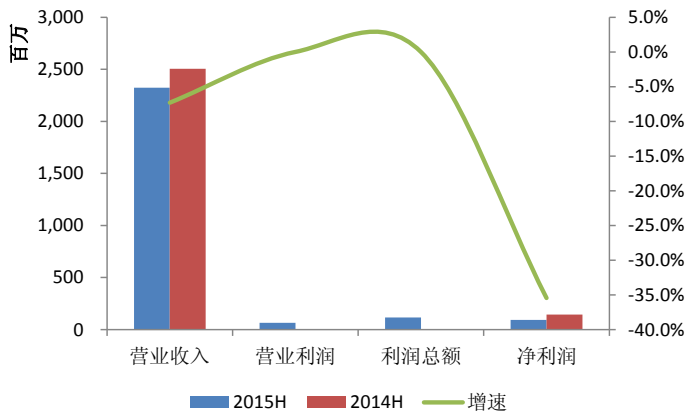
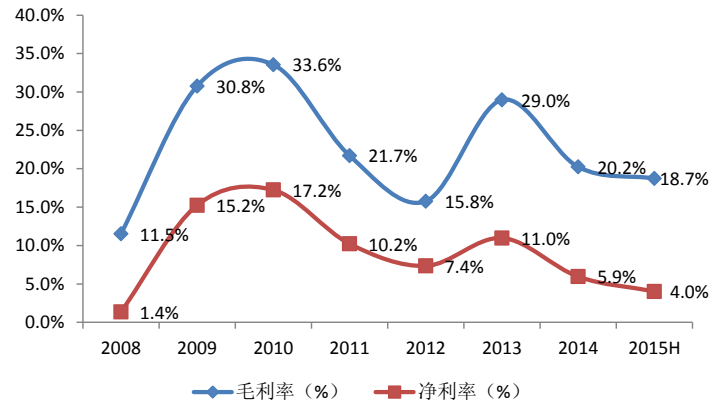


图 2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中国中投证券研究所

表 1 公司分季度经营情况

	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2
收入 (亿元)	9.14	8.80	10.08	8.30	10.90	8.42	9.54	7.41	15.82
同比增速	77.9%	22.2%	10.1%	14.7%	19.3%	-4.2%	-5.4%	-10.7%	45.1%
环比增速	26.4%	-3.8%	14.6%	-17.7%	31.4%	-22.7%	13.2%	-22.4%	113.6%
毛利率	26.5%	32.5%	30.3%	21.3%	20.3%	20.3%	19.2%	21.6%	17.4%
费用率	13.3%	20.8%	20.8%	14.3%	12.8%	25.7%	11.9%	16.7%	14.6%
归属股东净利润 (亿元)	1.05	1.43	0.78	0.53	0.65	0.50	0.53	0.34	0.59
同比增速	3949%	-2218%	-6%	-13%	-38%	-65%	-31%	-36%	-8%
环比增速	70.4%	37.0%	-46.0%	-31.1%	20.9%	-22.5%	6.1%	-35.4%	72.6%
净利率	11.5%	16.3%	7.7%	6.4%	5.9%	5.9%	5.6%	4.6%	3.7%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究所

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(體 陵)	一线	800t/d 超白玻璃生产线	800 2014年12月
	二线	600T/D 优质浮法生产线	600 2014年7月
	三线	600T/D 优质浮法生产线	600 2014年8月
	四线	600T/D 在线 SUN-E 玻璃生产线	600 2015年6月
	五线	超白浮法玻璃	600 在建, 2015年前投产
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
马来西亚	600t/dLow-E 在线镀膜玻璃生产线	600	2016 年底
	600t/d 高档多元化玻璃	600	2016 年底
绍兴旗滨	杨汛桥二线	600	停产
	杨汛桥三线	600	停产
	陶堰一线	600	2014年4月
	陶堰二线	600	2014年1月
长兴旗滨	长兴一线	800	已投产
	长兴二线	800	2014年12月
	长兴三线	600	2015年8月点火
	长兴四线	600	在建
平湖旗滨	平湖一线	600	2015年5月冷修

资料来源：中国中投证券研究所

三、运营情况

表 3 公司运营情况

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015H
营运能力								
存货周转率(次)	7.5	3.7	3.6	2.7	2.2	2.0	2.5	1.3
应收账款周转率(次)	62.9	51.4	92.5	50.9	60.8	191.0	505.1	224.4
资金状况								
资产负债率(%)	88.4	76.2	69.3	46.9	59.0	60.0	57.0	59.6

请务必阅读正文之后的免责条款部分

经营活动现金流(亿元)	0.5	1.9	3.5	0.5	-0.3	14.8	7.1	1.2
增长率(%)		286.0	78.8	-86.8	-176.5	NA	-51.6	-74.6
资本性支出								
资本性支出(亿元)	4.1	8.3	4.8	12.3	13.4	17.7	13.4	3.9
增长率(%)		101.2	(41.3)	153.7	9.1	32.1	(24.2)	(55.1)

资料来源：公司公告、中国中投证券研究所

四、盈利预测

表 4 公司盈利预测

	2014A	2015E	2016E	2017E
优质浮法玻璃				
产能(万吨)	35	35	35	37
销量(万重箱)	690	690	690	733
均价(元/重箱)	54	59	54	56
收入(万元)	37,256	36,566	37,256	41,050
成本(万元)	5,588	5,485	6,520	7,800
毛利率(%)	15.0%	15.0%	17.5%	19.0%
LOW-E 镀膜玻璃基片				
产能(万吨)	257	423	476	509
销量(万重箱)	5,044	8,288	9,339	9,986
均价(元/重箱)	57	54	57	59
收入(万元)	287,534	447,559	532,316	589,155
成本(万元)	224,852	360,285	415,207	441,866
毛利率(%)	21.8%	21.0%	24.0%	124.0%
在线 LOW-E 镀膜玻璃				
销量(万m ²)	201	330	465	1,845
均价(元/m ²)	35	38	38	42
收入(万元)	7,035	12,526	17,683	77,498
成本(万元)	5,347	9,520	13,439	58,898
毛利率(%)	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
TCO 镀膜玻璃				
产能(万吨)	2.0	2.0	2.0	4.0
销量(万吨)	0.7	0.7	0.8	5.0
均价(元/m ²)	50	50	50	50
收入(万元)	4,375	4,680	4,875	31,500
成本(万元)	3,325	3,557	3,705	23,940
毛利率(%)	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
合计收入(万元)	371,197.0	539,204.4	632,285.6	794,136.8
合计成本(万元)	297,768.6	439,558.7	499,908.0	608,288.0

毛利率 (%)	19.8%	18.5%	20.9%	23.4%
---------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司公告、中国中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	2387	3192	3394	3781
现金	878	1000	1000	900
应收账款	5	162	126	159
其它应收款	9	29	34	42
预付账款	30	308	375	462
存货	1265	1538	1700	2007
其他	199	156	160	210
非流动资产	6920	7017	7345	7809
长期投资	0	0	0	0
固定资产	5240	5553	5845	6193
无形资产	441	441	441	441
其他	1239	1024	1060	1176
资产总计	9307	10210	10740	11590
流动负债	2832	3855	3756	3663
短期借款	1181	2458	2097	1617
应付账款	768	651	787	1047
其他	883	746	871	998
非流动负债	2471	1938	2205	2497
长期借款	1637	1737	1937	2237
其他	834	201	268	260
负债合计	5302	5793	5960	6160
少数股东权益	0	0	0	0
股本	839	985	985	985
资本公积	2094	2094	2094	2094
留存收益	1072	1338	1701	2351
归属母公司股东权益	4005	4417	4779	5430
负债和股东权益	9307	10210	10740	11590

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	715	-68	1245	1358
净利润	221	267	362	651
折旧摊销	426	418	474	535
财务费用	219	247	284	277
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-86	-1170	59	-99
其它	-65	170	65	-7
投资活动现金流	-901	-800	-800	-1000
资本支出	1344	800	800	1000
长期投资	0	0	0	0
其他	443	-0	0	0
筹资活动现金流	546	990	-445	-458
短期借款	-401	1277	-361	-480
长期借款	561	100	200	300
普通股增加	145	145	0	0
资本公积增加	635	0	0	0
其他	-394	-532	-284	-277
现金净增加额	360	122	0	-100

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	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3717	5392	6323	7941
营业成本	2964	4396	4999	6083
营业税金及附加	18	25	30	37
营业费用	21	30	38	60
管理费用	349	496	613	810
财务费用	219	247	284	277
资产减值损失	0	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	145	196	358	673
营业外收入	480	120	50	70
营业外支出	380	20	5	20
利润总额	246	296	403	723
所得税	25	30	40	72
净利润	221	267	362	651
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	221	267	362	651
EBITDA	790	861	1116	1486
EPS (元)	0.26	0.27	0.37	0.66

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	5.4%	45.1%	17.3%	25.6%
营业利润	-61.3%	35.0%	82.3%	88.2%
归属于母公司净利润	-42.9%	20.6%	35.9%	79.6%
获利能力				
毛利率	20.2%	18.5%	20.9%	23.4%
净利率	5.9%	4.9%	5.7%	8.2%
ROE	5.5%	6.0%	7.6%	12.0%
ROIC	5.2%	5.1%	7.1%	9.8%
偿债能力				
资产负债率	57.0%	56.7%	55.5%	53.1%
净负债比率	60.52	74.32	69.53	64.35
流动比率	0.84	0.83	0.90	1.03
速动比率	0.40	0.43	0.45	0.48
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.55	0.60	0.71
应收账款周转率	428	64	44	56
应付账款周转率	4.85	6.20	6.95	6.63
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.27	0.37	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	-0.07	1.26	1.38
每股净资产(最新摊薄)	4.07	4.49	4.85	5.51
估值比率				
P/E	39.64	32.87	24.18	13.47
P/B	2.19	1.98	1.83	1.61
EV/EBITDA	14	13	10	7

相关报告

报告日期	报告标题
2014-10-24	《旗滨集团-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》
2014-07-25	《旗滨集团-受行业影响利润下滑属正常，能够盈利已不易》
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

王海青,中投证券研究所建材行业分析师,金融学硕士。5 年证券行业从业经验。

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,10 年证券行业从业经验。

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