

旗滨集团 (601636)

推荐

行业：玻璃制造

## 3 季度业绩偏弱，期待明年行业企稳和转型显现端倪

作者

署名：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

公司 28 日晚，发布 3 季报。1 到 3 季度公司实现收入 36.22 亿，同比下降 1.12%，实现归属利润 7109 万，同比下降 45%。EPS0.05。

### 投资要点：

◇ **利润降幅有所增加。**单季度实现归属净利 2382 万，同比下降 55.15%。相对上半年 34.29% 的利润降幅有所增加。这与玻璃行业 3 季度整体浮法玻璃价格相对 2 季度有所增加，利润率有所回升的态势不一致。我们认为目前的盈利是公司业绩更为真实的反映。同时公司现金流情况也相对 2014 年变差。经营性现金流同比下降 40% 左右。

◇ **公司整体经营情况好于 2012 年。**虽然 2015 年相对于 13 和 14 年经营情况有明显恶化，但相对于上一轮小周期底部的 2012 年，无论是利润率水平还是现金流状况都有明显改善，说明公司经营管理能力逐步提升，竞争力增强。

◇ **到今年年底，公司产能有望增加 8%。**公司 9 月底点火长兴三线，同时湖南基地搬迁到醴陵的 5 线也将于 2015 年底投产。这两条生产线日容量都是 600 吨。这样公司到年底产能将增加至 447 万吨，增幅 8%。

◇ **明年行业或有好转。**10 月份华润破产清算导致华东地区产品价格明显上涨。预计春节前后还会有一批企业退出，明年 4 月份以后行业有望企稳回升。

◇ **公司转型之路仍在探索之中。**公司近两年在持续探索转型之路，包括新产品的开发，互联网电商和互联网金融都在公司的战略考虑之中，但到目前为止还没有实质性的进展。我们期待明年上半年能有所突破。

◇ **投资评级：推荐。**我们根据公司 3 季报的情况，下调公司 15-17 年 EPS 至 0.06、0.09 和 0.15 元。维持推荐的投资评级。

◇ **风险提示：**行业产能出清慢于预期

### 主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3717	5063	5898	6965
收入同比(%)	5%	36%	16%	18%
归属母公司净利润	221	154	236	383
净利润同比(%)	-43%	-30%	53%	63%
毛利率(%)	20.2%	18.4%	20.4%	21.7%
ROE(%)	5.5%	3.6%	5.3%	7.9%
每股收益(元)	0.09	0.06	0.09	0.15
P/E	58.04	83.43	54.47	33.49
P/B	3.20	3.03	2.87	2.65
EV/EBITDA	9	9	7	6

资料来源：中国中投证券研究总部

6 - 12 个月目标价： 6.00

当前股价： 5.08

评级调整： 维持

### 基本资料

总股本(百万股)	2,525
流通股本(百万股)	2,055
总市值(亿元)	128
流通市值(亿元)	104
成交量(百万股)	86.28
成交额(百万元)	430.94

### 股价表现



### 相关报告

《旗滨集团-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》

2015-08-23

《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

表 1 公司盈利预测

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>浮法玻璃</b>					
产能（万吨）	99	35	35	35	37
销量（万重箱）	1,944	690	690	690	733
均价（元/重箱）	64	54	46	50	54
收入（万元）	124,983	37,256	31,736	34,496	39,584
成本（万元）	34,995	5,588	4,760	6,037	7,521
毛利率（%）	28.0%	15.0%	15.0%	17.5%	19.0%
<b>LOW-E 镀膜玻璃基片</b>					
产能（万吨）	155	257	423	479	511
销量（万重箱）	3,041	5,044	8,288	9,398	10,025
均价（元/重箱）	67	57	51	53	55
收入（万元）	203,607	287,534	422,694	498,077	551,368
成本（万元）	140,489	224,852	340,269	390,991	424,554
毛利率（%）	31.0%	21.8%	21.0%	24.0%	124.0%
<b>在线 LOW-E 镀膜玻璃</b>					
销量（万m <sup>2</sup> ）	201	201	330	338	456
均价（元/m <sup>2</sup> ）	38	35	33	36	42
收入（万元）	7,638	7,035	11,537	12,183	19,135
成本（万元）	5,652	5,347	8,768	9,259	14,543
毛利率（%）	26.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
<b>TCO 镀膜玻璃</b>					
产能（万吨）	1.0	2.0	2.0	2.0	4.0
销量（万吨）	0.3	0.7	0.4	0.8	5.0
均价（元/m <sup>2</sup> ）	60	50	50	50	50
收入（万元）	2,400	4,375	2,500	4,875	31,500
成本（万元）	1,728	3,325	1,900	3,705	23,940
毛利率（%）	28.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
<b>合计收入（万元）</b>	<b>371,662.0</b>	<b>371,197.0</b>	<b>506,341.7</b>	<b>589,787.3</b>	<b>696,521.6</b>
<b>合计成本（万元）</b>	<b>296,449.6</b>	<b>297,768.6</b>	<b>413,029.5</b>	<b>469,235.5</b>	<b>545,432.4</b>
<b>毛利率（%）</b>	<b>20.2%</b>	<b>19.8%</b>	<b>18.4%</b>	<b>20.4%</b>	<b>21.7%</b>

资料来源：中国中投证券研究总部

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	2387	3060	3245	3475
现金	878	1000	1000	900
应收账款	5	152	118	139
其它应收款	9	27	31	37
预付账款	30	289	352	415
存货	1265	1446	1595	1800
其他	199	146	149	184
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	9307	10077	10591	11284
<b>流动负债</b>	2832	3911	3922	3940
短期借款	1181	2581	2348	2080
应付账款	768	612	739	939
其他	883	718	835	920
<b>非流动负债</b>	2471	1938	2205	2497
长期借款	1637	1737	1937	2237
其他	834	201	268	260
<b>负债合计</b>	5302	5848	6127	6437
少数股东权益	0	0	0	0
股本	839	2525	2525	2525
资本公积	2094	579	579	579
留存收益	1072	1125	1360	1743
归属母公司股东权益	4005	4229	4464	4847
<b>负债和股东权益</b>	9307	10077	10591	11284

**现金流量表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	715	-112	1127	1167
净利润	221	154	236	383
折旧摊销	426	418	474	535
财务费用	219	251	295	298
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-86	-1105	58	-43
其它	-65	170	65	-7
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	546	1034	-327	-267
短期借款	-401	1400	-232	-268
长期借款	561	100	200	300
普通股增加	145	1686	0	0
资本公积增加	635	-1515	0	0
其他	-394	-637	-295	-298
<b>现金净增加额</b>	360	122	0	-100

**利润表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	3717	5063	5898	6965
营业成本	2964	4130	4692	5454
营业税金及附加	18	24	28	33
营业费用	21	28	35	52
管理费用	349	516	609	710
财务费用	219	251	295	298
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
<b>营业利润</b>	145	112	238	416
营业外收入	480	120	50	70
营业外支出	380	40	5	20
<b>利润总额</b>	246	192	283	466
所得税	25	38	47	83
<b>净利润</b>	221	154	236	383
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	221	154	236	383
EBITDA	790	781	1007	1249
EPS (元)	0.26	0.06	0.09	0.15

**主要财务比率**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.4%	36.2%	16.5%	18.1%
营业利润	-61.3%	-22.8%	111.7%	75.0%
归属于母公司净利润	-42.9%	-30.4%	53.2%	62.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	20.2%	18.4%	20.4%	21.7%
净利率	5.9%	3.0%	4.0%	5.5%
ROE	5.5%	3.6%	5.3%	7.9%
ROIC	5.2%	3.7%	5.5%	6.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	57.0%	58.0%	57.8%	57.0%
净负债比率	60.52%	75.71%	71.74%	68.78%
流动比率	0.84	0.78	0.83	0.88
速动比率	0.40	0.41	0.42	0.43
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.43	0.52	0.57	0.64
应收账款周转率	428	64	44	54
应付账款周转率	4.85	5.99	6.95	6.50
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.06	0.09	0.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	-0.04	0.45	0.46
每股净资产(最新摊薄)	1.59	1.67	1.77	1.92
<b>估值比率</b>				
P/E	58.04	83.43	54.47	33.49
P/B	3.20	3.03	2.87	2.65
EV/EBITDA	9	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
2015-08-23	《旗滨集团-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》
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

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

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

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

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼  
邮编：200082  
传真：( 021 ) 62171434