

证券研究报告—动态报告

建材

旗滨集团 (601636)

公司分析

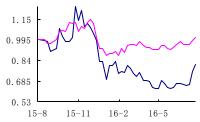
买入

玻璃Ⅱ

合理估值: 元 昨收盘: 3.97 元 (维持评级)

2016年08月22日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据 总股本/流通(百万股) 2,504/2,472 总市值/流通(百万元) 9.941/9.812 上证综指/深圳成指 3.108/10.873 12 个月最高/最低(元) 6.69/2.99

相关研究报告:

《旗滨集团-601636-2016 年半年报点评: 近 期玻璃价格量价齐升,全年业绩有望超预期》 -2016-08-16

《旗滨集团-601636-2015 年半年报点评: 分 红方案超预期,全年业绩增长仍可期》 2015-08-24

《旗滨集团-601636-旗滨~您值得拥有~~》 -2015-07-01

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685

E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511070003

证券分析师: 刘萍 电话: 0755-22940678

E-MAIL: liuping@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: \$0980512030001

玻璃价格超预期上涨,业绩高弹性

近期全国各区域玻璃现货价格均现大幅上涨值得关注

近期全国各区域玻璃现货价格出现普涨局面,呈现南方涨价幅度优于北方的格 局,同时,7月中旬开始涨价有加速的趋势。截至上周末,国内主要玻璃企业 浮法玻璃现货最新报价为1406.2元/吨,7月1日以来上涨了18%,近两周涨 幅就高达11%。漳州旗滨玻璃厂浮法玻璃现货最新价1743元/吨,7月1日以 来上涨34%,近两周涨幅高达16%,目前报价已创2012年以来的历史新高。

• 价格上涨有需求支撑,且具备一定的持续性

对目前玻璃价格上涨,部分投资者存在如下疑问,我们解答如下:

提问 1: 本次价格上涨主要原因? 是否具备可持续性? 解答: 本次需求回暖是 由房地产竣工高增长、下游深加工国内需求 (如汽车需求)稳定增长以及人民 币贬值带来的玻璃原片出口和玻璃深加工产品出口的超预期增长构成的。预计 价格上涨趋势有望维持到明年上半年;

提问 2: 价格上涨之后是否会有新增产能刺激? 解答: 符合环保条件的老生产 线复产需要3个月,不符合要求的需要5个月,目前全国共有浮法玻璃生产线 352条, 12.56 亿重箱。其中冷修停产 126条, 3.70 亿重箱, 停产产能中存在 80条为僵尸企业,约为2.18亿重箱。若将该部分剔除,产能冲击有限;上半 年已有 11 条线约 3990 万重箱复产, 并未改变玻璃价格上涨趋势; 下半年复产 预计集中在山东、安徽等地,对旗滨集团所在区域影响不大。

提问 3: 目前南方地区现货明显高于期货的原因? 解答: 郑商所玻璃期货交割 标准中是以河北沙河的产品标准作为交割标准的,品质较低,南方玻璃企业的 品质标准普遍比该交割标准高,从郑商所规定的不同企业交割厂库交割仓单升 贴水情况即可看出。历史上,南方玻璃企业的报价就比北方玻璃企业的报价高 一些,而今年下游需求中,玻璃深加工产品因人民币贬值因素,在国际市场价格上更具竞争优势,带来玻璃深加工产品出口需求的增长,进一步加大了上游 南北玻璃原片企业的报价差异。

●玻璃价格上涨,旗滨集团业绩弹性大,"买入"评级

旗滨集团 16 年上半年出产均价仅比 15 年全年增加 1.73 元/重量箱, 上半年净 利润即达 1.5 亿,接近 15 年全年水平。文中我们对"目前玻璃价格的持续月 份", 以及"目前价格的上涨幅度"两个因素对 2016 年旗滨集团全年净利润影 响作出敏感性分析,玻璃价格上涨,旗滨集团业绩弹性大。公司从 15 年开始 就在新领域不断尝试, 15 年收购台湾泰特博智慧材料 48.63%股权, 16 年公 司又在医疗器械、光伏电站、供应链金融和供应量管理等领域积极探索。目前 公司股价具备较高安全边际,若新领域突破,又将收获新利润增长点。预计 16-18年 EPS 分别为 0.27/0.29/0.32 元, 对应的 PE 为 14.9/13.9/12.5x, 买入。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠 道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合 理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论 不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

| 盈利预测和财务指 | 标 | | | | |
|-----------------|-----------|--------|--------|---------|-------|
| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业收入(百万元) | 3,717 | 5,169 | 6,322 | 6,638 | 7,169 |
| (+/-%) | 5.4% | 39.1% | 22.3% | 5.0% | 8.0% |
| 净利润(百万元) | 221 | 171 | 555 | 592 | 659 |
| (+/-%) | -42.9% | -22.5% | 223.8% | 6.8% | 11.3% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.09 | 0.07 | 0.27 | 0.29 | 0.32 |
| EBIT Margin | 12.5% | 10.1% | 11.7% | 11.8% | 11.8% |
| 净资产收益率(ROE) | 5.5% | 3.3% | 10.1% | 10.0% | 10.3% |
| 市盈率(PE) | 45.0 | 58.0 | 14.9 | 13.9 | 12.5 |
| EV/EBITDA | | | 9.0 | 8.1 | 7.1 |
| 市净率 (PB) | 2.5 | 1.9 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |
| 资料来源: Wind、国信证券 | 《经济研究所 预测 | | 注: 摊薄4 | 车股收益按最新 | 总股本计算 |



近期全国各区域玻璃价格均现大幅上涨值得关注

近两周时间,玻璃现货价格出现大幅上涨,值得密切关注:截至上周末,国内主要玻璃企业浮法玻璃现货最新报价为 1406.2 元/吨(合 70.3元/重量箱),7月 1日以来上涨了 18%,近两周涨幅就高达 11%;全国重点城市浮法玻璃最新现货价格为 1355.3 元/吨(合 67.76元/重量箱),7月 1日以来上涨了 12%,近两周涨幅就高达 7%;漳州旗滨玻璃厂浮法玻璃现货最新报价为 1743 元/吨(合 87.15 元/重量箱),7月 1日以来上涨了 34%,近两周涨幅就高达 16%,目前最新报价已创下 2012年以来的历史新高,超过了 2013年的前期高点。

从漳州旗滨玻璃厂的价格数据上看,近期提价的幅度明显加大,频次明显加快,上半年提价每次仅约为 20元/吨,且 3-5月间甚至还有降价的行为,而近期提价,多数幅度在 40元/吨,最高提价幅度甚至达到了 78元/吨,且 8月 1日以来总共提价了 8次,提价幅度和提价频率均超预期。

图 1: 全国主要企业出厂价均价情况



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 2: 全国主要城市浮法玻璃现货平均价 (元/重量箱)



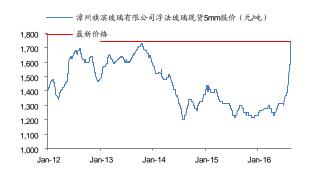
资料来源:WIND、国信证券经济研究所整理

图 3: 全国主要城市浮法玻璃现货平均价 (元)吨)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

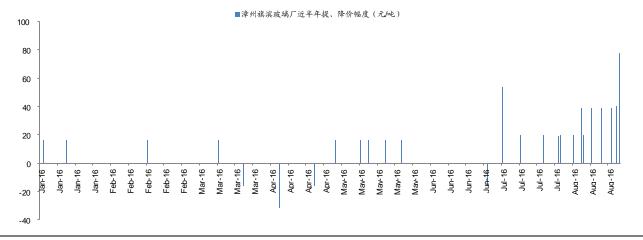
图 4: 漳州旗滨玻璃现货平均价 (元/吨)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理







资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

价格上涨有需求支撑且具备一定的持续性

面对此次玻璃价格超预期急速上涨,许多投资者在上涨原因、供求关系、持续性等方面提出诸多疑问,我们整理了多方资料对投资者提出的疑问分析如下:

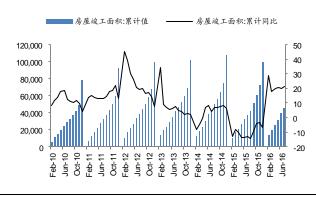
提问 1: 本次价格上涨主要原因? 是否具备可持续性?

解答:本次玻璃价格急速上涨主要还是由需求回暖引起,主要体现在以下几个方面:

1、房地产竣工大幅增长

1-7月全国竣工房屋面积达 45904 万平方米,同比增长 21.3%,去年同期该数据同比增速仅为-13.1%。观察历史数据,在玻璃产能冲击较大的 12-13 年,当房地产竣工面积增速较大时,亦对玻璃的价格产生较强的支撑。今年竣工面积的增长幅度表明国内房地产行业对玻璃的消费需求同比增长幅度应该在两成以上,一方面来自竣工面积的增长,一方面来自单位面积玻璃消费量的增加。

图 6: 全国房地产竣工面积及累计同比增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 7: 房地产竣工累计同比增速和玻璃价格的比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

2、下游深加工及出口需求回暖

汽车用玻璃为玻璃下游需求的另一重要组成部分,今年以来,汽车销量同比增速回暖亦对玻璃需求形成一定支撑,1-7月,全国汽车销量达到1468万辆,同比增长9.84%,累计增速从年初以来呈现逐步上升的趋势。此外,今年以来人民币汇率出



现较大跌幅,使得玻璃企业以及下游玻璃深加工企业的出口价格更加有优势,1-6 月,我国平板玻璃累计出口金额达 71088 万美元,同比增长 21%,玻璃深加工分 散在各行业中,无直接统计数据,根据行业协会的预测,该部分的总量比玻璃原片 直接出口还要更大。

图 8: 汽车销量累计同比增速



图 9: 平板玻璃出口累计同比



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

综上分析,本次价格急速上涨主要由需求驱动,较为健康,而下游需求房地产竣工、 汽车及出口等领域短期出现超预期下滑的概率较小,因此我们认为,本次价格上涨 具备一定的可持续性。

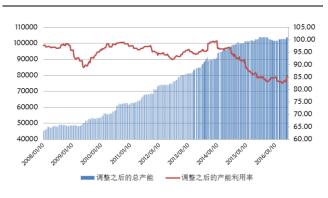
提问 2: 目前行业产能利用率情况如何? 价格上涨之后是否会有新增产能刺激?

解答:根据玻璃期货网披露数据,截止到 6月 30 日共有浮法玻璃生产线 352 条,总产能 12.56 亿重箱。其中在产玻璃生线 226条,在产产能 8.86 亿重箱亿重箱;冷修停产生产线 126条,停产产能 3.70 亿重箱,停产产能里面存在 80 条生产线为僵尸企业,合计产能约为 2.18 亿重箱。若将该部分剔除,则目前国内共有浮法玻璃生产线 272条,总生产能力 10.38 亿重箱;其中在产生产线 226条,在产产能 8.86 亿重箱;冷修停产生产线 46条,停产产能 1.52 亿重箱。数据调整之前产能利用率为 70.56%;调整之后为 85.40%。

图 10: 根据僵尸企业数据调整前行业产能利用率



图 11: 根据僵尸企业数据调整之后行业产能利用率



资料来源:玻璃期货网、国信证券经济研究所整理

资料来源:玻璃期货网、国信证券经济研究所整理

今年以来,随着价格的回暖,已有一些生产线复产,但受需求的影响,该部分产能冲击未改变玻璃价格上涨的趋势。



| 表 1: 近几 | 年产能增减变 | 化统计表 | | |
|---------|--------|-------|------|-------|
| 时间 | 新增 | 停产 | 复产 | 净增加 |
| 2012年 | 8000 | 7410 | 4500 | 5090 |
| 2013年 | 13500 | 3078 | 2670 | 13092 |
| 2014年 | 10050 | 13170 | 3060 | -60 |
| 2015年 | 4260 | 14634 | 6090 | -4284 |
| 2010 Œ | 2220 | 1150 | 2000 | 2052 |

资料来源:中国玻璃期货网,国信证券经济研究所整理

| 序号 | | 生产线 | 地址 | 日熔化量 | 时间 |
|----|----|----------------------------|----|------|------------|
| | | 复产 | | | |
| | 1 | 临沂中玻一线 | 山东 | 500 | 2016.01.08 |
| | 2 | 江苏常熟耀皮二线 | 江苏 | 600 | 2016.3.1 |
| | 3 | 洛阳玻璃汝阳一线 | 河南 | 650 | 2016.3.2 |
| | 4 | 中山玉峰一线 | 广东 | 400 | 2016.4.1 |
| | 5 | 武汉长利汉南一线 | 湖北 | 900 | 2016.4.2 |
| | 6 | 山西利虎交城三线 | 山西 | 500 | 2016.4.2 |
| | 7 | 虎门信义一线 | 广东 | 700 | 2016.5.0 |
| | 8 | 山东光耀 | 山东 | 700 | 2016.5.2 |
| | 9 | 山东巨润三线 | 山东 | 700 | 2016.5.2 |
| | 10 | 廊坊金彪一线 | 河北 | 600 | 2016.5.2 |
| | 11 | 唐山蓝欣一线 | 河北 | 400 | 2016.6.0 |
| | | 增加生产线 11条,增加产能 3990 万重箱。 | | 6650 | |
| | | 新增冷修停产 | | | |
| | 1 | 沙河大光明二线 | 河北 | 700 | 2016.1.2 |
| | 2 | 武汉长利汉南一线 | 湖北 | 900 | 2016.1.2 |
| | 3 | 金晶集团一线 | 山东 | 400 | 2016.1.2 |
| | 4 | 唐山蓝欣一线 | 河北 | 400 | 2016.2 |
| | 5 | 山东巨润三线 | 山东 | 700 | 2016.2.1 |
| | 6 | 金晶科技淄博生产线 | 山东 | 600 | 2016.3.2 |
| | 7 | 唐山蓝欣二线 | 河北 | 500 | 2016.3.2 |
| | 8 | 云南云翔二线 | 云南 | 700 | 2016.3.2 |
| | 9 | 秦皇岛耀华工业园镀膜线 | 河北 | 400 | 2016.3.3 |
| | 10 | 中山玉峰二线 | 广东 | 500 | 2016.4 |
| | 11 | 山东巨润二线 | 山东 | 700 | 2016.5 |
| | 12 | 中国玻璃威海四线 | 山东 | 430 | 2016.5.1 |
| | | 增加冷修生产线 12条,减少产能 4158 万重箱。 | | 6930 | |
| | | 新增点火生产线 | | | |
| | 1 | 武汉长利洪湖一线 | 湖北 | 1200 | 2016.02.1 |
| | 2 | 醴陵旗滨五线 | 湖南 | 500 | 2016.03.1 |
| | 3 | 贵州毕节明钧二线 | 贵州 | 1000 | 2016.05.0 |
| | 4 | 唐山蓝欣三线 | 河北 | 1000 | 2016.05.2 |
| | | 增加生产线 4条,增加产能 2220万重箱。 | | 3700 | |

资料来源:中国玻璃期货网、国信证券经济研究所整理

后期新增产能和冷修复产主要集中在华北和华东等地区,我们认为后期部分区域市场供需矛盾压力会有所增加,例如山东、安徽等等。目前旗滨集团生产线主要集中在福建、浙江、广东、湖南四个区域,其中,福建和浙江预计没有潜在可能复产的企业,而湖南预计有 1条线存在潜在复产的可能,广东预计有 2条,3条生产线的产量相比公司所在区域目前总共 60条生产线的产量,预计新增产能对市场的冲击有限。



提问 3: 玻璃期货目前价格仅 1200 元/吨左右,南部地区玻璃现货价格已达 1500-1700 元/吨,南北玻璃价格存在价差,是否合理?

解答:玻璃期货是在郑商所交易的,而郑商所玻璃期货交割标准中是以河北沙河的产品标准作为交割标准的,品质较低,南方玻璃企业的品质标准普遍比该交割标准高,从郑商所规定的不同企业交割厂库交割仓单升贴水情况即可看出。而造成该差异的原因也与南方地区玻璃深加工企业较多,南方玻璃原片企业产品用于深加工的量较大有关系。历史上,南方玻璃企业的报价就比北方玻璃企业的报价高一些,而今年下游需求中,玻璃深加工产品因人民币贬值因素,在国际市场价格上更具竞争优势,带来玻璃深加工产品出口需求的增长,进一步加大了上游南北玻璃原片企业的报价差异。

表 3: 郑商所关于玻璃交割厂库升贴水情况

| 厂库名称 | 升贴水 |
|-------------------|-----|
| 沙河市安全实业有限公司 | 0 |
| 河北大光明实业集团嘉晶玻璃有限公司 | 0 |
| 河北德金玻璃有限公司 | 0 |
| 中国耀华玻璃集团有限公司 | 0 |
| 山东金晶科技股份有限公司 | 200 |
| 滕州金晶玻璃有限公司 | 150 |
| 山东巨润建材有限公司 | 100 |
| 华尔润玻璃产业股份有限公司 | 240 |
| 漳州旗滨玻璃有限公司 | 300 |
| 荆州市亿钧玻璃股份有限公司 | 130 |
| 武汉长利玻璃(汉南)有限公司 | 180 |
| 株洲旗滨集团股份有限公司 | 100 |
| 江门华尔润玻璃有限责任公司 | 300 |

资料来源:郑商所、国信证券经济研究所整理

图 12: 南北玻璃原片企业报价差异 (元/吨)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

玻璃价格上涨,旗滨集团业绩弹性大

目前旗滨集团国内生产线总共 23条,福建区域 8条,广东区域 2条,湖南地区 5条,浙江地区 8条。近期,福建区域报价已高达 87元/重量箱,湖南约 73-74元/重量箱,浙江约 77-78元/重量箱,预计整体均价(含税)约在 80元/重箱。



| 表 4: | 旗滨集团各地 | 上生产线情况 | | |
|------------|------------|--------|----------|----------|
| | 生产基地 | 生产线 | 日熔量(T/D) | 投产时间 |
| | | 一线 | 600 | 2014年4月 |
| | 陶堰 | 二线 | 600 | 2014年1月 |
| | | 一线 | 800 | 2008年3月 |
| 浙江 | | 二线 | 600 | 2014年12月 |
| 浙江 | 长兴 | 三线 | 600 | 2015年11月 |
| | | 四线 | 600 | 2015年8月 |
| | 平湖 | 一线 | 600 | 2015年9月 |
| | 十冽 | 二线 | 600 | 2014年9月 |
| | | 一线 | 800 | 2014年12月 |
| | | 二线 | 600 | 2014年7月 |
| 湖南 | 醴陵 | 三线 | 500 | 2014年8月 |
| | | 四线 | 600 | 2015年6月 |
| | | 五线 | 600 | 2016年4月 |
| - <i>t</i> | 年 语 | 一线 | 800 | 2012年5月 |
| 广东 | 河源 | 二线 | 600 | 2013年10月 |
| | | 一线 | 900 | 2008年12月 |
| | | 二线 | 600 | 2009年11月 |
| | | 三线 | 600 | 2012年3月 |
| 福建 | 漳州 | 四线 | 800 | 2011年10月 |
| 伸廷 | 净州 | 五线 | 600 | 2012年1月 |
| | | 六线 | 800 | 2012年7月 |

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

森美兰州芙蓉市

马来西亚

玻璃价格上涨,将给玻璃企业的业绩带来较大弹性,如下表所示,旗滨集团 2016 年上半年出产均价仅比 2015 年全年增加了 1.73 元/重量箱,上半年净利润即达到 1.5 亿元,接近 2015 年全年净利润 1.7亿元。

500

900

600

600

2013年8月

2014年2月

2015年12月开建

2015年12月开建

七线

八线

一线

二线

| 表 | 5. | 稻沼佳用 | 经营数据分析 |
|---|----|------|--------------|
| 1 | J. | 妍妍禾凶 | 江 百 双加 刀 1/1 |

| | 2015年(万元) | 销量(重量箱) | 指标测算 | | 2016年上半年(万元) | 销量(重量箱) | 指标测算 | |
|------|-----------|---------|-----------|-------|--------------|---------|-----------|-------|
| 营业收入 | 516946 | | 均价 (元/重箱) | 52.81 | 301,340 | | 均价(元/重箱) | 54.54 |
| 营业成本 | 423904 | | 成本 (元/重箱) | 43.30 | 239,185 | | 成本 (元/重箱) | 43.29 |
| 费用 | 2795 | | | | 1,530 | | | |
| | 45362 | 9789 | | | 29,624 | 5525 | | |
| | 28151 | | | | 14,067 | | | |
| 三费合计 | 76308 | | 费用(元/重箱) | 7.80 | 45,220 | | 费用(元/重箱) | 8.18 |
| 净利润 | 17133 | | 净利润(元/重箱) | 1.75 | 15,188 | | 净利润(元/重箱) | 2.75 |

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

为了测算玻璃价格上涨对公司 2016年的业绩弹性, 我们做出以下假设:

- 1、公司下半年销量预计 5000 万重箱,同时假设每月出货量相同(历史上面 8月中旬开始是旺季,7月、12月一般比较淡,当前数据上看,目前价格较高,因此该假设会对结果造成一定的低估,符合审慎原则);
- 2、 根据 7月份行业数据假设公司 7月份销售均价为 68元/重量箱 (含税):
- 3、 根据上文分析假设公司目前各地平均出厂价格为80元/重量箱(含税);
- 4、 假设未来 80元/重量箱的价格持续 n个月后,继续回落到 7月份的 68元/重量箱(含税);
- 5、公司其他财务指标与去年或上半年相比无出现明显波动。



根据上述假设,我们对"目前玻璃价格的持续月份",以及"目前价格的上涨幅度" 两个因素对 2016 年旗滨集团全年净利润影响作出如下敏感性分析:

表 6: 玻璃价格变化对公司 2016 年业绩的敏感性分析

| | | 目前玻璃价格持续月份数量 | | | | |
|---------------|----|--------------|-------|-------|-------|-------|
| | | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 |
| | 0 | 42352 | 48762 | 55173 | 61583 | 67993 |
| | 2 | 42352 | 49831 | 57310 | 64788 | 72267 |
| 目前玻璃价格进一步上涨幅度 | 4 | 42352 | 50899 | 59446 | 67993 | 76540 |
| (元/重量箱) | 6 | 42352 | 51968 | 61583 | 71198 | 80814 |
| | 8 | 42352 | 53036 | 63720 | 74404 | 85087 |
| | 10 | 42352 | 54104 | 65857 | 77609 | 89361 |

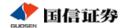
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

表 7: 玻璃价格变化对公司 2016 年业绩增速的敏感性分析

| | | 目前玻璃价格持续月份数量 | | | | |
|---------------|----|--------------|------|------|------|------|
| | _ | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 |
| | 0 | 147% | 185% | 222% | 259% | 297% |
| | 2 | 147% | 191% | 234% | 278% | 322% |
| 目前玻璃价格进一步上涨幅度 | 4 | 147% | 197% | 247% | 297% | 347% |
| (元/重量箱) | 6 | 147% | 203% | 259% | 316% | 372% |
| | 8 | 147% | 210% | 272% | 334% | 397% |
| | 10 | 147% | 216% | 284% | 353% | 422% |

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

综上分析,此次玻璃价格上涨具备一定的持续性,同时玻璃价格上涨将给旗滨集团 2016 年的业绩带来较高弹性。公司从 15 年开始就在新领域不断尝试,15 年旗滨 增资收购台湾泰特博智慧材料 48.63%股权,切入电致变色领域,向下游高端应用领域延伸,16 年公司又在医疗器械(参股万邦德医疗科技公司)、光伏电站(南玻旗滨光伏新能源公司)、供应链金融和供应量管理(前海励珀商业保理公司、深圳鹤裕供应链管理公司)等领域积极探索。目前公司股价具备较高安全边际,若新领域突破,又将收获新利润增长点。预计 16-18 年 EPS 分别为 0.27/0.29/0.32 元,对应的 PE 为 14.9/13.9/12.5x,继续给予"买入"评级。



附表 2: 财务预测与估值

| 资产负债表(百万元) | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 现金及现金等价物 | 784 | 600 | 600 | 600 |
| 应收款项 | 77 | 779 | 818 | 884 |
| 存货净额 | 1284 | 1009 | 1066 | 1167 |
| 其他流动资产 | 231 | 253 | 266 | 287 |
| 流动资产合计 | 2376 | 2642 | 2750 | 2937 |
| 固定资产 | 8693 | 7961 | 7151 | 6333 |
| 无形资产及其他 | 746 | 718 | 689 | 660 |
| 投资性房地产 | 616 | 616 | 616 | 616 |
| 长期股权投资 | 18 | 28 | 37 | 46 |
| 资产总计 | 12450 | 11964 | 11242 | 10592 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 2812 | 2928 | 1743 | 547 |
| 应付款项 | 1384 | 333 | 351 | 385 |
| 其他流动负债 | 457 | 517 | 545 | 595 |
| 流动负债合计 | 4653 | 3777 | 2640 | 1527 |
| 长期借款及应付债券 | 1795 | 1795 | 1795 | 1795 |
| 其他长期负债 | 879 | 880 | 881 | 882 |
| 长期负债合计 | 2674 | 2675 | 2676 | 2677 |
| 负 债合计 | 7327 | 6452 | 5316 | 4204 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 5123 | 5512 | 5926 | 6388 |
| 负债和股东权益总计 | 12450 | 11964 | 11242 | 10592 |

| 关键财务与估值指标 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 每股收益 | 0.08 | 0.27 | 0.29 | 0.32 |
| 每股红利 | 0.20 | 0.08 | 0.09 | 0.10 |
| 每股净资产 | 2.47 | 2.66 | 2.86 | 3.08 |
| ROIC | 4% | 7% | 7% | 8% |
| ROE | 3% | 10% | 10% | 10% |
| 毛利率 | 18% | 25% | 25% | 25% |
| EBIT Margin | 8% | 12% | 12% | 12% |
| EBITDA Margin | 22% | 26% | 25% | 25% |
| 收入增长 | 39% | 22% | 5% | 8% |
| 净利润增长率 | -22% | 224% | 7% | 11% |
| 资产负债率 | 59% | 54% | 47% | 40% |
| 息率 | 5% | 2% | 2% | 2% |
| P/E | 48.1 | 14.9 | 13.9 | 12.5 |
| P/B | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 14.0 | 9.0 | 8.1 | 7.1 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

| 利润表(百万元) | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 5169 | 6322 | 6638 | 7169 |
| 营业成本 | 4239 | 4742 | 4979 | 5377 |
| 营业税金及附加 | 24 | 30 | 31 | 34 |
| 销售费用 | 28 | 240 | 252 | 272 |
| 管理费用 | 454 | 569 | 595 | 641 |
| 财务费用 | 282 | 117 | 112 | 101 |
| 投资收益 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值及公允价值变动 | (5) | 0 | 0 | 0 |
| 其他收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 136 | 626 | 669 | 745 |
| 营业外净收支 | 105 | 10 | 10 | 10 |
| 利润总额 | 241 | 636 | 679 | 756 |
| 所得税费用 | 70 | 81 | 87 | 97 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司 净利润 | 171 | 555 | 592 | 659 |

| 现金流量表(百万元) | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 171 | 555 | 592 | 659 |
| 资产减值准备 | 5 | 0 | 0 | (1) |
| 折旧摊销 | 688 | 882 | 902 | 911 |
| 公允价值变动损失 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 282 | 117 | 112 | 101 |
| 营运资本变动 | 348 | (1440) | (60) | (104) |
| 其它 | (5) | 0 | 0 | 1 |
| 经营活动现金流 | 1213 | (3) | 1434 | 1466 |
| 资本开支 | (3298) | (121) | (63) | (63) |
| 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (3316) | (130) | (72) | (72) |
| 权益性融资 | 1282 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | 158 | 0 | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | (424) | (166) | (178) | (198) |
| 其它融资现金流 | 1258 | 116 | (1184) | (1196) |
| 融资活动现金流 | 2009 | (51) | (1362) | (1394) |
| 现金净变动 | (95) | (184) | 0 | 0 |
| 货币资金的期初余额 | 878 | 784 | 600 | 600 |
| 货币资金的期末余额 | 784 | 600 | 600 | 600 |
| 企业自由现金流 | (1960) | (31) | 1460 | 1482 |
| 权益自由现金流 | (544) | (17) | 178 | 198 |



国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 预计6个月内,股价表现优于市场指数20%以上 |
| | 增持 | 预计6个月内,股价表现优于市场指数10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计6个月内,股价表现介于市场指数 ±10%之间 |
| | 卖出 | 预计6个月内,股价表现弱于市场指数10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计6个月内,行业指数表现优于市场指数10%以上 |
| | 中性 | 预计6个月内,行业指数表现介于市场指数 ±10%之间 |
| | 低配 | 预计6个月内,行业指数表现弱于市场指数10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称"我公司")所有,仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写,但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断,在不同时期,我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态;我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料,但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用,不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险,我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议,并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式,指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析,形成证券估值、投资评级等投资分析意见,制作证券研究报告,并向客户发布的行为。



| | | | de 1 - 1 - 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 | | | |
|---------------|---------------|-------|--------------------------------|-------|---------------|--|
| 国信证券经济研究所团队成员 | | | | | | |
| 宏观 | | 策略 | | 技术分析 | | |
| 董德志 | 021-60933158 | 郦 彬 | 021-6093 3155 | 闫 莉 | 010-88005316 | |
| 陶 川 | 010-88005317 | 朱俊春 | 0755-22940141 | | | |
| 燕 翔 | 010-88005325 | 王佳骏 | 021-60933154 | | | |
| 李智能 | 0755-22940456 | | | | | |
| 固定收益 | | 医药生物 | | 互联网 | | |
| 董徳志 | 021-60933158 | 江维娜 | 021-60933157 | 王学恒 | 010-88005382 | |
| 赵 婧 | 0755-22940745 | 邓周宇 | 0755-82133263 | 何立中 | 010-88005322 | |
| 魏玉敏 | 021-60933161 | 万明亮 | | | | |
| 柯聪伟 | 021-60933152 | 梁东旭 | 0755-82130646 | | | |
| | | 徐衍鹏 | 021-60875165 | | | |
| | | 谢长雁 | 0755-82133263 | | | |
| 纺织旧化 | 零售 | 社会服务(| 酒店、餐饮和休闲) | 家电 | | |
| 郭陈杰 | 021-60875168 | 曾 光 | 0755-82150809 | 王念春 | 0755-82130407 | |
| 朱元 | 021-60933162 | 钟 潇 | 0755-82132098 | | | |
| | | 张峻豪 | 0755-22940141 | | | |
| 通信服务 | | 电子 | | 环保与公共 | 事业 | |
| 程 成 | 0755-22940300 | 刘翔 | 021-60875160 | 陈青青 | 0755-22940855 | |
| 王齐昊 | 0755-22940673 | 蓝逸翔 | 021-60933164 | 邵 潇 | 0755-22940659 | |
| | | 马红丽 | 021-60875174 | | | |
| 军工及主是 | 通投资 | 非金属及建 | 性材 | 房地产 | | |
| 李君海 | 010-88005315 | 黄道立 | 0755-82130685 | 区瑞明 | 0755-82130678 | |
| 王东 | 010-88005309 | 刘宏 | 0755-22940109 | 朱宏磊 | 0755-82130513 | |
| 徐培沛 | 0755-22940793 | | | | | |
| 电力设备部 | 听能源 | 化工 | | 建筑工程 | | |
| 杨敬梅 | 021-60933160 | 苏 淼 | 021-60933150 | 刘萍 | 0755-22940678 | |
| 轻工造纸 | | 汽车及零音 | 『件 | 非银行金融 | k | |
| 邵 达 | 0755-82130706 | 梁 超 | 0755-22940097 | 陈福 | | |
| | | | | 赵秋实 | | |
| | | | | 王继林 | | |
| A 1 | | | | | | |

金融工程

吴子昱0755-22940607黄志文0755-82133928郵 璐0755-82130833-701418

0/30-02130033-701410



| | | | 国信证券 | 机构销售团 | 队 | | | |
|------------------------------------|--------------|-----------------|--------------|------------------------------|---------------|--------------|---------------------|--|
| 华北区(| 机构销售一部) | 华东区(| 机构销售二部) | 华南区(| 机构销售三部) | 海外销售 | 交易部 | |
| 李文英 | 010-88005334 | 汤静文 | 021-60875164 | 赵晓曦 | 0755-82134356 | 赵冰童 | 0755-82134282 | |
| | 13910793700 | | 13636399097 | | 15999667170 | | 13693633573 | |
| liwying@guosen.com.cn tangjingwen@ | | n@guosen.com.cn | zhaoxxi@ | guosen.com.cn | zhaobt@gu | uosen.com.cn | | |
| 夏坤 | | 吴 国 | | 邵燕芳 | 0755-82133148 | 梁佳 | 0755-25472670 | |
| | 13726685252 | | 15800476582 | | 13480668226 | | 13602596740 | |
| | | | | shaoyf@guosen.com.cn liangji | | liangjia@g | ngjia@guosen.com.cn | |
| 王 玮 | | 梁轶聪 | 021-60873149 | 颜小燕 | 0755-82133147 | 程可欣 | | |
| | 13726685252 | | 18601679992 | | 13590436977 | | 886-0975503529(台 | |
| | | | | | | 湾) | | |
| | | liangyc@g | uosen.com.cn | yanxy@gu | iosen.com.cn | | | |
| | | | | | | | guosen.com.an | |
| 许 婧 | | 倪 婧 | | 黄明燕 | | 夏雪 | | |
| | 18600319171 | | 18616741177 | | 18507558226 | | 18682071096 | |
| 边祎维 | | 林 若 | | 刘紫微 | | 吴翰文 | | |
| | 13726685252 | | 13726685252 | | 13828854899 | | 13726685252 | |
| | | | | | | | | |
| 王艺汀 | | 张南威 | | 简 洁 | | | | |
| | 13726685252 | | 13726685252 | | 13726685252 | | | |
| | | 周 鑫 | | | | | | |
| | | /4 200 | 13726685252 | | | | | |
| | | | | | | | | |
| | | 张欣慰 | | | | | | |
| | | | 13726685252 | | | | | |