证券研究报告

公司点评

国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2017 年 02 月 17 日

# 旗滨集团（601636）\建筑材料

## ——玻璃出厂价上涨，看好公司持续盈利能力

**投资建议：** 推荐

首次覆盖

**当前价格：** 4.59 元

### 事件：

**事件一：**华南地区玻璃生产企业召开会议，基于对下游加工企业开工预期，各企业根据市场情况调整玻璃出厂价，漳州旗滨5mm浮法玻璃出厂价上调20元至1767元/重量箱。

**事件二：**公司发布业绩预告，2016年归母净利润同比增长约390%~410%。

**事件三：**玻璃去产能督查正在进行，板块迎来政策利好。

### 投资要点：

➢ **受益量价齐升，公司业绩大幅增长390%~410%**

2016年下半年，玻璃行业景气度大幅回升，玻璃价格指数全年增长25.38%；2016年底，漳州旗滨5mm玻璃出厂价1767元/重量箱，较年初上调535元。下游房地产市场刺激带动公司销量较大幅度增长，上半年销量同比增长30.9%。量价同升推动公司盈利能力增长，预计全年归母净利润同比增长390%~410%。

➢ **华南地区下游逐渐恢复正常生产，补库存预期支持价格上涨**

近日，华南地区生产企业召开会议。考虑到当前现货企业库存增量有限、华南地区下游企业开工在即，各玻璃成交可根据市场情况涨价20-40元或取消优惠政策。**上周，漳州旗滨上调5mm浮法玻璃出厂价20元。**考虑到2016年上半年，公司单位毛利仅约11.25元/重量箱、净利约2.75元/重量箱，价格上涨对业绩弹性高，我们对公司业绩持乐观态度。

➢ **去产能督查正在进行时，利好旗滨玻璃龙头、市场刺激一触即发**

2月12~22日，国家环保部、质检总局联合发改委、工信部、安监局协同督查水泥、玻璃行业淘汰落后产能专项行动，奔赴全国31省市重点督查行业去产能实施情况。目前，全国玻璃CR10约53%左右；根据各省规划，“十三五”期间有望提升至60%-80%。政策利好行业龙头旗滨集团，公司日熔量11600万吨．是A股最大的玻璃集团。

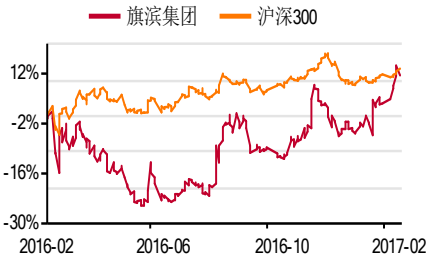
| 财务数据和估值 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 3716.62 | 5169.46 | 7340.64 | 7927.89 | 8958.51 |
| 增长率（%） | 5.41% | 39.09% | 42.00% | 8.00% | 13.00% |
| EBITDA（百万元） | 882.52 | 1231.51 | 2420.03 | 2282.22 | 2382.86 |
| 净利润（百万元） | 221.06 | 171.33 | 868.95 | 806.78 | 990.35 |
| 增长率（%） | -42.90% | -22.49% | 407.17% | -7.16% | 22.75% |
| EPS（元/股） | 0.08 | 0.07 | 0.33 | 0.31 | 0.38 |
| 市盈率（P/E） | 52.98 | 68.36 | 13.48 | 14.52 | 11.83 |
| 市净率（P/B） | 2.92 | 2.29 | 2.14 | 2.02 | 1.88 |
| EV/EBITDA | 6.81 | 12.31 | 6.52 | 5.43 | 5.47 |

数据来源：公司公告，国联证券研究所

### 基本数据

| | |
|---|---|
| 总股本/流通股本（百万股） | 2,608/2,472 |
| 流通 A 股市值（百万元） | 11,345 |
| 每股净资产（元） | 2.14 |
| 资产负债率（%） | 55.41 |
| 一年内最高/最低（元） | 4.75/2.99 |

### 一年内股价相对走势





马群星 分析师

执业证书编号：S0590516080001

电话：0510-85613163

邮箱：maqx@glsc.com.cn

孙会东 联系人

电话：82832186

邮箱：sunhd@glsc.com.cn

叶洋

电话：85611779

邮箱：yey@glsc.com.cn


### 相关报告

- **我们预计公司16-18年EPS分别为0.33、0.31、0.38，对应2月16日最新股价PE分别为13.48、14.52、11.83，给予“推荐”评级。**
- **风险提示**

（1）公司销量不及预期；

（2）玻璃行业去产能不及预期；

（3）下游地产需求不及预期；

（4）纯碱价格持续上涨风险；

## 图表 1：财务预测摘要

**资产负债表**

| 单位:百万元 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 609.72 | 206.73 | 73.41 | 813.94 | 186.62 |
| 应收账款+票据 | 81.16 | 77.36 | 147.73 | 95.37 | 179.34 |
| 预付账款 | 30.43 | 21.41 | 43.23 | 29.49 | 52.68 |
| 存货 | 1264.53 | 1283.74 | 2768.44 | 1790.26 | 3361.08 |
| 其他 | 132.42 | 209.89 | 209.89 | 209.89 | 209.89 |
| **流动资产合计** | 2118.26 | 1799.14 | 3242.70 | 2938.96 | 3989.61 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 18.35 | 18.35 | 18.35 | 18.35 |
| 固定资产 | 5240.30 | 8372.15 | 7649.90 | 6606.40 | 5562.90 |
| 在建工程 | 823.38 | 321.25 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 440.59 | 746.44 | 675.50 | 593.40 | 511.30 |
| 其他非流动资产 | 327.50 | 536.73 | 481.56 | 437.56 | 437.56 |
| **非流动资产合计** | **6831.77** | **9994.92** | **8825.32** | **7655.71** | **6530.11** |
| **资产总计** | **8950.03** | **11794.06** | **12068.02** | **10594.67** | **10519.71** |
| 短期借款 | 1181.00 | 2178.00 | 2638.69 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款+票据 | 983.81 | 1383.92 | 772.22 | 1653.44 | 1087.55 |
| 其他 | 622.58 | 1006.00 | 1074.36 | 1027.37 | 1111.85 |
| **流动负债合计** | **2787.39** | **4567.92** | **4485.26** | **2680.81** | **2199.40** |
| 长期带息负债 | 1637.00 | 1795.00 | 1795.00 | 1795.00 | 1795.00 |
| 长期应付款 | 44.57 | 59.96 | 59.96 | 59.96 | 59.96 |
| 其他 | 476.09 | 247.71 | 247.71 | 247.71 | 247.71 |
| **非流动负债合计** | **2157.66** | **2102.67** | **2102.67** | **2102.67** | **2102.67** |
| **负债合计** | **4945.05** | **6670.59** | **6587.93** | **4783.47** | **4302.07** |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 839.21 | 2525.29 | 2525.29 | 2525.29 | 2525.29 |
| 资本公积 | 2093.86 | 1321.78 | 1321.78 | 1321.78 | 1321.78 |
| 留存收益 | 1071.90 | 1276.40 | 1633.02 | 1964.12 | 2370.57 |
| **股东权益合计** | **4004.97** | **5123.47** | **5480.09** | **5811.20** | **6217.64** |
| **负债和股东权益总** | **8950.03** | **11794.06** | **12068.02** | **10594.67** | **10519.71** |

**现金流量表**

| 单位:百万元 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 600.41 | 205.30 | 868.95 | 806.78 | 990.35 |
| 折旧摊销 | 425.81 | 709.69 | 1169.61 | 1169.61 | 1125.60 |
| 财务费用 | 222.55 | 295.99 | 228.12 | 163.47 | 92.14 |
| 存货减少 | -120.35 | 389.26 | -1484.7 | 978.18 | -1570.8 |
| 营运资金变动 | 34.46 | -661.37 | -635.54 | 900.34 | -588.56 |
| 其它 | -439.87 | -91.90 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **经营活动现金流** | 723.00 | 846.97 | 146.44 | 4018.37 | 48.72 |
| 资本支出 | 1344.0 | 1084.95 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 9.50 | 39.05 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 452.93 | 93.88 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **投资活动现金流** | -900.66 | -1030.1 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 债权融资 | 173.48 | 898.00 | 460.69 | -2638.6 | 0.00 |
| 股权融资 | 787.98 | 1281.62 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -415.63 | -2219.0 | -740.46 | -639.14 | -676.05 |
| **筹资活动现金流** | 545.82 | -39.37 | -279.77 | -3277.8 | -676.05 |
| **现金净增加额** | **368.09** | **-219.96** | **-133.33** | **740.54** | **-627.32** |

**利润表**

| 单位:百万元 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **3716.62** | **5169.46** | **7340.64** | **7927.8** | **8958.5** |
| 营业成本 | 2964.50 | 4239.04 | 5285.26 | 5945.9 | 6718.8 |
| 营业税金及附加 | 17.62 | 24.48 | 33.84 | 36.55 | 41.30 |
| 营业费用 | 20.89 | 27.95 | 47.16 | 50.93 | 57.55 |
| 管理费用 | 348.93 | 453.62 | 697.84 | 753.66 | 851.64 |
| 财务费用 | 219.22 | 281.51 | 254.24 | 191.67 | 124.01 |
| 资产减值损失 | 0.12 | 5.33 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **营业利润** | **145.34** | **137.53** | **1022.30** | **949.15** | **1165.1** |
| 营业外净收益 | 100.24 | 103.55 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **利润总额** | **245.59** | **241.07** | **1022.30** | **949.15** | **1165.1** |
| 所得税 | 24.53 | 69.74 | 153.34 | 142.37 | 174.77 |
| **净利润** | **221.06** | **171.33** | **868.95** | **806.78** | **990.35** |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **归属于母公司净利** | **221.06** | **171.33** | **868.95** | **806.78** | **990.35** |

**主要财务比率**

| | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入 | 5.41% | 39.09% | 42.00% | 8.00% | 13.00% |
| EBIT | -29.95 | 14.26% | 139.63 | -11.02 | 13.00% |
| EBITDA | -13.69 | 39.55% | 96.51% | -5.69% | 4.41% |
| 归属于母公司净利 | 96.19% | -22.49 | 407.17 | -7.16% | 22.75% |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率 | 20.24% | 18.00% | 28.00% | 25.00% | 25.00% |
| 净利率 | 5.95% | 3.31% | 11.84% | 10.18% | 11.05% |
| ROE | 5.52% | 3.34% | 15.86% | 13.88% | 15.93% |
| ROIC | 5.82% | 5.12% | 11.89% | 9.54% | 15.55% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 55.25% | 56.56% | 54.59% | 45.15% | 40.90% |
| 流动比率 | 0.76 | 0.39 | 0.72 | 1.10 | 1.81 |
| 速动比率 | 0.26 | 0.07 | 0.06 | 0.35 | 0.19 |
| **营运能力** | | | | | |
| 应收账款周转率 | 51.45 | 87.64 | 57.64 | 107.29 | 58.36 |
| 存货周转率 | 2.34 | 3.30 | 1.91 | 3.32 | 2.00 |
| 总资产周转率 | 0.42 | 0.44 | 0.61 | 0.75 | 0.85 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益 | 0.08 | 0.07 | 0.33 | 0.31 | 0.38 |
| 每股经营现金流 | 0.28 | 0.32 | 0.06 | 1.54 | 0.02 |
| 每股净资产 | 1.54 | 1.96 | 2.10 | 2.23 | 2.38 |
| **估值比率** | | | | | |
| 市盈率 | 52.98 | 68.36 | 13.48 | 14.52 | 11.83 |
| 市净率 | 2.92 | 2.29 | 2.14 | 2.02 | 1.88 |
| EV/EBITDA | 6.81 | 12.31 | 6.52 | 5.43 | 5.47 |
| EV/EBIT | 13.17 | 29.05 | 12.61 | 11.14 | 10.37 |

数据来源：公司报告、国联证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

| | | |
|---|---|---|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上 |
| | 推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上 |
| | 观望 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10% |
| | 卖出 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上 |
| 行业投资评级 | 优异 | 行业指数在未来 6 个月内强于大盘 |
| | 中性 | 行业指数在未来 6 个月内与大盘持平 |
| | 落后 | 行业指数在未来 6 个月内弱于大盘 |

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

**无锡**

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**上海**

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

## 分公司机构销售联系方式

| 地区 | 姓名 | 固定电话 |
| --- | --- | --- |
| 北京 | 管峰 | 010-68790949-8007 |
| 上海 | 刘莉 | 021-38991500-831 |
| 深圳 | 张杰甫 | 0755-82556064 |