



买入

35% ↑

目标价格:人民币 5.99

601636.CH

价格:人民币 4.43

目标价格基础:13倍 17年市盈率

板块评级:未有评级

旗滨集团

玻璃涨价收益，光伏玻璃利润开始体现

公司 2017 年 1 季度收入 16.35 亿元，同比上升 33.15%，扣非归属母公司净利润 2.27 亿元，同比增长 782%，盈利能力大幅提升。我们认为这一变化主要由于浮法玻璃涨价所致。经营活动现金净流入 2.64 亿元，同比上升 2,355%，现金情况大有改善。结合公司 4 月对于玻璃上调价格与新投资深加工玻璃逐渐产生利润，预期 2017 年较 2016 年盈利状况有较大提升。

支撑评级的要点

- 浮法玻璃价格高位，公司盈利水平大幅提升。2017 年 1 季度浮法玻璃价格较去年大幅上升，使公司毛利率上升超过 12%，结合公司在 2017 年 4 月进一步上调浮法玻璃价格以及市场对于 2017 年年内仍有会上调价格预期，预测 2017 年全年毛利率超过 30%，盈利能力大幅提升。
- 投资收益迎来转折，预期深加工增厚利润。公司投资收益较去年同期有所改善，主要原因为公司投资光伏玻璃开始产生盈利，结合公司引入优秀人才，借机发展深加工玻璃，预期深加工玻璃的开展将成为公司未来重要的成长来源。
- 利润上升改善公司现金流情况。浮法价格预期高位稳中有升，同时深加工不断增厚利润，预期公司在完成现有浮法玻璃生产线后现金流情况将出现重大改善，并且逐步降低财务费用。
- 季内推行新一期股权激励计划，企业员工携手并进。公司在 2017 年 1 季度通过了第三期股权激励计划草案，主要将由于加入公司时间较晚错过第二期计划的重要员工纳入计划之内。

评级面临的主要风险

- 浮法玻璃市场产能超预期，原材料价格超预期波动。

估值

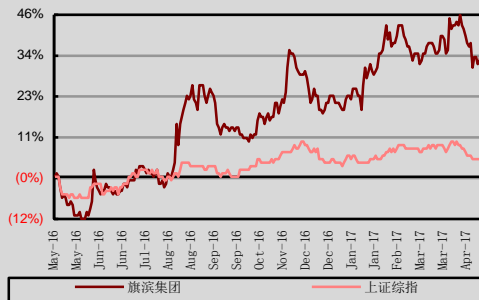
- 基于季报，我们测算获得公司 2017、2018、2019 年预期盈利 12.0、14.5、17.5 亿元，对应每股收益分别为 0.46、0.56、0.67 元，年化增长率超过 20%。预期合理估值为 13 倍。对应目标价格 5.99 元，高于现有价格 20% 以上，维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	5,169	6,961	7,827	9,173	10,294
变动(%)	39	35	12	17	12
净利润(人民币 百万)	171	834	1,199	1,452	1,750
全面摊薄每股收益(人民币)	0.068	0.320	0.460	0.557	0.672
变动(%)	(74.2)	371.9	43.8	21.0	20.5
全面摊薄市盈率(倍)	65.3	13.8	9.6	8.0	6.6
价格/每股现金流量(倍)	13.2	7.0	5.4	4.7	4.4
每股现金流量(人民币)	0.34	0.64	0.82	0.95	1.01
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.3	7.0	7.0	5.8	4.9
每股股息(人民币)	0.040	0.000	0.207	0.251	0.302
股息率(%)	0.9	n.a.	4.7	5.7	6.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	12.2	0.2	5.2	38.8
相对上证指数	11.9	2.7	5.7	31.8

发行股数(百万)	2,605
流通股(%)	95
流通股市值(人民币 百万)	10,949
3个月日均交易额(人民币 百万)	174
净负债比率(%) (2017E)	51
主要股东(%)	
福建旗滨集团有限公司	34

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2017 年 5 月 2 日收市价为标准

相关研究报告

《旗滨集团: 浮法稳中有升, 深加工增厚未来利润》2017.4.25

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 玻璃制造

王钦*

(8621)20328348

qin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515100003

*朱超彦为本报告重要贡献者

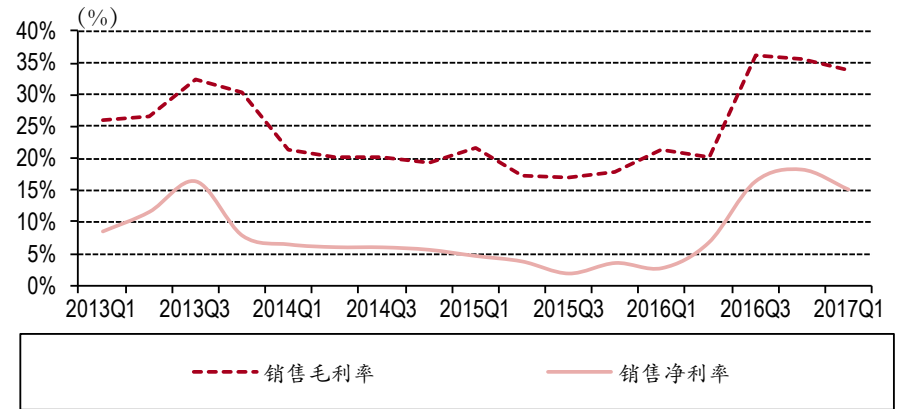
图表1. 2017年1季度业绩摘要

(人民币, 亿元)	2015年1季度	2016年1季度	2017年1季度	同比变动(%)
营业收入	7.41	12.28	16.35	33.00
营业成本	5.80	9.67	10.82	12.00
销售费用	0.05	0.07	0.07	
管理费用	0.74	1.43	1.75	22.00
财务费用	0.44	0.74	0.47	(36.00)
资产减值损失	0.01	0.03	(0.01)	(133.00)
营业外收入	0.11	0.17	0.22	29.00
营业外支出	0.01	0.01	0.01	
利润总额	0.43	0.45	3.00	567.00
减: 所得税	0.09	0.12	0.56	367.00
净利润	0.34	0.33	2.45	642.00
少数股东损益			(0.01)	
归属于母公司所有者的净利润	0.34	0.33	2.45	642.00
主要指标 (%)				
净利率	4.63	2.69	14.96	12.27 个百分点
毛利率	21.63	21.27	33.80	12.53 个百分点

数据来源: 公司公告

毛利率一季度新高, 昭示盈利能力提升

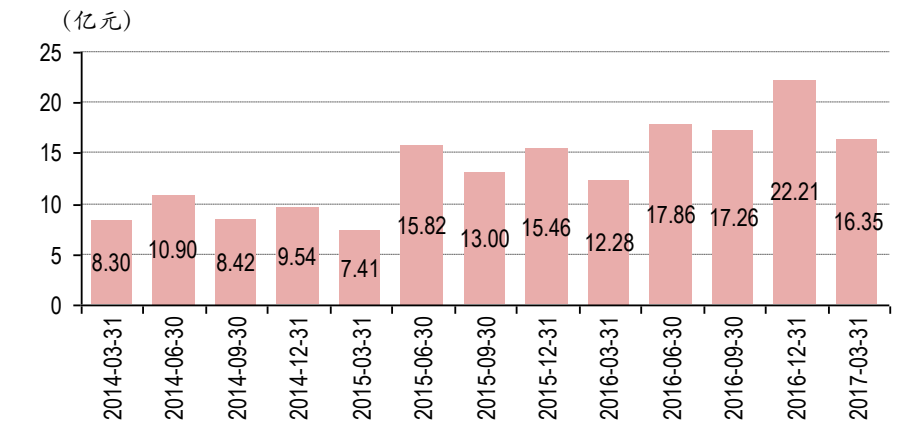
公司2017年1季度毛利率33.80%, 较2016年的21.27%呈现显著上升态势。

图表2. 旗滨集团各报告盈利能力一览


资料来源: 万得

由于公司营业成本较去年同期上升12%, 认为毛利率上升的主要原因为浮法价格高位带来的收入上升导致。

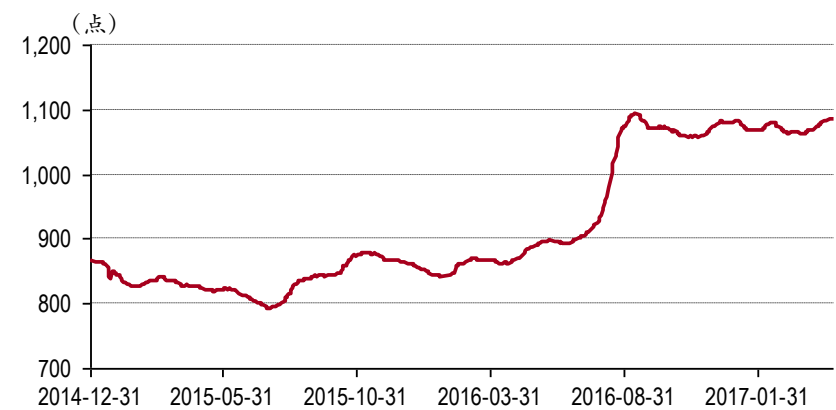
图表 3. 公司 2014 年以来单季收入一览



资料来源: 万得

由于公司产能相对固定, 且成本大概率不会出现大幅提升的可能, 认为决定公司收入主要为玻璃价格。预期浮法玻璃价格稳中有升, 1 季度之后 4 月对价格的调价初步印证这一观点, 预期全年毛利率与盈利水平显著高于 2016 年。

图表 4. 中国玻璃价格指数



资料来源: 万得

进军深加工, 有望成为公司未来新增长点

公司在 2016 年开始进军深加工玻璃, 目前主要投资于增长空间大且扩张便利的节能玻璃与利润率较高的光伏玻璃, 目前公告生产线预期达产后, 将每年为公司带来不少于 2.81 亿利润。

公司在 2016 年公告了 5 条深加工玻璃生产线, 意味着公司通过利用行业内变动机会, 成功引进行业内优秀技术和管理人才, 并借此成功进入深加工市场。

图表 5. 旗滨集团在建深加工生产线

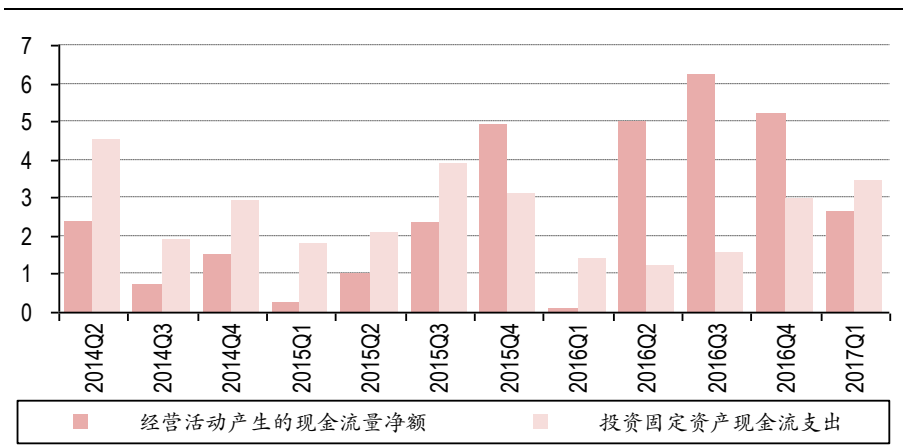
生产线	地点
LOW-E 镀膜生产线	广东省惠州
700t/d 光电材料	湖南省郴州
1000t/d 光伏封装材料生产线	湖南省郴州
节能玻璃	浙江省绍兴
节能玻璃	马来西亚

资料来源：公司公告，中银证券

由于节能玻璃单线投资约为 2 亿，较浮法玻璃单线投资显著较小且根据《推进玻璃行业供给侧结构性改革打赢“三个攻坚战”的指导意见》，“实现“十三五”末期，玻璃深加工率 60% 以上，生产加工一体化比例达到 50%；新兴产业比重 15%，新建建筑 Low-E 节能玻璃使用率 70% 以上”认为节能玻璃有较为广阔的市场空间，有望进一步在此市场扩展，成为公司新的利润增长来源。

现金流较去年大幅改善，预期未来现金流情况大幅好转。

公司 2017 年 1 季度经营性现金流净额 2.68 亿元，同比上 2,355%，投资性现金流支出 3.44 亿元，同比上升 120%，筹资性现金流流出 0.47 亿元。

图表 6. 公司 2014 年来现金流情况一览


资料来源：万得

其中经营性现金流情况上升主要原因为公司盈利能力上升带来的利润增长。投资性现金流的增长主要由于公司在马来西亚的浮法生产线投资计划，而融资性现金流由流入转为流出主要为公司现金流情况改善后偿还借款所致。

由于公司战略从“做大”转向“做强”，马来西亚项目后预期短期不会再新增需要重大投资的浮法生产线项目，投资性现金流流出将有所缓解。结合逐步上升的净利润，认为公司现金流情况将不断改善，从而导致财务费用降低。

引入优秀人才，股权激励捆绑利益。

公司利用行业变动机会，吸收引进了大量南玻 A 优秀技术与管理人才基于南玻 A 在玻璃行业深深耕耘 30 年以上，预期该部分人才对于公司技术与发展带来较大的助益。而为了更好的和这部分业务骨干一起做强，公司针对这部分新进入的技术与管理人才，专门进行了一轮股权激励，有效捆绑员工与公司利益。为公司进一步发展进行了有效的人才管理。

图表 7. 2017 年第三类股权激励计划方案

公布时间	2017 年 3 月
激励总数	9260 万股
期权初始行权价格	2.28 元
有效期	4 年
激励对象	管理人员、业务人员、技术人员、预留人员 共 93 人
行权条件：	第一次解锁:以 2015 年净利润为基数，2017 年净利润增长率不低于 110%
	第二次解锁:以 2015 年净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 120%。
	第三次解锁:以 2015 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 130%。

资料来源：公司公告

投资建议

基于季报，我们维持对于公司 2017、2018、2019 年的预期盈利 12.0、14.5、17.5 亿元的测算，其对应每股收益分别为 0.46、0.56、0.67 元，年化增长超过 20%。预期合理估值为 13 倍。对应目标价格 5.99 元，高于现有价格 20%以上，维持买入评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	5,169	6,961	7,827	9,173	10,294
销售成本	(4,264)	(5,014)	(5,425)	(6,407)	(7,160)
经营费用	201	66	(267)	(191)	(163)
息税折旧前利润	1,107	2,013	2,135	2,574	2,971
折旧及摊销	(688)	(804)	(507)	(633)	(690)
经营利润(息税前利润)	419	1,209	1,629	1,941	2,281
净利息收入/(费用)	(282)	(264)	(233)	(233)	(202)
其他收益/(损失)	104	75	70	66	59
税前利润	241	1,019	1,466	1,774	2,138
所得税	(70)	(185)	(266)	(322)	(388)
少数股东权益	0	(0)	(1)	(1)	(1)
净利润	171	834	1,199	1,452	1,750
核心净利润	202	848	1,212	1,464	1,761
每股收益(人民币)	0.068	0.320	0.460	0.557	0.672
核心每股收益(人民币)	0.080	0.325	0.465	0.561	0.675
每股股息(人民币)	0.040	0.000	0.207	0.251	0.302
收入增长(%)	39	35	12	17	12
息税前利润增长(%)	15	189	35	19	18
息税折旧前利润增长(%)	43	82	6	21	15
每股收益增长(%)	(74)	372	44	21	21
核心每股收益增长(%)	(71)	307	43	21	20

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	241	1,019	1,466	1,774	2,138
折旧与摊销	688	804	507	633	690
净利息费用	282	264	233	233	202
运营资本变动	(661)	(478)	637	93	393
税金	(70)	(185)	(266)	(322)	(388)
其他经营现金流	367	235	(435)	64	(397)
经营活动产生的现金流	846	1,659	2,142	2,476	2,638
购买固定资产净值	317	61	2,460	1,432	1,305
投资减少/增加	(20)	(26)	(3)	(3)	(3)
其他投资现金流	(1,327)	(807)	(4,900)	(2,863)	(2,610)
投资活动产生的现金流	(1,030)	(772)	(2,443)	(1,435)	(1,308)
净增权益	(101)	0	(540)	(654)	(788)
净增债务	1,398	(723)	1,012	5	(207)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(1,336)	(20)	(120)	(336)	(423)
融资活动产生的现金流	(39)	(715)	404	(882)	(1,197)
现金变动	(223)	171	103	159	133
期初现金	878	784	824	927	1,086
公司自由现金流	(184)	887	(301)	1,041	1,330
权益自由现金流	1,496	428	944	1,280	1,325

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	994	843	1,077	1,241	1,379
应收帐款	77	383	226	167	205
库存	1,284	1,136	1,287	1,261	1,625
其他流动资产	21	49	25	59	31
流动资产总计	2,376	2,411	2,614	2,727	3,240
固定资产	8,693	8,547	10,448	11,195	11,762
无形资产	758	819	871	922	971
其他长期资产	535	483	481	491	541
长期资产总计	9,986	9,849	11,799	12,608	13,274
总资产	12,450	12,366	14,461	15,344	16,513
应付帐款	1,384	785	1,367	1,321	1,693
短期债务	2,178	2,311	3,176	3,391	3,369
其他流动负债	1,091	1,248	985	1,114	1,161
流动负债总计	4,653	4,344	5,528	5,826	6,223
长期借款	1,795	1,023	1,225	1,000	800
其他长期负债	879	974	859	870	880
股本	2,525	2,608	2,608	2,608	2,608
储备	2,632	3,582	4,242	5,042	6,005
股东权益	5,157	6,190	6,851	7,650	8,613
少数股东权益	0	(0)	(1)	(2)	(3)
总负债及权益	12,450	12,366	14,461	15,344	16,513
每股帐面价值(人民币)	2.04	2.37	2.63	2.93	3.30
每股有形资产(人民币)	1.74	2.06	2.29	2.58	2.93
每股净负债/(现金)(人民币)	1.26	0.96	1.33	1.27	1.13

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	21.4	28.9	27.3	28.1	28.9
息税前利润率(%)	8.1	17.4	20.8	21.2	22.2
税前利润率(%)	4.7	14.6	18.7	19.3	20.8
净利率(%)	3.3	12.0	15.3	15.8	17.0
流动性					
流动比率(倍)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
利息覆盖率(倍)	1.5	4.6	7.0	8.3	11.3
净权益负债率(%)	61.8	40.5	50.7	43.2	34.3
速动比率(倍)	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	65.3	13.8	9.6	8.0	6.6
核心业务市盈率(倍)	55.4	13.6	9.5	7.9	6.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	74.9	18.4	12.9	10.7	8.9
市净率(倍)	2.2	1.9	1.7	1.5	1.3
价格/现金流(倍)	13.2	7.0	5.4	4.7	4.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.3	7.0	7.0	5.8	4.9
周转率					
存货周转天数	109.1	88.1	81.5	72.6	73.6
应收帐款周转天数	5.6	12.1	14.2	7.8	6.6
应付帐款周转天数	83.6	56.9	50.2	53.5	53.4
回报率					
股息支付率(%)	59.0	0.0	45.1	45.1	45.1
净资产收益率(%)	3.7	14.7	18.4	20.0	21.5
资产收益率(%)	2.7	8.0	9.9	10.7	11.7
已运用资本收益率(%)	0.5	2.2	2.9	3.1	3.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371