



## 旗滨集团半年报点评

旗滨集团(601636.CH/人民币 5.05, 买入)今日公布半年报, 2017年1-6月公司销售各类玻璃产品 4,958 万重量箱, 收入 34.98 亿元, 同比增长 16%。平均每重箱收入 70.56 元, 实现归母净利润 5.36 亿元, 同比增长 252%, 每重箱净利 10.8 元, 较 1 季度每重箱净利 10.2 元上升 5%。公司净利润增长原因主要在于浮法玻璃价格的进一步提升与公司经营状况改善带来的财务费用下降。预期下半年成本得以维持, 而价格有望进一步上升, 预期公司完成 12 亿归母净利润可能性较高。

### 中报关注要点

- 销售顺利, 浮法玻璃价格走高受益者:** 今年上半年玻璃需求上升玻璃价格今年呈现稳中有升趋势, 根据玻璃信息网数据, 2017年1-6月玻璃需求上升 6.4%。供给端日熔量同比上升仅 1.4%, 供需状况有所改善带来浮法价格稳中有升。造成价格进一步上升, 基于卓创数据, 2017年7-8月22日, 全国重点城市浮法价格进一步上升 3% (约 2 元/重量箱)。
- 管理提升, 员工激励调高管理费用:** 公司管理团队革新以及股权激励带来的正面效果得到提升, 物流与生产质量均有提升, 且生产成本得到有效控制, 在收入上升 16% 的情况下, 营业成本下降 2.22%。而对于员工激励造成财务费用上升 1.12 亿元, 其中 0.98 亿元为股权激励摊销费用 (预期 2017 年将是股权费用最高的一年, 管理费用率将有所上升)。
- 业绩改善, 现金流增多减少财务费用:** 由于浮法玻璃价格上升, 公司经营性现金流大幅度改善, 净流入 11 亿元, 同比上升 123%, 带来公司现金储备上升, 致使财务费用下降 6,323 万元, 其中 5,333 万元为有息借款减少所致。
- 进展顺利, 深加工增厚未来利润:** 深加工项目中浙江节能、广东节能、马来西亚节能玻璃项目建设进展顺利, 预计年底以前建成投产, 预期 2018 年将全年达产, 增厚公司 6,300 万净利润, 郴州旗滨光伏光电基板生产线项目开工建设, 预期 2018 年内投产, 达产后将进一步增厚公司 2.2 亿元净利润。

### 下半年预期

- 供给:** 由于政府严格限制新进产能, 且价格改善带来的复产基本复产完毕, 目前产能 292 条, 在产 240 条的局面将得以维持, 预计下半年供给增长不超过 2%。
- 需求:** 由于玻璃需求基本晚于房地产新开工 18 个月, 2015 年下半年受房地产市场景气影响, 公司所在主要市场增长客观 (新开工面积累计同比增长超 20%), 同时 9-10 月为建材传统旺季, 需求增长可期。
- 价格:** 由于 2017 年下半年需求增长大概率超过供给, 预期玻璃价格进一步上升, 预期每重箱上升 2-4 元 (7-8 月已上涨 2 元, 复合预期)。
- 成本:** 纯碱市场目前自高位回落, 在无重大刺激消息情况下, 价格有望维持。成本端, 由于公司燃油、石油焦、天然气混用, 使得燃料成本不存在大幅上升可能。

### 相关研究报告

《旗滨集团: 浮法稳中有升, 深加增厚未来利润》  
2017.4.19

《旗滨集团: 玻璃涨价收益, 光伏玻璃利润开始体现》  
2017.5.2

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\*

证券投资咨询业务证书编号: S1300515100003  
(8621)20328348  
qin.wang@bocichina.com

\*朱超彦为本报告重要贡献者

**图表 1. 旗滨集团业绩摘要表**

(亿元)	2015H1	2016H1	2017H1	同比增长(%)
营业收入	23.23	30.13	34.98	16.09
营业成本	18.87	23.92	23.39	(2.22)
销售费用	0.13	0.15	0.15	(4.63)
管理费用	1.98	2.96	3.77	27.12
财务费用	1.44	1.41	0.77	(44.95)
资产减值损益	0.04	0.02	0.00	(100.16)
营业利润	0.66	1.56	6.10	291.64
营业外收入	0.87	0.43	0.48	11.34
营业外支出	0.36	0.06	0.02	(62.17)
利润总额	1.17	1.93	6.56	239.14
所得税费用	0.24	0.42	1.21	192.17
少数股东损益	-	-	-	-
归母净利润	0.94	1.52	5.36	252.72
主要盈利能力指标				
毛利率(%)	17.38	20.18	32.58	12.39 个百分点
净利率(%)	4.03	5.04	15.28	10.24 个百分点

资料来源: 万得

### 投资建议

我们预测公司 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%，且新增深加工业务带来公司整体估值提升。预期合理估值为 15 倍。对应目标价格 6.90 元，高于现有价格 20% 以上，维持 **买入** 评级。

## 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容予任何其他人士，或将此报告全部或部分容发表。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