



旗滨集团 (601636)

投资评级：增持

报告日期：2017-10-13

股价走势：



研究员：宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人：高欣宇
0551-65161836
gaoxy_pro@126.com

联系人：袁道升
0551-65161836
neilyds@163.com

业绩持续上行，转型稳步推进

——2017年三季度报告点评

事件：公司发布2017年三季报，期间实现营业收入54.93亿元，同比增长15.88%，实现归母净利润8.25亿元，同比增长90.89%，扣非后归母净利润7.71亿元，同比增长106.45%，基本每股收益0.3159元/股，同比增长84.63%。

□ 行业供需改善，公司毛利率大幅提升，费用率走低助推利润大涨

2017年玻璃行业供给侧改革持续推进，行业供需关系改善，行情运行平稳，玻璃产品价格持续提升，年初至9月30日全国平均价格约为1471.16元/重量箱，较去年同期增长20%左右。公司作为纯正的浮法玻璃制造企业，充分受益于玻璃产品价格的上升，2017年前三季度录得毛利率33.02%，较去年同期增长6.66个百分点。公司前三季度费用总额70811.11万元，占营收比例12.90%，同比减少2.99个百分点，其中销售费用2132.90万元，同比减少54.83%，主要系公司部分生产线进入冷修期，整体销量减少所致；管理费用5.80亿元，同比增长28.33%，主要系股权激励成本增加所致；财务费用1.07亿元，同比减少48.02%，主要系公司资金使用率提高及贷款同比减少所致。营收和毛利率稳升，费用率下行，公司盈利水平大幅提升，前三季度实现归母净利润8.25亿元，同比增幅达90.89%。

□ 产业链延伸项目稳步推进，技术升级夯实行业地位

公司新成立的浙江节能、广东节能、马来西亚节能玻璃深加工项目工程正在建设中，预计年底投产；郴州光伏光电玻璃项目已经开工建设。公司正在稳步从平板玻璃生产制造向全面布局玻璃深加工领域转型过渡，产业链延伸战略明确。另外，公司马来西亚基地2条优质浮法玻璃生产线已投入商业运营，漳州旗滨、长兴旗滨、醴陵旗滨3条生产线技术改造升级进展顺利。随着新生产线逐步建成投产，以及原生产线改造升级的推进，公司行业龙头地位将进一步夯实，业绩有望持续提升。

□ 拟成立集团公司，优化管理结构

2017年8月，公司拟定以本身为主体，联合旗下13家全资子公司为成员单位，组建集团公司，但集团公司并不具有企业法人资格。集团公司包括上游硅业、矿业公司，中游平板玻璃企业，及下游节能玻璃、光伏玻璃、特种玻璃等企业，基本覆盖玻璃行业全产业链。我们认为，集团公司的成立有利于优化企业管理结构，减少企业间内部竞争，整合优势资源产生新的协同效应。

□ 看好业绩稳增长兑现两轮股权激励，团队稳定性获增益

公司分别于2016年和2017年推出两波股权激励计划。目前，2016年股权激励限制性股票第一期解锁条件已达成，公司已对满足条件的股票办理解锁暨上市相关手续，另对部分不符合条件的股票予以回购注销，回购价格1.48元/股。2017年3月，公司因管理层变动再推股权激励计划，解锁条件是以2015年归母净利润为基数，17-19年增长分别为不低于110%、120%、

130%。我们认为，2015 年公司归母净利润达到近 8 年来低点，此次计划带有明显福利和团队稳定器意图，且今年前三季度归母净利润已大幅超过 2015 年全年的 110%，预计本次股权激励计划达成解锁条件问题不大，首次授予限制性股票回购价为 2.13 元/股。公司正处于转型提质的关键期，两波股权激励计划的执行将明显助力公司核心团队的稳定性，有望进一步夯实公司成本管控能力稳业绩，并向拓展新领域延拓做增量。

□ 盈利预测与估值

2017 年玻璃行业供需关系趋稳，价格上行助推公司业绩提升。公司本身具有卓越的成本管控能力，现规划成立集团公司，有望进一步优化集团内部管理结构，减少内部竞争并产生新的协同效应，在节能玻璃、光伏光电玻璃等玻璃深加工领域发力。从目前公司业绩增长水平来看，两轮股权激励计划顺利完成可以说唾手可得，团队稳定性的提升将巩固公司管控效率优势。我们预测，公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.45 元/股、0.52 元/股、0.56 元/股，对应的 PE 分别为 12 倍、10 倍、9 倍，给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6961	7657	8806	9950
收入同比(%)	35%	10%	15%	13%
归属母公司净利润	835	1198	1393	1493
净利润同比(%)	387%	43%	16%	7%
毛利率(%)	29.3%	30.5%	29.9%	29.2%
ROE(%)	13.9%	17.2%	17.6%	16.5%
每股收益(元)	0.31	0.45	0.52	0.56
P/E	16.68	11.63	10.00	9.33
P/B	2.31	2.00	1.76	1.54
EV/EBITDA	6	9	8	7

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,411	4,404	6,150	7,975	营业收入	6,961	7,657	8,806	9,950
现金	824	2,322	3,925	5,421	营业成本	4,919	5,322	6,173	7,045
应收账款	41	39	48	55	营业税金及附加	95	191	220	249
其他应收款	31	27	34	39	销售费用	47	25	39	52
预付账款	49	52	60	77	管理费用	683	810	937	1,090
存货	1,139	1,706	1,761	1,966	财务费用	264	153	130	106
其他流动资产	327	258	322	417	资产减值损失	7	50	5	3
非流动资产	9,955	9,408	8,886	8,323	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	41	20	26	29	投资净收益	(4)	(2)	(3)	(3)
固定资产	8,110	7,596	7,083	6,569	营业利润	941	1,103	1,300	1,404
无形资产	814	759	709	662	营业外收入	117	248	171	179
其他非流动资产	990	1,033	1,068	1,064	营业外支出	38	153	78	90
资产总计	12,366	13,812	15,036	16,298	利润总额	1,019	1,198	1,393	1,492
流动负债	4,344	4,892	5,174	5,308	所得税	185	0	0	0
短期借款	2,311	2,307	2,296	2,276	净利润	835	1,198	1,393	1,492
应付账款	674	1,158	1,257	1,311	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(1)
其他流动负债	1,359	1,428	1,621	1,721	归属母公司净利润	835	1,198	1,393	1,493
非流动负债	1,998	1,938	1,939	1,929	EBITDA	2,009	1,824	1,994	2,070
长期借款	1,023	1,023	1,023	1,023	EPS (元)	0.31	0.45	0.52	0.56
其他非流动负债	974	915	916	905					
负债合计	6,341	6,830	7,113	7,236					
少数股东权益	(0)	(1)	(1)	(2)					
股本	2,608	2,684	2,684	2,684					
资本公积	1,466	1,446	1,446	1,446					
留存收益	2,116	2,853	3,794	4,933					
归属母公司股东权益	6,025	6,983	7,924	9,064					
负债和股东权益	12,366	13,812	15,036	16,298					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,659	1,994	2,165	2,004
净利润	835	1,198	1,393	1,493
折旧摊销	843	568	564	561
财务费用	275	153	130	106
投资损失	4	2	3	3
营运资金变动	28	24	71	(161)
其他经营现金	(326)	50	5	2
投资活动现金流	(772)	39	(9)	(5)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(22)	21	(7)	(3)
其他投资现金	(750)	18	(3)	(3)
筹资活动现金流	(715)	(587)	(549)	(500)
短期借款	133	(4)	(11)	(20)
长期借款	(772)	0	0	0
普通股增加	83	76	0	0
资本公积增加	115	(20)	0	0
其他筹资现金	(274)	(640)	(537)	(480)
现金净增加额	171	1,446	1,607	1,498

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	34.66%	10.00%	15.00%	13.00%
营业利润	593.82%	17.23%	17.83%	7.99%
归属于母公司净利润	387.39%	43.47%	16.27%	7.16%
获利能力				
毛利率(%)	29.34%	30.50%	29.90%	29.20%
净利率(%)	12.00%	15.65%	15.82%	15.82%
ROE(%)	13.85%	17.15%	17.58%	16.47%
ROIC(%)	13.05%	15.69%	15.86%	17.44%
偿债能力				
资产负债率(%)	51.28%	49.45%	47.31%	44.40%
净负债比率(%)	31.46%	1.93%	-12.00%	-24.24%
流动比率	0.56	0.90	1.19	1.50
速动比率	0.29	0.55	0.85	1.13
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.58	0.61	0.64
应收账款周转率	703.05	694.07	657.02	663.94
应付账款周转率	7.90	8.36	7.29	7.75
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.45	0.52	0.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.74	0.81	0.75
每股净资产(最新摊薄)	2.24	2.60	2.95	3.38
估值比率				
P/E	16.7	11.6	10.0	9.3
P/B	2.3	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	6.32	9.07	7.61	6.70

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。