

旗滨集团 (601636)

证券研究报告

2017年11月27日

沙河限产玻璃价格走高，产能最大有望充分受益

沙河地区集中限产，玻璃价格上涨传导至华东、华南地区

近期，沙河地区集中关停了9条未取得排污许可证的玻璃生产线，导致玻璃价格持续走高。根据中国玻璃期货网的数据显示，沙河地区是我国最大的玻璃生产区域，占全国产能的14.42%，关停的产能达到5800吨/日，约占当地产能的20%，占全国在产产能的3.69%，对玻璃市场造成一定冲击。当地库存也快速下降，由停产前的500多万重箱降低到390万重箱，当地玻璃价格也累计上涨了70元/吨。以往“金九银十”之后，北方大面积停工导致沙河地区的玻璃南下，使得南方地区玻璃价格走低；而今年限产之后，供需格局改善，需求相对较好的华东、华南、华中区域玻璃价格也跟进上涨。随着环保要求愈发严格，仍有不少企业未取得排污许可证，不排除未来关停其他不合格生产线的可能。这次沙河限产对行业影响意义重大，有望重塑玻璃行业供需格局。

公司产能全国第一，短期玻璃价格上涨最为受益

旗滨集团是国内产能最大的玻璃企业，总日熔量达到15200吨/日，在产产能13000吨/日，公司前三季度累计生产各种玻璃7790万重量箱，累计销售玻璃7709万重量箱，产销率达到98.96%，公司短期内没有停产冷修计划，预计全年在国内可生产玻璃1.01亿重箱。公司主要布局在华东、华中和华南地区，当地开工时间长，下游需求相对较好，玻璃价格一直高于其他地区，具有一定比较优势。10月份以来玻璃价格持续上涨，表现出“淡季不淡”的特征，11月23日全国白玻均价达到1633元/吨，自十月初上涨了40元，对应每重箱上涨2元，而华南地区上涨超过60元/吨，华东地区上涨超过50元/吨，华中地区也上涨约50元/吨，公司持续受益。

马来基地明年发力贡献业绩，长期看好深加工业务占比提升

公司马来西亚两条日熔量600吨的优质玻璃生产线开工情况良好，正在逐步打入当地市场，明年有望开始贡献业绩。马来西亚当地纯碱质量好，我们预计毛利率水平比国内高10个百分点，地理位置极佳，基地位于森美兰州，紧挨马六甲有利于出口海外。惠州、绍兴以及马来西亚的节能玻璃项目有序推进，公司去年引进南玻团队，发布股权激励计划，希望借助他们在玻璃及深加工领域多年的管理经验和技術优势，帮助旗滨集团向玻璃产业链下游延伸，未来有望持续提高深加工产品的质量和比重。

投资建议：我们始终认为供给侧改革和环保是长效机制，排污不达标的玻璃企业被强制停产，未来一年内都无法复产，而明年环保指标更加严格。考虑到明年大量玻璃生产线达到冷修年限，供给端有望持续收紧支撑玻璃价格高位运行。公司作为龙头，涨价带来的业绩弹性最大，预计17-19年实现净利11.46、16.26、19.03亿元，EPS为0.43、0.61、0.71元，对应PE13X、9X、8X，给予2018年12倍PE，对应股价7.32元，维持“买入”评级。

风险提示：玻璃产线大量复产，下游需求大幅下降。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,169.46	6,960.96	7,531.04	8,821.59	10,037.38
增长率(%)	39.09	34.66	8.19	17.14	13.78
EBITDA(百万元)	1,104.99	2,009.30	1,987.53	2,524.60	2,848.36
净利润(百万元)	171.33	835.06	1,146.17	1,625.99	1,902.44
增长率(%)	(22.49)	387.39	37.26	41.86	17.00
EPS(元/股)	0.06	0.31	0.43	0.61	0.71
市盈率(P/E)	88.05	18.07	13.16	9.28	7.93
市净率(P/B)	2.94	2.50	2.16	1.92	1.69
市销率(P/S)	2.92	2.17	2.00	1.71	1.50
EV/EBITDA	14.59	6.29	8.62	6.16	5.39

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/玻璃制造
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	5.63元
目标价格	7.32元
上次目标价	6.51元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,679.59
流通A股股本(百万股)	2,512.97
A股总市值(百万元)	15,086.11
流通A股市值(百万元)	14,148.00
每股净资产(元)	2.49
资产负债率(%)	48.39
一年内最高/最低(元)	5.79/3.68

作者

黄顺卿 分析师
SAC执业证书编号：S1110517040002
huangshunqing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《旗滨集团-公司深度研究:玻璃龙头业绩稳定增长，深加工及海外业务助力起航》 2017-10-23



沙河地区集中限产，玻璃价格上涨传导至华东、华南地区

近期，沙河地区集中关停了 9 条未取得排污许可证的玻璃生产线，导致玻璃价格持续走高。根据中国玻璃期货网的数据显示，沙河地区是我国最大的玻璃生产区域，占全国产能的 14.42%，关停的产能达到 5800 吨/日，约占当地产能的 20%，占全国在产产能的 3.69%，对玻璃市场造成一定冲击。当地库存也快速下降，由停产前的 500 多万重箱降低到 390 万重箱，当地玻璃价格也累计上涨了 70 元/吨。以往“金九银十”之后，北方大面积停工导致沙河地区的玻璃南下，使得南方地区玻璃价格走低；而今年限产之后，供需格局改善，需求相对较好的华东、华南、华中区域玻璃价格也跟进上涨。随着环保要求愈发严格，仍有不少企业未取得排污许可证，不排除未来关停其他不合格生产线的可能。这次沙河限产对行业影响意义重大，有望重塑玻璃行业供需格局。

公司产能全国第一，短期玻璃价格上涨最为受益

旗滨集团是国内产能最大的玻璃企业，总日熔量达到 15200 吨/日，在产产能 13000 吨/日，公司前三季度累计生产各种玻璃 7790 万重量箱，累计销售玻璃 7709 万重量箱，产销率达到 98.96%，公司短期内没有停产冷修计划，预计全年在国内可生产玻璃 1.01 亿重箱。公司主要布局在华东、华中和华南地区，当地开工时间长，下游需求相对较好，玻璃价格一直高于其他地区，具有一定比较优势。10 月份以来玻璃价格持续上涨，表现出“淡季不淡”的特征，11 月 24 日全国白玻均价达到 1633 元/吨，自十月初上涨了 40 元，对应每重箱上涨 2 元，而华南地区上涨超过 60 元/吨，华东地区上涨超过 50 元/吨，华中地区也上涨约 50 元/吨，公司持续受益。

表 1：旗滨集团国内产线及产能情况

编号	旗滨集团平板玻璃生产线	产能 T/D	状态
1	广东河源旗滨一线	800	在产
2	广东河源旗滨二线	600	在产
3	醴陵旗滨一线	600	在产
4	醴陵旗滨二线	500	在产
5	醴陵旗滨三线	900	在产
6	醴陵旗滨四线	600	在产
7	醴陵旗滨五线	500	冷修，18 年 2 月底点火
8	漳州旗滨玻璃公司一线	900	冷修，17 年 12 月点火
9	漳州旗滨玻璃公司二线	600	在产
10	漳州旗滨玻璃公司三线	600	在产
11	漳州旗滨玻璃公司四线	800	在产
12	漳州旗滨玻璃公司五线	600	在产
13	漳州旗滨玻璃公司六线	600	在产
14	漳州旗滨玻璃公司七线	700	在产
15	漳州旗滨玻璃公司八线	800	在产
16	浙玻平湖玻璃有限公司一线	500	在产
17	浙玻平湖玻璃有限公司二线	600	在产
18	浙玻长兴玻璃有限公司一线	800	冷修，17 年 12 月点火
19	浙玻长兴玻璃有限公司二线	800	在产
20	浙玻长兴玻璃有限公司三线	600	在产
21	浙玻长兴玻璃有限公司四线	600	在产
22	浙江绍兴陶堰一线	600	在产
23	浙江绍兴陶堰二线	600	在产

合计

15200

资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

马来基地明年发力贡献业绩，长期看好深加工业务占比提升

公司马来西亚两条日熔量 600 吨的优质玻璃生产线开工情况良好，正在逐步打入当地市场，明年有望开始贡献业绩。马来西亚当地纯碱质量好，玻璃价格比国内高，我们预计毛利率水平比国内高 10 个百分点，地理位置极佳，基地位于森美兰州，紧挨马六甲有利于出口海外。惠州、绍兴以及马来西亚的节能玻璃项目有序推进，公司去年引进南玻团队，发布股权激励计划，希望借助他们在玻璃及深加工领域多年的管理经验和技术优势，帮助旗滨集团向玻璃产业链下游延伸，未来有望持续提高深加工产品的质量和比重。

情景分析及投资建议

从产能及产量方面考虑，长兴一线和漳州一线 12 月即将点火，经过三个月的烤窑时间，预计明年 3 月份开始生产产品；醴陵五线预计 2018 年春节期间点火，假设在 2 月底点火，预计明年 5 月底或者 6 月初开始生产产品；公司 15-16 年年报显示产能利用率都为 100%，产销率保持在 95% 以上，需求较好时会超过 100%；短期内没有冷修计划。综上，预计公司 18 年华南区域全年平均日熔量 6775 吨，华中 2850 吨，华东 4900 吨，海外 1200 吨，合计 15725 吨；全年可生产玻璃约 1.13 亿重箱。

从产品价格来看，考虑到需求相对稳定，供给方面除了环保压力，还有大量产线进入自然冷修期，预计明年全国玻璃供给继续收缩，经过近期涨价潮后，明年玻璃价格有望在今年年末的价格高位运行。我们分别假设每箱玻璃价格上涨 2 元、3 元、8 元，公司业绩变化如下：

表 2：盈利预测及 18 年业绩情景分析

	2016A	2017E	2018E (上涨 2 元)	2018E (上涨 3 元)	2018E (上涨 8 元)
日熔量 (T/D)	15,200	14050	15725	15725	15725
产量 (重箱)	112,582,500	103,190,000	113,220,000	113,220,000	113,220,000
产销率	101.6%	100%	100%	100%	100%
销量 (重箱)	114,386,100	103,190,000	113,220,000	113,220,000	113,220,000
重箱毛利 (元)	17.85	24.18	25.60	26.60	31.60
毛利 (元)	2,042,273,172.00	2,495,034,474.60	2,898,087,839.59	3,011,307,839.59	3,577,407,839.59
重箱净利 (元)	7.31	11.11	13.61	14.36	18.09
归母净利 (元)	835,056,901.63	1,146,307,886.88	1,541,713,015.66	1,625,965,423.02	2,048,482,293.63

资料来源：wind，天风证券研究所

沙河地区玻璃限产后玻璃价格已经上涨 70 元/吨，对应每重箱上涨 3.5 元，华中、华东、华南地区需求较好，而且以往玻璃南下的供给冲击有所减少，玻璃价格也有望跟随沙河地区玻璃价格走高，预计上涨 2-3 轮，对应每重箱涨价 3 元可能性较大，预计 17-19 年实现净利 11.46、16.26、19.03 亿元，EPS 为 0.43、0.61、0.71 元，对应 PE13X、9X、8X，给予 2018 年 12 倍 PE，对应股价 7.32 元，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	783.65	824.06	602.48	1,217.40	947.76
应收账款	28.40	41.16	33.31	59.81	29.42
预付账款	21.41	48.77	22.14	68.25	24.09
存货	1,283.74	1,135.55	1,718.19	1,025.79	2,224.53
其他	258.86	361.32	651.17	658.75	451.19
流动资产合计	2,376.06	2,410.87	3,027.29	3,029.99	3,676.99
长期股权投资	18.35	40.73	40.73	40.73	40.73
固定资产	8,372.15	8,109.90	8,260.15	8,525.31	8,714.43
在建工程	319.90	436.87	298.12	226.87	166.12
无形资产	757.61	818.57	798.10	777.63	757.15
其他	605.98	548.68	574.89	517.76	499.47
非流动资产合计	10,073.99	9,954.75	9,971.99	10,088.30	10,177.90
资产总计	12,450.05	12,365.62	12,999.28	13,118.29	13,854.88
短期借款	2,178.00	2,310.62	1,968.97	246.00	0.00
应付账款	1,360.07	1,061.09	1,248.86	1,638.72	1,569.92
其他	1,114.56	971.85	1,135.24	1,084.34	1,261.09
流动负债合计	4,652.63	4,343.56	4,353.07	2,969.07	2,831.01
长期借款	1,795.00	1,023.20	800.00	1,400.00	1,200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	878.95	974.47	848.75	900.72	907.98
非流动负债合计	2,673.95	1,997.67	1,648.75	2,300.72	2,107.98
负债合计	7,326.58	6,341.23	6,001.82	5,269.79	4,938.99
少数股东权益	0.00	(0.47)	(0.68)	(1.08)	(1.71)
股本	2,525.29	2,608.34	2,679.59	2,679.59	2,679.59
资本公积	1,350.99	1,465.62	1,465.62	1,465.62	1,465.62
留存收益	2,632.18	3,581.87	4,318.55	5,169.99	6,238.00
其他	(1,384.99)	(1,630.96)	(1,465.62)	(1,465.62)	(1,465.62)
股东权益合计	5,123.47	6,024.39	6,997.46	7,848.50	8,915.89
负债和股东权益总	12,450.05	12,365.62	12,999.28	13,118.29	13,854.88

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	171.33	834.58	1,146.17	1,625.99	1,902.44
折旧摊销	709.69	843.22	469.02	506.58	542.12
财务费用	295.99	274.52	198.71	137.63	81.00
投资损失	1.91	3.90	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(411.94)	130.33	(536.89)	964.47	(753.27)
其它	79.22	(427.63)	(0.22)	(0.41)	(0.64)
经营活动现金流	846.21	1,658.93	1,276.79	3,234.26	1,771.66
资本支出	3,607.65	645.51	585.72	628.03	642.74
长期投资	18.35	22.38	0.00	0.00	0.00
其他	(4,656.12)	(1,440.21)	(1,045.72)	(1,308.03)	(1,292.74)
投资活动现金流	(1,030.13)	(772.32)	(460.00)	(680.00)	(650.00)
债权融资	4,607.00	3,884.32	3,217.54	2,190.36	1,714.48
股权融资	627.78	(197.78)	37.89	(137.63)	(81.00)
其他	(5,274.15)	(4,401.87)	(4,293.79)	(3,992.08)	(3,024.77)
筹资活动现金流	(39.37)	(715.34)	(1,038.37)	(1,939.35)	(1,391.30)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(223.30)	171.28	(221.58)	614.91	(269.64)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,169.46	6,960.96	7,531.04	8,821.59	10,037.38
营业成本	4,239.04	4,918.69	5,036.01	5,810.78	6,648.38
营业税金及附加	24.48	95.33	103.18	130.56	135.50
营业费用	27.95	47.34	48.20	44.99	49.18
管理费用	453.62	683.26	820.88	811.59	892.32
财务费用	281.51	264.12	198.71	137.63	81.00
资产减值损失	5.33	7.36	4.27	5.65	5.76
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.91)	(3.90)	0.00	0.00	0.00
其他	3.81	7.80	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	135.62	940.97	1,319.80	1,880.39	2,225.23
营业外收入	147.34	116.74	159.68	144.57	140.33
营业外支出	41.89	38.33	112.00	64.07	71.47
利润总额	241.07	1,019.38	1,367.48	1,960.89	2,294.09
所得税	69.74	184.80	221.53	335.31	392.29
净利润	171.33	834.58	1,145.95	1,625.58	1,901.80
少数股东损益	0.00	(0.47)	(0.22)	(0.41)	(0.64)
归属于母公司净利润	171.33	835.06	1,146.17	1,625.99	1,902.44
每股收益(元)	0.06	0.31	0.43	0.61	0.71

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	39.09%	34.66%	8.19%	17.14%	13.78%
营业利润	-6.69%	593.82%	40.26%	42.48%	18.34%
归属于母公司净利润	-22.49%	387.39%	37.26%	41.86%	17.00%
获利能力					
毛利率	18.00%	29.34%	33.13%	34.13%	33.76%
净利率	3.31%	12.00%	15.22%	18.43%	18.95%
ROE	3.34%	13.86%	16.38%	20.71%	21.33%
ROIC	5.01%	11.83%	14.91%	18.51%	23.02%
偿债能力					
资产负债率	58.85%	51.28%	46.17%	40.17%	35.65%
净负债率	23.71%	32.13%	23.33%	27.80%	20.88%
流动比率	0.51	0.56	0.70	1.02	1.30
速动比率	0.23	0.29	0.30	0.68	0.51
营运能力					
应收账款周转率	241.71	200.15	202.25	189.47	225.00
存货周转率	4.06	5.75	5.28	6.43	6.18
总资产周转率	0.48	0.56	0.59	0.68	0.74
每股指标(元)					
每股收益	0.06	0.31	0.43	0.61	0.71
每股经营现金流	0.32	0.62	0.48	1.21	0.66
每股净资产	1.91	2.25	2.61	2.93	3.33
估值比率					
市盈率	88.05	18.07	13.16	9.28	7.93
市净率	2.94	2.50	2.16	1.92	1.69
EV/EBITDA	14.59	6.29	8.62	6.16	5.39
EV/EBIT	38.65	10.48	11.28	7.70	6.66

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com