旗滨集团

玻璃原片龙头 受益景气复苏

我们认为公司一方面受益行业景气回升，一方面受益玻璃深加工玻璃提高。

买入 **31%↑**

目标价格：人民币 8.20

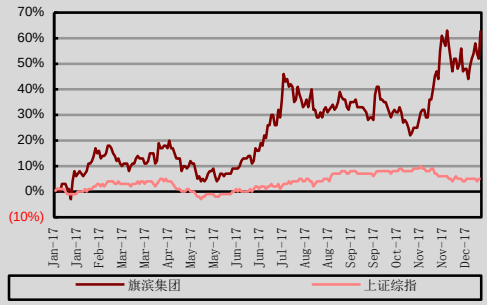
601636.CH

价格：人民币 6.24

目标价格基础：14 倍 18 年市盈率

板块评级：增持

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	63.3	1.3	18.2	66.7
相对上证指数	57.8	2.2	19.4	59.9

发行股数(百万)	2,680
流通股(%)	94
流通股市值(人民币 百万)	15,681
3 个月日均交易额(人民币 百万)	349
净负债比率(%)(2018E)	净现金
主要股东(%)	
福建旗滨集团有限公司	33

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2017 年 12 月 29 日收市价为标准

支撑评级的要点

- **浮法玻璃龙头，且产能主要布局在华东华南市场。**公司在湖南醴陵、广东河源、福建漳州、浙江绍兴、浙江平湖、浙江长兴拥有 6 个生产基地、23 条生产线，年玻璃产量 1.1 亿重箱，为全国最大的浮法玻璃生产企业。公司今年对漳州、长兴等地 3 条生产线进行技改，技改投产后产品定位高端，成本有所下降。由于公司产能主要布局在华东华南，我们上文分析华东华南房地产投资中长期将好于全国水平，公司将显著受益。过去一年半以来浮法玻璃价格大幅上涨，公司业绩弹性十足，在行业层面我们预计景气周期仍在持续向上，因此公司 2018 年业绩仍值得期待。
- **拓展玻璃深加工，积极拓展东南亚市场。**公司多年深耕浮法玻璃原片后，目前开始在广东、浙江、马来西亚等地投产建设深加工基地，预计 2017 年底能建成投产，形成玻璃生产、玻璃加工一体化，产品将覆盖现有市场节能玻璃全系列产品。预计未来公司会在深加工领域继续开拓，进一步提升深加工比例。海外方面，2015 年公司投资 11.7 亿元在马来西亚建设两条 600t/d 玻璃生产线，成为公司第一个海外玻璃生产基地，目前已经投产，由于东南亚盈利能力高于国内，这两条生产线投产将进一步提升公司盈利能力。
- **经营现金流明显改善，公司资金压力有所缓和。**2016 年下半年玻璃行业景气回升以来，公司经营现金流大幅改善，2016 年和 2017 年前三季度经营现金净流量分别高达 16.6 亿元和 19.4 亿元，足以支付该期间 7.2 亿元和 9.3 亿元的资本开支。公司有息负债一定幅度回落，资金压力有所缓和，同时财务费用明显下降，前三季度财务费用为 1.1 亿元，而去年同期高达 2.1 亿元。

评级面临的主要风险

- 玻璃需求低于预期，复产产能高于预期

估值

- 预计 2017-2019 年公司净利润分别 12.73、14.98 和 17.04 亿元，EPS 分别为 0.49、0.57 和 0.65 元，给予**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	7,866	9,046	10,312
变动(%)	39	35	13	15	14
净利润(人民币 百万)	171	835	1,273	1,498	1,704
全面摊薄每股收益(人民币)	0.066	0.320	0.488	0.574	0.653
变动(%)	(22.5)	387.4	52.5	17.6	13.8
全面摊薄市盈率(倍)	95.0	19.5	12.8	10.9	9.6
价格/每股现金流量(倍)	19.2	9.8	7.4	5.6	6.4
每股现金流量(人民币)	0.32	0.64	0.84	1.11	0.97
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.0	9.6	6.5	5.2	4.4
每股股息(人民币)	0.039	0.150	0.220	0.258	0.294
股息率(%)	0.6	2.4	3.5	4.1	4.7

资料来源：公司数据及中银证券预测

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

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

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**	**7,866**	**9,046**	**10,312**
销售成本	(4,264)	(5,014)	(5,359)	(6,118)	(6,974)
经营费用	201	66	(9)	(93)	(187)
息税折旧前利润	**1,107**	**2,013**	**2,498**	**2,835**	**3,151**
折旧及摊销	(688)	(804)	(859)	(898)	(935)
经营利润(息税前利润)	**419**	**1,209**	**1,639**	**1,937**	**2,216**
净利息收入/(费用)	(282)	(264)	(157)	(181)	(206)
其他收益/(损失)	104	75	81	81	81
税前利润	**241**	**1,019**	**1,562**	**1,837**	**2,090**
所得税	(70)	(185)	(289)	(340)	(387)
少数股东权益	0	(0)	0	0	0
净利润	**171**	**835**	**1,273**	**1,498**	**1,704**
核心净利润	**202**	**848**	**1,288**	**1,512**	**1,718**
每股收益 (人民币)	0.066	0.320	0.488	0.574	0.653
核心每股收益 (人民币)	0.077	0.325	0.494	0.580	0.659
每股股息 (人民币)	0.039	0.150	0.220	0.258	0.294
收入增长(%)	39	35	13	15	14
息税前利润增长(%)	15	189	36	18	14
息税折旧前利润增长(%)	43	82	24	14	11
每股收益增长(%)	(22)	387	52	18	14
核心每股收益增长(%)	(13)	320	52	17	14

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	784	824	3,459	5,170	6,320
应收帐款	77	383	69	396	206
库存	1,284	1,136	2,160	1,252	2,581
其他流动资产	231	68	156	165	138
流动资产总计	**2,376**	**2,411**	**5,845**	**6,984**	**9,245**
固定资产	8,693	8,547	8,210	7,836	7,426
无形资产	758	819	857	893	928
其他长期资产	535	483	513	563	571
长期资产总计	**9,986**	**9,849**	**9,580**	**9,292**	**8,925**
总资产	**12,450**	**12,366**	**15,479**	**16,293**	**18,182**
应付帐款	1,384	785	1,785	1,166	2,062
短期债务	2,178	2,311	1,200	1,200	1,200
其他流动负债	1,091	1,248	962	1,349	1,189
流动负债总计	**4,653**	**4,344**	**3,947**	**3,715**	**4,451**
长期借款	1,795	1,023	1,800	2,000	2,200
其他长期负债	879	974	896	916	929
股本	2,525	2,608	2,608	2,608	2,608
储备	2,632	3,582	6,228	7,054	7,994
股东权益	**5,157**	**6,190**	**8,836**	**9,662**	**10,602**
少数股东权益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
总负债及权益	**12,450**	**12,366**	**15,479**	**16,293**	**18,182**
每股帐面价值 (人民币)	1.98	2.37	3.39	3.70	4.06
每股有形资产 (人民币)	1.74	2.06	3.06	3.36	3.71
每股净负债/(现金)(人民币)	1.26	0.96	(0.18)	(0.76)	(1.12)

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	1,562	1,837	2,090
折旧与摊销	688	804	859	898	935
净利息费用	282	264	157	181	206
运营资本变动	(661)	(478)	1,144	(636)	931
税金	(70)	(185)	(289)	(340)	(387)
其他经营现金流	367	235	(1,245)	965	(1,248)
经营活动产生的现金流	**846**	**1,659**	**2,189**	**2,905**	**2,529**
购买固定资产净值	317	61	560	560	560
投资减少/增加	(20)	(26)	(19)	(19)	(19)
其他投资现金流	(1,327)	(807)	(1,117)	(1,127)	(1,128)
投资活动产生的现金流	**(1,030)**	**(772)**	**(576)**	**(586)**	**(587)**
净增权益	(101)	(391)	(573)	(674)	(767)
净增债务	1,398	(723)	(359)	245	179
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(1,336)	372	1,901	(282)	(424)
融资活动产生的现金流	**(39)**	**(715)**	**1,022**	**(608)**	**(791)**
现金变动	(223)	171	2,635	1,711	1,150
期初现金	878	784	824	3,459	5,170
公司自由现金流	(184)	887	1,613	2,319	1,942
权益自由现金流	1,496	428	1,411	2,745	2,326

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	31.8	31.3	30.6
息税前利润率(%)	8.1	17.4	20.8	21.4	21.5
税前利润率(%)	4.7	14.6	19.9	20.3	20.3
净利率(%)	3.3	12.0	16.2	16.6	16.5
流动性					
流动比率(倍)	0.5	0.6	1.5	1.9	2.1
利息覆盖率(倍)	1.5	4.6	10.4	10.7	10.7
净权益负债率(%)	61.8	40.5	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.2	0.3	0.9	1.5	1.5
估值					
市盈率 (倍)	95.0	19.5	12.8	10.9	9.6
核心业务市盈率(倍)	80.6	19.2	12.6	10.8	9.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	110.7	22.7	14.5	12.3	10.8
市净率 (倍)	3.2	2.6	1.8	1.7	1.5
价格/现金流 (倍)	19.2	9.8	7.4	5.6	6.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.0	9.6	6.5	5.2	4.4
周转率					
存货周转天数	109.1	88.1	112.2	101.8	100.3
应收帐款周转天数	5.6	12.1	10.5	9.4	10.7
应付帐款周转天数	83.6	56.9	59.6	59.5	57.1
回报率					
股息支付率(%)	59.0	46.9	45.0	45.0	45.0
净资产收益率 (%)	3.7	14.7	16.9	16.2	16.8
资产收益率 (%)	2.7	8.0	9.6	9.9	10.5
已运用资本收益率(%)	0.5	2.2	3.0	3.0	3.2

资料来源：公司数据及中银证券预测