

# 旗滨集团 (601636)

证券研究报告

2018年04月18日

## 价格总体稳定，业绩稳步增长

### 事件

公司近期发布 2018 年一季度报，公司 2018 年一季度营业收入 16.58 亿元，同比增长 1.44%，归母净利润为 3.22 亿元，同比增长 31.26%，加权平均 ROE 为 4.44%，销售毛利率为 33.86%，销售净利率为 19.43%。

### 盈利增速同比超过 30%

公司一季度营业收入同比去年增长 1.44%，涨幅较小，公司 2017 年公告生产线漳州一线、醴陵五线进入冷修，分别于 2018 年 1 月和 3 月复产，因此 2018 年一季度公司相比往年产量有所下降，再加上今年春节在 2 月中旬，下游房地产施工受到影响，玻璃需求未及时启动，玻璃销量受到影响，营业收入增速较小。

归母净利润增幅可观，销售毛利率为 33.86%，销售净利率为 19.43%，均为近五年来新高。一方面，2018 年一季度，玻璃价格高位运行，占玻璃成本较大的纯碱，价格在低位运行，另一方面，公司继续提高管理水平，控费能力得到提升，期间费用合计同比下降 2.59%，期间费用率 13.44%，同比下降 0.55 个百分点。

### 需求不弱，供给收缩，价涨利好龙头

需求表现不弱，国家统计局 3 月发布的房地产行业数据显示，全国房地产开发投资 21291 亿元，同比名义增长 10.4%，商品房销售面积 3.01 亿平方米，同比增长 3.6%。从房屋新开工面积看，2018 年一季度，房屋新开工面积累计同比增长 9.7%。供给方面，今年是理论上玻璃生产线冷修大年，环保不达标新关停玻璃生产线叠加大量冷修，2018 年预计供给端将继续收缩，利好玻璃价格稳中有升。虽然短期内玻璃行业盈利情况较好，企业希望延长窑炉使用时间，但是前期华南地区部分产线因没有及时冷修导致窑炉烧穿，引发安全事故，给各大玻璃企业起到警示作用，预计后续的冷修产线会逐步增多。旗滨集团生产线全部符合国家现行的环保标准并持有排污许可证，公司产能最大，有望继续受益。

**投资建议：**随着公司 17 年冷修的产线开始复产，预计今年玻璃产量增长 10% 左右。因此公司今年有望享受量价齐升的双重利好，加上海外产能的稳步释放以及深加工的不断布局，预计 18 年公司业绩继续走高。我们预计公司 18-19 年实现营业收入 97.77 亿、109.69 亿，归母净利润 19.19 亿、22.46 亿，EPS 为 0.71 元、0.83 元。继续给予 2018 年 12 倍 PE，目标价 8.5 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**大量生产线复产，需求大规模下滑，玻璃价格走低，纯碱价格大幅波动。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,960.96	7,585.00	9,777.07	10,968.90	12,614.23
增长率(%)	34.66	8.96	28.90	12.19	15.00
EBITDA(百万元)	2,009.30	2,182.21	2,866.62	3,324.67	3,997.64
净利润(百万元)	835.06	1,142.65	1,919.17	2,246.32	2,757.22
增长率(%)	387.39	36.83	67.96	17.05	22.74
EPS(元/股)	0.31	0.42	0.71	0.83	1.02
市盈率(P/E)	17.40	12.72	7.57	6.47	5.27
市净率(P/B)	2.41	2.05	1.68	1.42	1.20
市销率(P/S)	2.09	1.92	1.49	1.32	1.15
EV/EBITDA	6.29	8.08	5.08	3.89	3.02

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	5.40 元
目标价格	8.5 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	2,691.40
流通 A 股股本(百万股)	2,545.47
A 股总市值(百万元)	14,533.59
流通 A 股市值(百万元)	13,745.52
每股净资产(元)	2.77
资产负债率(%)	43.55
一年内最高/最低(元)	8.49/3.98

### 作者

**盛昌盛** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517120002  
shengchangsheng@tfzq.com

**武浩翔** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518010003  
wuhaoxiang@tfzq.com

**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-年报点评报告:量稳价涨业绩优异，玻璃龙头稳步前行》 2018-03-30
- 2 《旗滨集团-公司点评:沙河限产玻璃价格走高，产能最大有望充分受益》 2017-11-27
- 3 《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



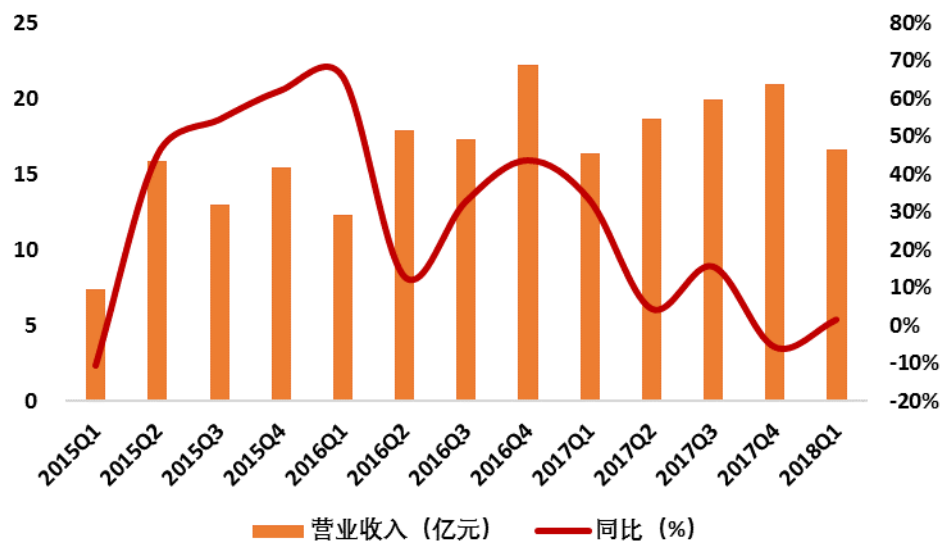
## 事件

公司近期发布 2018 年一季度报，公司 2018 年一季度营业收入 16.58 亿元，同比去年增长 1.44%，归母净利润为 3.22 亿元，同比增长 31.26%，加权平均 ROE 为 4.44%，销售毛利率为 33.86%，销售净利率为 19.43%。

## 盈利增速同比超过 30%

公司一季度营业收入同比去年增长 1.44%，涨幅较小，公司 2017 年公告生产线漳州一线、醴陵五线进入冷修，分别于 2018 年 1 月和 3 月复产，因此 2018 年一季度公司相比往年产量有所下降，再加上今年春节在 2 月中旬，下游房地产施工受到影响，玻璃需求未及时启动，玻璃销量受到影响，营业收入增速较小。

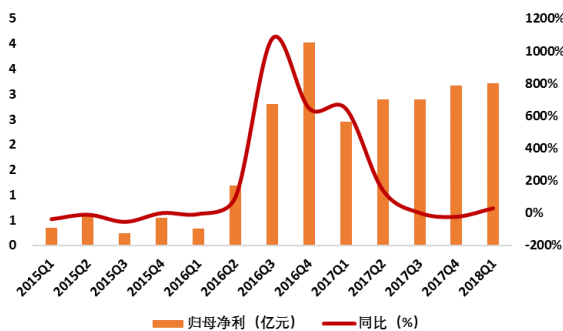
图 1：旗滨集团营业收入



资料来源：wind，天风证券研究所

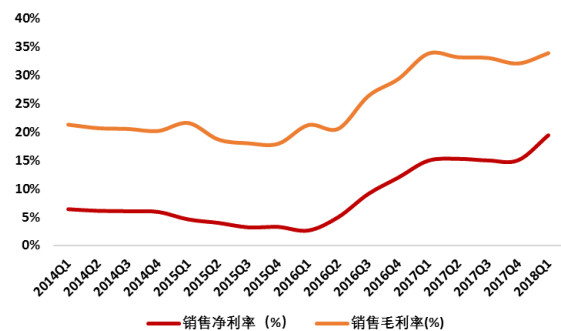
公司营业收入增幅虽较小，但归母净利润增幅可观，销售毛利率为 33.86%，销售净利率为 19.43%，均为近五年来新高。一方面，2018 年一季度，玻璃价格高位运行，占玻璃成本较大的纯碱，价格在低位运行，另一方面，公司继续提高管理水平，控费能力得到提升，期间费用合计同比下降 2.59%，期间费用率 13.44%，同比下降 0.55 个百分点。

图 2：旗滨集团归母净利润



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：旗滨集团毛利率，净利率



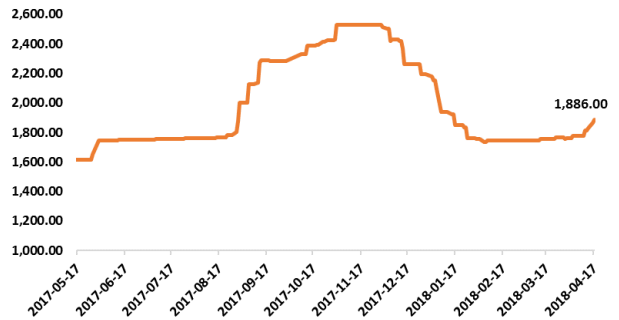
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：全国平板玻璃均价（元/吨）



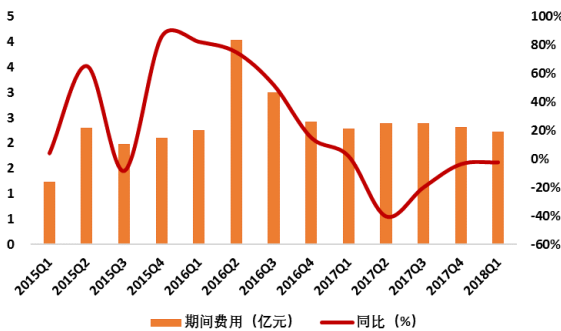
资料来源：玻璃信息网，天风证券研究所

图 5：重质纯碱全国中间价（元/吨）



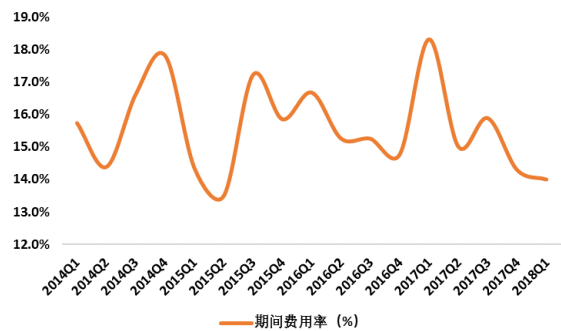
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：旗滨集团期间费用



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：旗滨集团期间费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

## 需求不弱，供给收缩，价涨利好龙头

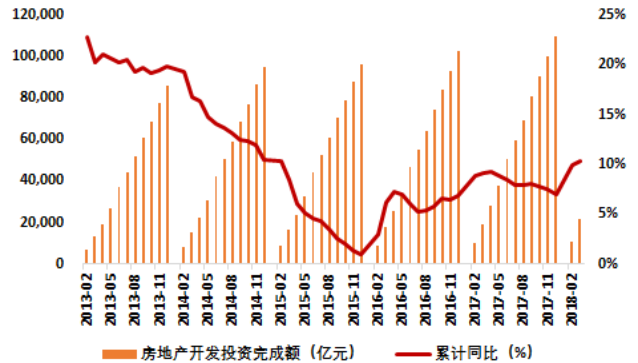
需求表现不弱，国家统计局 3 月发布的房地产行业数据显示，全国房地产开发投资 21291 亿元，同比名义增长 10.4%，商品房销售面积 3.01 亿平方米，同比增长 3.6%。从房屋新开工面积看，2018 年一季度，房屋新开工面积累计同比增长 9.7%。随施工旺季到来，未来房地产将为玻璃需求提供一定支撑。

图 8：房屋新开工面积表现



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：房地产开发投资完成额表现



资料来源：wind，天风证券研究所

供给方面，随着环保标准趋严，已停产的中小玻璃企业在增加环保设备方面具有资金压力，复产意愿小，不具有排污许可证的玻璃生产线关停也将进一步减少供给；在之前的玻璃深度报告中我们提到，根据中国玻璃期货网的数据，2010 年之前新建或冷修的生产线有 33

天左右，产线寿命一般在 6-8 年，因此今年是理论上玻璃生产线冷修大年，环保不达标新关停玻璃生产线叠加大量冷修，2018 年预计供给端将继续收缩，利好玻璃价格稳中有升。虽然短期内玻璃行业盈利情况较好，企业希望延长窑炉使用时间，但是前期华南地区部分产线因没有及时冷修导致窑炉烧穿，引发安全事故，给各大玻璃企业起到警示作用，预计后续的冷修产线会逐步增多。旗滨集团生产线全部符合国家现行的环保标准并持有排污许可证，公司产能最大，有望继续受益。

## 投资建议

随着公司 17 年冷修的产线开始复产，预计今年玻璃产量增长 10%左右。因此公司今年有望享受量价齐升的双重利好，加上海外产能的稳步释放以及深加工的不断布局，预计 18 年公司业绩继续走高。我们预计公司 18-19 年实现营业收入 97.77 亿、109.69 亿，归母净利润 19.19 亿、22.46 亿，EPS 为 0.71 元、0.83 元。继续给予 2018 年 12 倍 PE，目标价 8.5 元，维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	824.06	681.20	1,592.12	3,238.01	4,112.53
应收账款	41.16	61.83	70.71	77.98	93.01
预付账款	48.77	17.87	64.39	26.48	76.39
存货	1,135.55	593.85	1,524.52	815.51	1,833.48
其他	361.32	744.35	773.73	809.09	801.15
<b>流动资产合计</b>	<b>2,410.87</b>	<b>2,099.09</b>	<b>4,025.47</b>	<b>4,967.07</b>	<b>6,916.56</b>
长期股权投资	40.73	39.54	39.54	39.54	39.54
固定资产	8,109.90	7,870.44	8,380.95	8,860.24	9,393.93
在建工程	436.87	1,080.27	940.13	970.07	1,085.03
无形资产	818.57	845.75	852.22	857.88	862.73
其他	548.68	781.05	728.63	678.42	659.58
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,954.75</b>	<b>10,617.05</b>	<b>10,941.47</b>	<b>11,406.15</b>	<b>12,040.83</b>
<b>资产总计</b>	<b>12,365.62</b>	<b>12,716.13</b>	<b>14,966.94</b>	<b>16,373.22</b>	<b>18,957.39</b>
短期借款	2,310.62	280.32	280.32	280.32	280.32
应付账款	1,061.09	1,212.19	1,576.99	1,504.05	1,983.78
其他	971.85	498.94	651.19	557.98	732.36
<b>流动负债合计</b>	<b>4,343.56</b>	<b>1,991.45</b>	<b>2,508.49</b>	<b>2,342.35</b>	<b>2,996.46</b>
长期借款	1,023.20	1,915.57	2,000.00	2,000.00	2,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	974.47	1,731.55	1,800.00	1,800.00	1,800.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,997.67</b>	<b>3,647.12</b>	<b>3,800.00</b>	<b>3,800.00</b>	<b>3,800.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,341.23</b>	<b>5,638.58</b>	<b>6,308.49</b>	<b>6,142.35</b>	<b>6,796.46</b>
少数股东权益	(0.47)	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	2,608.34	2,692.51	2,691.40	2,691.40	2,691.40
资本公积	1,465.62	1,787.40	1,767.40	1,767.40	1,767.40
留存收益	3,581.87	4,643.63	5,967.05	7,539.47	9,469.53
其他	(1,630.96)	(2,045.98)	(1,767.40)	(1,767.40)	(1,767.40)
<b>股东权益合计</b>	<b>6,024.39</b>	<b>7,077.56</b>	<b>8,658.45</b>	<b>10,230.88</b>	<b>12,160.93</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>12,365.62</b>	<b>12,716.13</b>	<b>14,966.94</b>	<b>16,373.22</b>	<b>18,957.39</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	834.58	1,141.78	1,919.17	2,246.32	2,757.22
折旧摊销	843.22	836.60	477.24	527.15	582.51
财务费用	274.52	124.28	122.10	142.90	155.60
投资损失	3.90	(0.05)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	130.33	38.15	(421.63)	576.31	(408.05)
其它	(427.63)	211.09	40.00	40.00	40.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,658.93</b>	<b>2,351.84</b>	<b>2,136.87</b>	<b>3,532.68</b>	<b>3,127.28</b>
资本支出	645.51	519.55	761.55	1,030.00	1,230.00
长期投资	22.38	(1.18)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,440.21)	(1,849.22)	(1,571.55)	(2,060.00)	(2,460.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(772.32)</b>	<b>(1,330.85)</b>	<b>(810.00)</b>	<b>(1,030.00)</b>	<b>(1,230.00)</b>
债权融资	3,884.32	2,235.89	2,320.32	2,320.32	2,320.32
股权融资	(197.78)	208.75	115.38	(142.90)	(155.60)
其他	(4,401.87)	(3,639.33)	(1,191.95)	(2,394.21)	(2,647.48)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(715.34)</b>	<b>(1,194.70)</b>	<b>1,243.75</b>	<b>(216.79)</b>	<b>(482.76)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>171.28</b>	<b>(173.71)</b>	<b>2,570.62</b>	<b>2,285.89</b>	<b>1,414.52</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>6,960.96</b>	<b>7,585.00</b>	<b>9,777.07</b>	<b>10,968.90</b>	<b>12,614.23</b>
营业成本	4,918.69	5,153.43	6,355.10	7,020.09	7,946.96
营业税金及附加	95.33	143.88	97.77	109.69	126.14
营业费用	47.34	46.03	53.77	59.23	66.86
管理费用	683.26	790.41	831.05	932.36	1,009.14
财务费用	264.12	103.96	122.10	142.90	155.60
资产减值损失	7.36	67.75	50.00	50.00	50.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(3.90)	0.05	0.00	0.00	0.00
其他	7.80	(69.77)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>940.97</b>	<b>1,349.26</b>	<b>2,267.28</b>	<b>2,654.63</b>	<b>3,259.53</b>
营业外收入	116.74	18.82	20.00	20.00	20.00
营业外支出	38.33	16.18	15.00	15.00	15.00
<b>利润总额</b>	<b>1,019.38</b>	<b>1,351.89</b>	<b>2,272.28</b>	<b>2,659.63</b>	<b>3,264.53</b>
所得税	184.80	210.12	353.11	413.31	507.31
<b>净利润</b>	<b>834.58</b>	<b>1,141.78</b>	<b>1,919.17</b>	<b>2,246.32</b>	<b>2,757.22</b>
少数股东损益	(0.47)	(0.87)	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>835.06</b>	<b>1,142.65</b>	<b>1,919.17</b>	<b>2,246.32</b>	<b>2,757.22</b>
每股收益(元)	0.31	0.42	0.71	0.83	1.02

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	34.66%	8.96%	28.90%	12.19%	15.00%
营业利润	593.82%	43.39%	68.04%	17.08%	22.79%
归属于母公司净利润	387.39%	36.83%	67.96%	17.05%	22.74%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.34%	32.06%	35.00%	36.00%	37.00%
净利率	12.00%	15.06%	19.63%	20.48%	21.86%
ROE	13.86%	16.14%	22.17%	21.96%	22.67%
ROIC	11.83%	14.38%	25.55%	27.21%	33.36%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	51.28%	44.34%	42.15%	37.51%	35.85%
净负债率	32.13%	23.07%	31.43%	23.42%	4.80%
流动比率	0.56	1.05	1.60	2.12	2.31
速动比率	0.29	0.76	1.00	1.77	1.70
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	200.15	147.29	147.54	147.54	147.54
存货周转率	5.75	8.77	9.23	9.38	9.52
总资产周转率	0.56	0.60	0.71	0.70	0.71
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.31	0.42	0.71	0.83	1.02
每股经营现金流	0.62	0.87	0.79	1.31	1.16
每股净资产	2.24	2.63	3.22	3.80	4.52
<b>估值比率</b>					
市盈率	17.40	12.72	7.57	6.47	5.27
市净率	2.41	2.05	1.68	1.42	1.20
EV/EBITDA	6.29	8.08	5.08	3.89	3.02
EV/EBIT	10.48	12.74	6.09	4.63	3.54



### 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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com