



2018年08月15日

## 买入(首次评级)

当前价: 4.53 元  
目标价: 5.2-6.24 元

分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001  
电话: 0755-83331495  
邮箱: liuping\_bf@lxsec.com

### 盈利预测

百万元	2017	2018E	2019E	2020E
主营收	7,585	8,887	9,629	10,237
(+/-)	9.0%	17.2%	8.4%	6.3%
净利润	1143	1402	1676	1888
(+/-)	36.8%	22.7%	19.6%	12.6%
EPS(元)	0.43	0.52	0.63	0.70
P/E	10.6	8.7	7.2	6.4

资料来源: 联讯证券研究院

《旗滨集团(601636)——【联讯建材公司深度】旗滨集团(601636): 从原片巨头向深加工龙头迈进》2017-11-27

《旗滨集团(601636)——【联讯建材年报点评】旗滨集团(601636): 盈利能力大幅提升, 升级转型成绩斐然》2018-03-29

## 旗滨集团(601636.SH)

# 【联讯建材半年报点评】旗滨集团(601636): Q2 量升价降, 箱毛利收窄, 期待旺季表现

### 投资要点

#### 事件:

公司发布 2018 年半年度报告。报告期内, 公司实现营业收入 376,997 万元, 同比增加 27,167 万元, 增长 7.77%; 实现归属母公司所有者净利润 65,537 万元, 同比增加 11,965 万元, 增长 22.33%, EPS0.24 元。

#### Q2 冷修复产, 产销率显著上行

1H18 公司生产玻璃原片 5,182 万重箱, 同比减少 36 万重箱(同比减少 0.7%); 销售各种玻璃 4,814 万重箱, 同比减少 144 万重箱(同比减少 2.9%) 产销率 92.93%, 同比下降 12.9 个百分点。

从 Q2 单季度来看, 我们测算公司生产玻璃原片约 2710 万重箱, 销售玻璃原片约 2770 万重箱, 销量较去年同期 2660 万重箱增长约 110 万重箱, 增幅为 4.1%, Q2 单季度产销率约为 102.2, 环比提升约 20 个百分点。

#### 价格下滑是 Q2 盈利能力下降的主要原因

报告期内每重箱玻璃原片销售收入为 78.3 元, 较去年提升约 7.8 元/重量箱, 箱成本约 53.7 元/重量箱, 较去年提升约 6.6 元/重量箱。箱毛利率 24.6 元, 较去年同期提升 1.2 元/重量箱。

从 Q2 单季度来看, 每重箱玻璃原片销售收入为 76.2 元, 较去年提升约 6.1 元/重量箱, 环比 Q1 下降约 5 元/重量箱, 箱成本约 53.7 元/重量箱, 较去年提升约 6.1 元/重量箱, 与 Q1 基本持平。箱毛利 22.5 元, 较去年同期下降 0.3 元/重量箱, 环比 Q1 下降约 5 元/重量箱。

Q2 箱毛利有所下滑, 主要是价格下行造成, 考虑 Q2 纯碱价格持续上行, 但公司成本基本与 Q1 持平, 显示公司非常强大的成本控制能力。

#### 旺季来临, Q3 盈利能力有望提升

目前重质纯碱均价较 6 月底高位已经大幅下滑近 300 元/吨, 而需求旺季来临, 玻璃价格有上涨预期, 我们判断 Q3 公司盈利能力大概率上行。

#### 期间费用率持续下降

报告期内, 箱三费 9.7 元/重箱, 同比提升 0.3 元/重箱, 箱三费提升主要还是 1H18 销量下降所致, 随着下半年销量提升, 预计该指标将显著回落; 整体销售期间费用率 12.40%, 较去年同比减少 1 个百分点, 其中财务费用率下降约 1.1 个百分点, 管理费用率下降约 0.7 个百分点, 销售费用率上升约 0.8 个百分点, 新管理层上任后加强资金管控, 提高资金使用效率, 报告期借款利息大幅下降, 财务费用减少 3,529 万元。



#### ◇ 产品结构升级转型加速推进

报告期，冷修技术改造生产线相继复产，转型高端产品；节能项目完成建设并将陆续投入商业化运营；郴州旗滨光电玻璃项目建设顺利；醴陵旗滨电子完成注册登记并进入建设准备期，为旗滨集团产业转型与升级，提升发展质量，奠定了坚实的基础。

#### ◇ 维持“买入”评级

我们预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 88.9 亿元、96.2 亿元、102.3 亿元，同比分别增加 17.2%、8.4%、6.3%；归母净利润分别为 14.0 亿元、16.8 亿元、218.9 亿元，同比分别增加 22.7%、19.6%、12.6%。EPS 分别为 0.52、0.63 和 0.70 元/股，对应的 PE 分别为 9/7/6x。考虑玻璃旺季来临，价格有上涨预期，且纯碱价格回落，公司盈利上升确定性强，维持“买入”评级。

#### ◇ 风险提示

天然气、石油焦、纯碱等原材料价格大幅上涨；

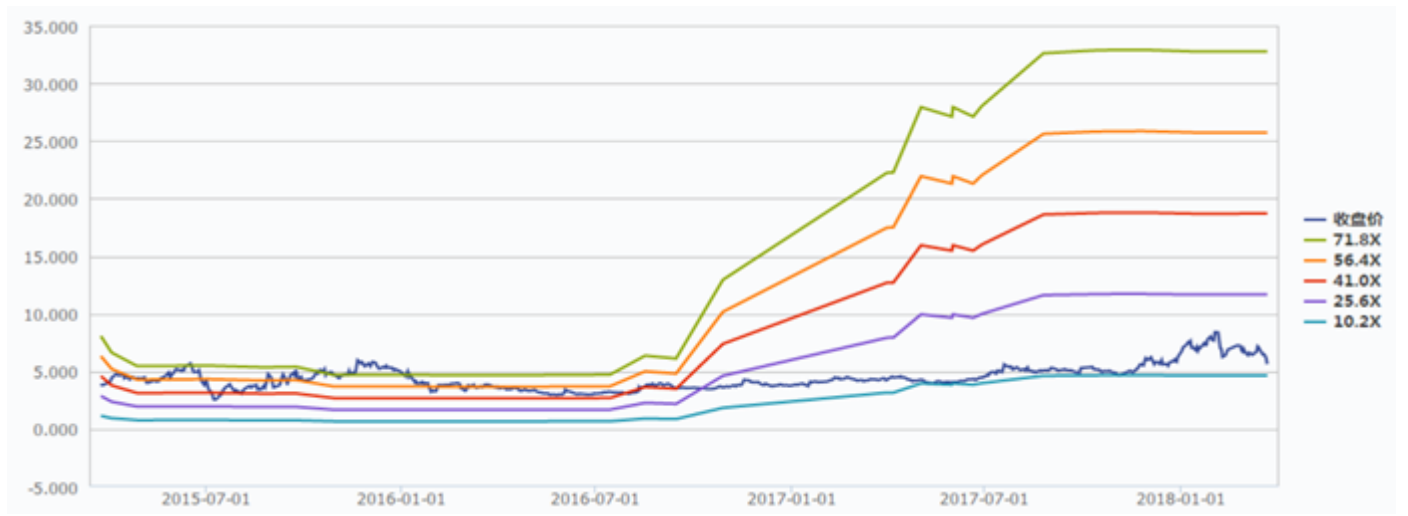
玻璃价格大幅下降；

新产线投产不及预期；

转型进度不及预期。



图表1: PE Band



资料来源: Wind, 联讯证券



## 附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	681	1870	2931	4199	营业收入	7585	8887	9629	10237
应收款项	97	122	132	140	营业成本	5153	6041	6500	6825
存货净额	594	674	718	750	营业税金及附加	144	169	183	195
其他流动资产	727	889	963	1024	销售费用	46	53	58	61
<b>流动资产合计</b>	<b>2099</b>	<b>3554</b>	<b>4744</b>	<b>6113</b>	管理费用	790	828	808	847
固定资产	8999	8503	8268	7938	财务费用	104	88	68	44
无形资产及其他	846	818	789	761	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	733	733	733	733	资产减值及公允价值变动	(68)	(49)	(29)	(31)
长期股权投资	40	60	80	100	其他收入	70	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>12716</b>	<b>13667</b>	<b>14614</b>	<b>15645</b>	营业利润	1349	1659	1984	2234
短期借款及交易性金融负债	320	400	400	400	营业外净收支	3	0	0	0
应付款项	774	885	943	984	<b>利润总额</b>	<b>1352</b>	<b>1659</b>	<b>1984</b>	<b>2234</b>
其他流动负债	897	957	1008	1053	所得税费用	210	257	308	346
<b>流动负债合计</b>	<b>1991</b>	<b>2242</b>	<b>2350</b>	<b>2437</b>	少数股东损益	(1)	0	0	0
长期借款及应付债券	1916	1916	1916	1916	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1143</b>	<b>1402</b>	<b>1676</b>	<b>1888</b>
其他长期负债	1732	1732	1732	1732					
<b>长期负债合计</b>	<b>3647</b>	<b>3647</b>	<b>3647</b>	<b>3647</b>	现金流量表（百万元）				
<b>负债合计</b>	<b>5639</b>	<b>5889</b>	<b>5998</b>	<b>6084</b>	净利润	1143	1402	1676	1888
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	60	364	(15)	(18)
股东权益	7078	7778	8617	9560	折旧摊销	799	1112	1250	1346
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12716</b>	<b>13667</b>	<b>14614</b>	<b>15645</b>	公允价值变动损失	68	49	29	31
					财务费用	104	88	68	44
关键财务与估值指标					营运资本变动	996	267	(35)	(32)
每股收益	0.43	0.65	0.73	0.81	其它	(61)	(364)	15	18
每股红利	0.21	0.32	0.37	0.41	<b>经营活动现金流</b>	<b>3004</b>	<b>2829</b>	<b>2920</b>	<b>3232</b>
每股净资产	2.64	2.96	3.33	3.74	资本开支	(1221)	(1000)	(1000)	(1000)
ROIC	13%	21%	23%	27%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	16%	22%	22%	22%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1220)</b>	<b>(1020)</b>	<b>(1020)</b>	<b>(1020)</b>
毛利率	32%	36%	35%	36%	权益性融资	213	0	0	0
EBIT Margin	19%	24%	24%	25%	负债净变化	892	0	0	0
EBITDA Margin	30%	36%	37%	38%	支付股利、利息	(557)	(701)	(838)	(944)
收入增长	9%	20%	8%	8%	其它融资现金流	(2811)	80	0	0
净利润增长率	37%	52%	13%	11%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1927)</b>	<b>(621)</b>	<b>(838)</b>	<b>(944)</b>
资产负债率	44%	42%	40%	38%	<b>现金净变动</b>	<b>(143)</b>	<b>1188</b>	<b>1062</b>	<b>1268</b>
息率	3.7%	5.8%	6.6%	7.3%	货币资金的期初余额	824	681	1870	2931
P/E	13.0	8.6	7.6	6.8	货币资金的期末余额	681	1870	2931	4199
P/B	2.1	1.9	1.7	1.5	企业自由现金流	1799	1896	1973	2265
EV/EBITDA	9.1	6.3	5.7	5.3	权益自由现金流	(120)	1902	1915	2227

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

刘萍，西安交通大学本科、硕士，2017年9月加入联讯证券，任建筑建材行业首席分析师。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)